
23.04.2021

Las perspectivas del área del euro, la política monetaria en la coyuntura actual y lecciones para la revisión de la estrategia del BCE*

Discurso del gobernador en el Ernst and Young Insights Forum

Pablo Hernández de Cos
Gobernador del Banco de España

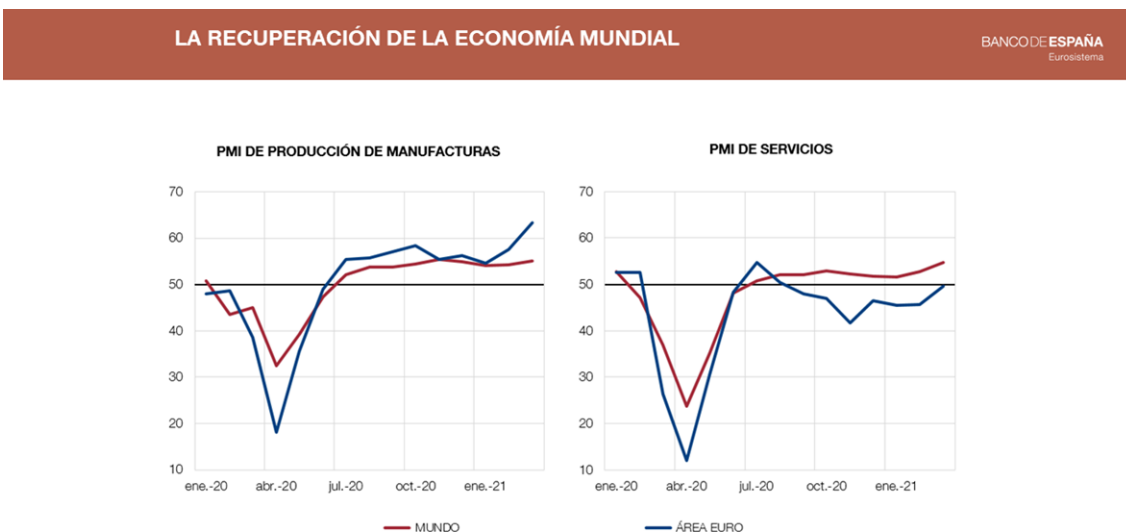
*Traducción al español del original en inglés

Señoras y señores, buenas tardes.

Quisiera dar las gracias a EY y a su presidente, Federico Linares, por su amable invitación a intervenir en el EY Insights Forum. Es para mí una satisfacción participar en esta iniciativa que reúne a centros de investigación, *think-tanks* y autoridades para reflexionar sobre cuestiones económicas.

En la ponencia de hoy, empezaré comentando las perspectivas de crecimiento y de inflación del área del euro en la coyuntura actual. Seguidamente analizaré qué pueden implicar estas perspectivas para la política monetaria del área del euro y cómo puede interpretarse el compromiso que hemos asumido en el Consejo de Gobierno del BCE de mantener unas condiciones de financiación favorables ante esas perspectivas. Por último, con un enfoque de más largo plazo examinaré las lecciones que se podrían extraer de los desarrollos recientes en el ámbito de las políticas económica y monetaria en otras economías avanzadas para la actual revisión de la estrategia de política monetaria del BCE.

Las perspectivas actuales de actividad y de precios en el área del euro



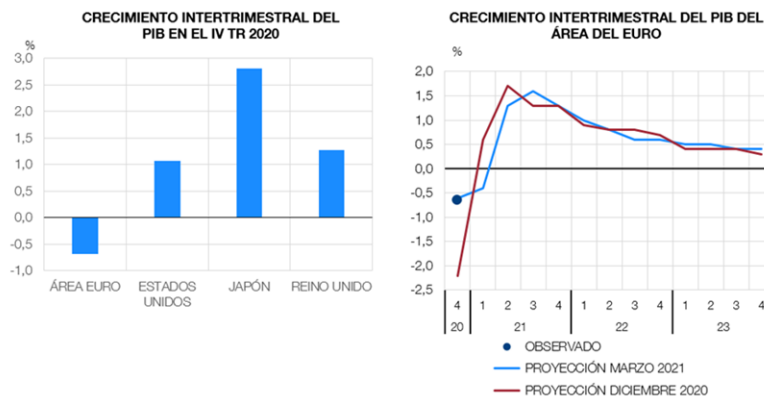
La economía mundial ha ido recuperándose desde la fuerte contracción generada por la irrupción de la pandemia de COVID-19 en la primera mitad de 2020. Además de la relajación de las restricciones, varios factores han jugado un papel clave en la recuperación. Entre ellos se incluyen la considerable capacidad de adaptación de los hogares, las empresas y las instituciones para convivir con el COVID-19 y con una menor movilidad; el fuerte apoyo prestado por las medidas extraordinarias de política económica adoptadas a escala global, y el dinamismo del comercio internacional, especialmente del de bienes.

En cualquier caso, según las últimas proyecciones del FMI, el PIB del cuarto trimestre seguía estando un 3 % por debajo del nivel observado en las economías avanzadas un año antes.

Además, la fortaleza de la recuperación varía de forma significativa entre países y sectores. Al final de 2020, la caída de la producción fue notablemente más acusada en el Reino Unido y en el área del euro (7,8 % y 4,9 %, respectivamente) que en Estados Unidos (2,5 %) y Japón (1,3 %).

A DIFERENCIA DE OTRAS ECONOMÍAS AVANZADAS, EL PIB DEL ÁREA DEL EURO SE CONTRAJÓ EN LA PARTE FINAL DE 2020

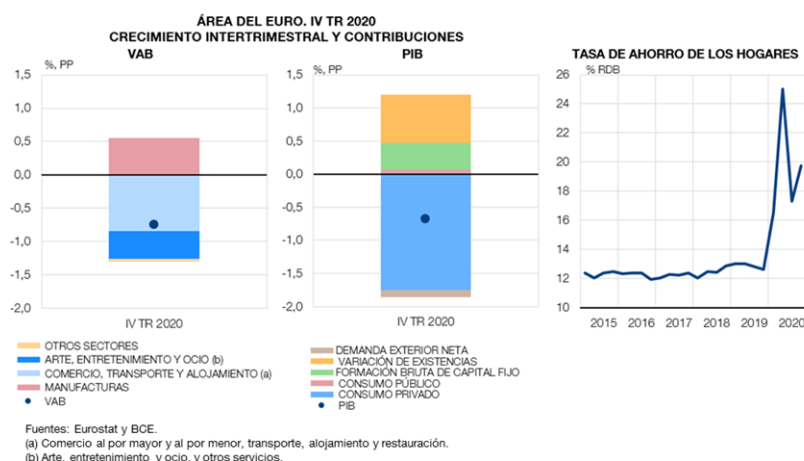
BANCO DE ESPAÑA
Eurosistema



El área del euro va a la zaga en la recuperación. La segunda ola de la pandemia y las olas sucesivas que llegaron después del verano fueron particularmente graves, y las medidas de contención se intensificaron en muchos países del área del euro. A diferencia de otras economías avanzadas, el PIB de la unión monetaria se contrajo un 0,7 % en el cuarto trimestre de 2020. Los últimos datos económicos, la información procedente de las encuestas y los indicadores de alta frecuencia sugieren que la actividad económica se habría contraído de nuevo en el primer trimestre de este año, y el crecimiento se habría reanudado en el segundo, según las últimas previsiones del BCE.

Con todo, pese a la reciente evolución desfavorable, la caída observada en el último trimestre del año pasado fue menor de lo esperado cuando se elaboraron las previsiones del Eurosistema de diciembre¹. La economía está mostrando una mayor capacidad de resistencia a medida que la pandemia continúa. Esto puede deberse a que las restricciones están siendo más focalizadas gracias al apoyo de medidas sanitarias preventivas y a que los canales de transmisión del virus se conocen mejor, al tiempo que los hogares y las empresas parecen haberse adaptado a la situación generada por la pandemia. Esta adaptación se ha logrado, en parte, gracias a la adopción de las tecnologías disponibles, que han facilitado un crecimiento considerable del comercio electrónico y de otros servicios digitales, así como del teletrabajo.

¹ Las proyecciones macroeconómicas del Eurosistema de diciembre de 2020 preveían que el PIB se reduciría un 2,2 % en el cuarto trimestre.



Por el lado de la oferta, la prolongación de la pandemia y el carácter focalizado de las medidas de contención se han traducido en una brecha cada vez mayor entre sectores. En los sectores de servicios con una fuerte interacción social, que sufrieron un importante revés durante la segunda ola y las posteriores, el impacto ha sido más severo y persistente. Por ejemplo, el comercio, el transporte y la hostelería registraron pérdidas trimestrales por encima del 4 % en el cuarto trimestre de 2020. En el caso de las actividades de ocio, culturales y otros servicios personales, el retroceso trimestral aumenta hasta el 12 %. En cambio, el sector de manufacturas del área del euro se ha recuperado con rapidez, ya que no solo se ha beneficiado de las restricciones más focalizadas, sino también del repunte del comercio exterior de bienes. El valor añadido bruto de las manufacturas aumentó en torno al 3 % en el último trimestre del año y alcanzó prácticamente su nivel previo a la crisis. El nivel de actividad en los sectores de servicios más vulnerables, mientras tanto, fue casi un 15 % inferior al de antes de la crisis. Asimismo, es probable que esta brecha sectorial haya vuelto a crecer en el primer trimestre de 2021. Por consiguiente, en las economías más dependientes de estas ramas de servicios, es probable que los efectos sean más duraderos y que su recuperación sea más lenta e incierta.

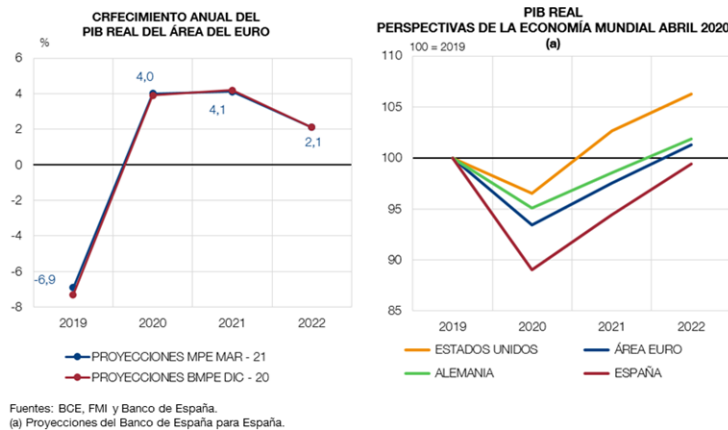
Por el lado de la demanda, la caída de la producción en el cuarto trimestre tuvo su origen principalmente en el comportamiento de la demanda interna. En concreto, la debilidad del consumo privado interno ha sido el principal factor determinante de la dinámica de la producción durante 2020. Ello se debe, sobre todo, a que los hogares no pudieron realizar parte de sus gastos habituales como consecuencia de las restricciones impuestas por la pandemia. De hecho, la crisis sanitaria ha generado un incremento extraordinario del ahorro de los hogares en las principales economías avanzadas. La tasa de ahorro de los hogares del área del euro se situó próxima al 20 % de la renta bruta disponible (RBD) en el cuarto trimestre, frente al 17 % del tercer trimestre, y muy por encima del nivel de ahorro previo a la crisis (menos del 13 % de la RBD). Si se considera el año en su conjunto, el exceso de ahorro, medido como la diferencia entre el ahorro actual y la media de los cinco años anteriores, equivale a unos 5 puntos porcentuales del PIB. Una parte significativa de este exceso se ha acumulado en forma de depósitos bancarios. De cara al futuro, la liberación de una parte del ahorro privado acumulado podría impulsar en mayor medida la

recuperación futura del consumo, aunque sigue existiendo una incertidumbre considerable a este respecto.

LAS PERSPECTIVAS DE LAS PROYECCIONES DEL BCE DE MARZO DE 2021 PRÁCTICAMENTE SON LAS MISMAS QUE LAS BMPE DE DICIEMBRE

BANCODE ESPAÑA
Eurosistema

- El ritmo de recuperación es relativamente lento en el área del euro



De cara al futuro, la distribución progresiva de las vacunas debería permitir una relajación gradual de las medidas de contención, facilitando así el repunte de la actividad económica que debería observarse con más claridad en la segunda mitad de este año. En todo caso, las perspectivas de actividad económica deberían sustentarse en el mantenimiento de los considerables estímulos de las políticas monetaria y fiscal (incluidos los fondos del programa *Next Generation EU*), como desarrollaré en la segunda parte de esta ponencia, y en la mejora de las perspectivas de demanda mundial.

En comparación con la situación de hace unos meses, ahora se espera una mejora de la demanda externa. Además de unos datos de crecimiento mejores de lo esperado al final de 2020, existen dos elementos que apuntan a un escenario internacional más positivo: el acuerdo comercial entre la UE y el Reino Unido, y las medidas fiscales extraordinarias aprobadas en algunas economías importantes, sobre todo en Estados Unidos.

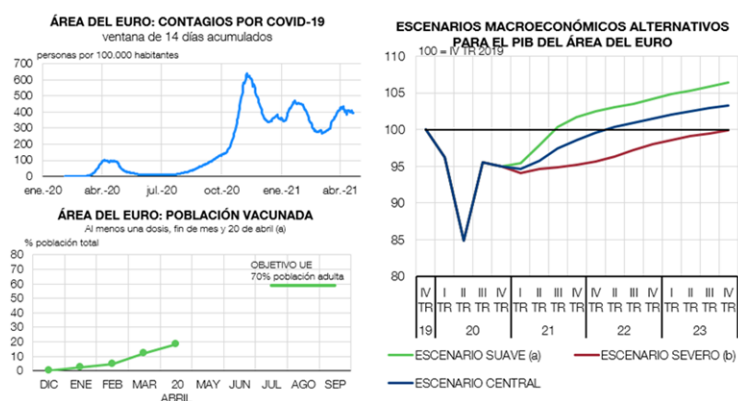
En general, el dinamismo del comercio internacional está actuando como una importante palanca de la recuperación de la economía del área del euro, debido a su alto grado de apertura comercial. A diferencia de lo ocurrido tras la crisis financiera global de 2008, el comercio mundial de bienes se ha recuperado con rapidez de las disrupciones que afectaron a los flujos comerciales en la primera mitad de 2020, y en gran medida se ha visto impulsado por el dinamismo de la economía china.

Esta mejora de la demanda externa del área del euro contribuye a compensar el efecto negativo sobre la actividad resultante del resurgimiento de los contagios y de las medidas restrictivas adoptadas para su contención, así como del aumento de los precios del petróleo. Por tanto, las perspectivas de actividad económica apenas han variado en comparación con las de diciembre. Según las proyecciones macroeconómicas del BCE de marzo, el crecimiento anual del PIB real del área del euro será del 4 % en 2021, el 4,1 % en 2022 y el 2,1 % en 2023. El PIB del área del euro superaría el nivel registrado antes de la

crisis en el segundo trimestre de 2022, un trimestre antes de lo indicado en las proyecciones de diciembre.

Las proyecciones económicas recientes del FMI confirman este panorama para el área del euro. Según el *World Economic Outlook* (WEO) de abril, el PIB del área aumentará en un 4,4 % en 2021 y un 3,8 % en 2022, ligeramente por encima de lo contemplado en las proyecciones anteriores, publicadas en enero. En comparación con la economía mundial, el ritmo de recuperación del área del euro es relativamente lento, y también se observan grandes diferencias entre los países del área. De acuerdo con la última previsión del FMI, se espera que el PIB de Alemania supere el nivel previo a la crisis el próximo año, más de seis meses después de hacerlo en Estados Unidos. Mientras tanto, según las proyecciones más recientes del Banco de España, nuestro país no alcanzará ese nivel hasta 2023 en el escenario central.

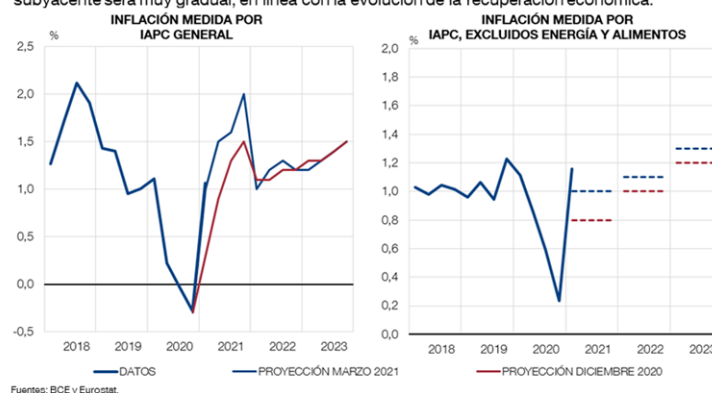
LA INCERTIDUMBRE SIGUE SIENDO ELEVADA: LAS PROYECCIONES ECONÓMICAS CONTINÚAN ESTANDO MUY CONDICIONADAS POR LA CRISIS SANITARIA DEL COVID-19 BANCODE ESPAÑA
EuroSistema



Fuentes: John Hopkins, Our World in Data, previsiones MPE del BCE de marzo de 2021.
(a) Se calcula para las cuatro mayores economías del área del euro.

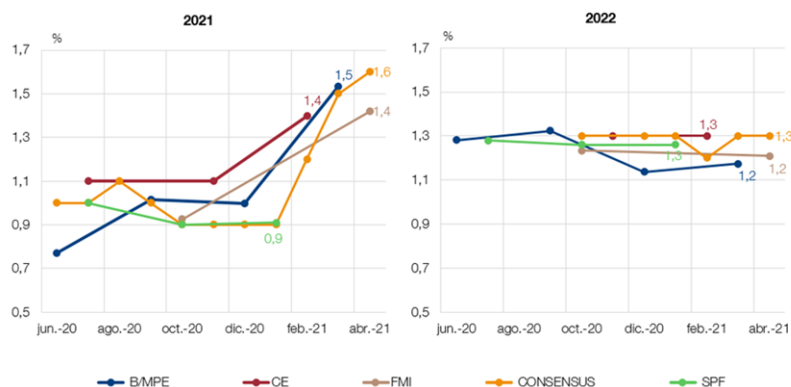
En cualquier caso, la incertidumbre sigue siendo elevada y la mayoría de las proyecciones incorporan escenarios alternativos (moderados y severos) condicionados a la evolución de la crisis sanitaria. A corto plazo, la incertidumbre está vinculada principalmente a la evolución de las tasas de vacunación y a la efectividad de las vacunas frente a las nuevas cepas del virus. Por tanto, aunque los riesgos a medio plazo siguen estando más equilibrados, la incertidumbre a corto plazo continúa apuntando a la baja.

- La inflación alcanzará un máximo del 2% al final del año, debido a una serie de factores idiosincrásicos, entre ellos la subida de los precios de la energía y los efectos de la anterior reducción temporal del IVA alemán.
- La debilidad de la demanda anticipa presiones inflacionistas moderadas. El crecimiento de la inflación subyacente será muy gradual, en línea con la evolución de la recuperación económica.



En cuanto a la inflación, la crisis sanitaria intensificó las presiones desinflacionistas a escala mundial. La debilidad de la economía en 2020 presionó a la baja las tasas de inflación globales, en un contexto de considerables brechas de producto negativas y de descenso de los precios de las materias primas. Además, en el área del euro, algunos factores específicos ejercieron presiones a la baja sobre las tasas de inflación, hasta situarlas en niveles particularmente bajos en 2020 (0,3 %, en promedio), entre los que se incluyen la apreciación del euro y la reducción temporal (entre julio y diciembre de 2020) del impuesto del sobre el valor añadido (IVA) en Alemania.

A principios de 2021 observamos un incremento sustancial, aunque transitorio, de la inflación de precios de consumo en el área del euro. Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación medida por el IAPC se situó en el 1,3 % en marzo, frente al -0,3 % registrado en diciembre de 2020. Este aumento refleja una serie de factores idiosincrásicos que no se espera que persistan en el tiempo, entre ellos la subida de los precios de la energía, el final de la reducción temporal del IVA en Alemania y las disrupciones que afectaron al calendario de rebajas en varios países del área del euro debido a las restricciones impuestas por la pandemia. Además, existen efectos transitorios relacionados con las actualizaciones de las ponderaciones del IAPC al comienzo de cada año, que este año han sido mucho mayores de lo habitual como consecuencia de las fuertes variaciones observadas en los patrones de consumo de los hogares durante la pandemia el año pasado. Estos cambios en las ponderaciones generarán una volatilidad considerable en las tasas de inflación durante 2021, pero no se espera que tengan un efecto pronunciado en el conjunto del año.



Debido al aumento de las tasas de inflación al comienzo del año y a la subida de los precios del petróleo, la senda de inflación esperada se revisó al alza, sobre todo para 2021. Según las proyecciones macroeconómicas del BCE de marzo, la inflación en el área del euro se situará en el 1,5 % en 2021, y alcanzará un máximo del 2 % en el cuarto trimestre del año. Con todo, a medio plazo, la persistencia de brechas de producto negativas y de tasas de paro elevadas implica que no se esperan presiones inflacionistas subyacentes. Se prevé que la inflación del área del euro disminuya hasta situarse en el 1,2 % en 2022 y que aumente hasta el 1,4 % en 2023², en línea con las previsiones recientes del FMI.

Conviene resaltar que la evolución reciente de los indicadores alternativos de las expectativas de inflación no contradice esta valoración. Aunque los indicadores de mercado de las expectativas de inflación han ido aumentando, siguen estando muy alejados del objetivo en los horizontes a largo plazo. Concretamente, el indicador de las expectativas de inflación que se obtiene del *swap* de inflación a cinco años dentro de cinco años estuvo fluctuando en torno al 1,1 % en 2020, aumentó hasta el 1,4 % en el primer trimestre de este año, y en abril alcanzó el 1,5 %, nivel registrado por última vez a principios de 2019. Asimismo, como señalo más adelante, estos indicadores deben interpretarse con cautela, dado que contienen primas de riesgo de inflación elevadas y volátiles. Adicionalmente, según la última encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) realizada en enero, las expectativas de inflación a largo plazo se mantienen estables en torno al 1,7 %.

Reflexiones sobre la política monetaria

Permítanme compartir ahora algunas reflexiones sobre la política monetaria del área del euro. Me centraré en nuestra comunicación desde el pasado diciembre, en particular en

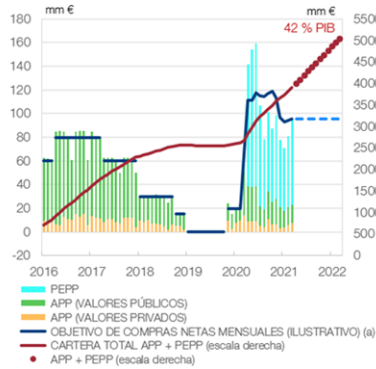
² En comparación con las proyecciones de diciembre, la inflación se ha revisado considerablemente al alza para 2021 y ligeramente para 2022. Se espera que la inflación, excluidos la energía y los alimentos, se sitúe en el 1% en 2021 y en el 1,1% en 2022, y que se incremente hasta situarse en el 1,3% en 2023.

nuestro compromiso de mantener unas condiciones de financiación favorables y en cómo debe interpretarse este compromiso ante las perspectivas que acabo de describir.

En primer lugar, permítanme ponerles en antecedentes resumiendo brevemente la respuesta de la política monetaria del BCE a la crisis pandémica³.

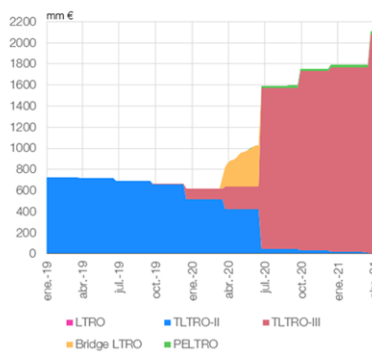
EL PEPP Y LAS TLTRO-III HAN EVITADO EL ENDURECIMIENTO DE LAS CONDICIONES DE FINANCIACIÓN DURANTE LA PANDEMIA BANCODE ESPAÑA
Eurosistema

PROGRAMAS DE COMPRA DE ACTIVOS (APP+PEPP)



FUENTES: BCE y Refinitiv Datastream. Última observación (panel izquierdo): marzo de 2021.
 (a) En el objetivo de compras netas mensuales a partir de abril de 2021 (línea azul discontinua), a los 20 mm € mensuales aprobados el 12 de septiembre de 2019, se ha añadido la parte no consumida del importe máximo de 1.850 mm € correspondientes al nuevo programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, aprobado el 18 de marzo de 2020 y extendido y aumentado el 4 de junio y el 10 de diciembre), según el supuesto, a modo ilustrativo, de reparto uniforme de dichas compras hasta marzo de 2022 (en la práctica, las compras podrán distribuirse de forma flexible en el tiempo) y de utilización plena de dicho importe máximo (en la práctica, dicho importe máximo podría no ser empleado en su totalidad).

OPERACIONES DE FINANCIACIÓN DEL EUROSISTEMA (SALDOS VIVOS)



Fuente: BCE. Última observación: 09/04/2021.

En términos generales, nuestras medidas pueden agruparse en dos categorías principales. La primera hace referencia a nuestras operaciones de financiación a plazo más largo. Dentro de este grupo, una medida clave que se introdujo el año pasado fue la mejora de las condiciones de nuestras operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, por sus siglas en inglés), que permiten que los bancos del área del euro obtengan financiación a largo plazo a tipos de interés excepcionalmente reducidos (en realidad, negativos). Estos tipos pueden ser, de forma temporal, tan bajos como el -1 %, siempre que los bancos mantengan el volumen de crédito elegible a empresas y hogares durante la crisis provocada por la pandemia. El objetivo de nuestra recalibración de las TLTRO era el de mantener la provisión de crédito a la economía real mientras dure la pandemia. En efecto, el crédito bancario es crucial para la financiación de los hogares y de las empresas no financieras en el área del euro, en especial de las pequeñas y medianas empresas.

El recurso masivo a las operaciones TLTRO llevadas a cabo desde que comenzó la pandemia demuestra que, efectivamente, sus condiciones eran muy favorables. Un ejemplo destacado es la operación de junio de 2020, en la que los bancos recibieron, en total, 1,3 billones de euros, un máximo histórico para las operaciones de financiación del Eurosistema. Asimismo, la evidencia disponible sugiere que los bancos que participaron en las TLTRO ya han utilizado parte de la financiación recibida para conceder préstamos a empresas y a hogares⁴. Para reforzar la eficacia de estas medidas también flexibilizamos el marco de activos de garantía del Eurosistema con el objetivo de aumentar el volumen de

³ Para un análisis más detallado de las medidas de política monetaria adoptadas por el BCE en respuesta a la pandemia, véase P. Aguilar, Ó. Arce, S. Hurtado, J. Martínez-Martín, G. Nuño y C. Thomas, 2020. «The ECB monetary policy response to the Covid-19 crisis», Documento Ocasional n.º 2026, Banco de España.

⁴ Véase, por ejemplo, la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (BLS) de [octubre de 2020](#).

fondos que los bancos pueden obtener en las TLTRO y en las demás operaciones de financiación del Eurosistema.

El segundo grupo de medidas está relacionado con nuestros programas de compra de activos. En este ámbito, la medida más importante fue la introducción de nuestro programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP) en marzo del año pasado. La dotación inicial de 750 mm de euros se incrementó en las recalibraciones posteriores de junio y de diciembre, hasta alcanzar los 1,85 billones de euros. El PEPP se diferencia de nuestro previamente existente programa de compra de activos (APP) por su flexibilidad en la distribución de las compras netas a lo largo del tiempo y entre jurisdicciones.

Esta flexibilidad, unida a la dotación del programa, ha sido fundamental para asegurar unas condiciones de financiación favorables a todos los agentes del área del euro. También fue esencial para evitar la incipiente fragmentación financiera que se observó al comienzo de la pandemia, garantizando así una transmisión fluida de nuestra política monetaria a todos los países del área. Asimismo, el PEPP ha proporcionado margen a las autoridades fiscales para ampliar y mantener sus medidas de apoyo a la economía. A título ilustrativo, las compras netas de activos realizadas en el marco del PEPP en 2020 alcanzaron un importe equivalente a más del 90 % de las necesidades netas de financiación pública de los países del área del euro en ese mismo año (y casi el 30 % de las necesidades brutas), según estimaciones preliminares. Esto es particularmente importante en países como España, que se ha visto muy afectada por la crisis del COVID-19 y cuyos niveles iniciales de déficit y de deuda pública eran elevados. Las actuaciones del BCE están evitando que aumenten los costes de financiación, lo que podría haber limitado significativamente la capacidad de las autoridades fiscales nacionales para apoyar la economía.

Desde su puesta en marcha, el PEPP ha pasado a ser el instrumento más importante para ajustar la orientación de nuestra política monetaria en el contexto de la crisis del COVID-19. De hecho, uno de los objetivos principales de este programa es contrarrestar el impacto a la baja de la pandemia sobre la senda de inflación proyectada. Este objetivo ha servido de guía para recalibrar la dotación del PEPP y el horizonte de las compras netas a lo largo del tiempo. Por ejemplo, en vista de la revisión a la baja, como consecuencia de la pandemia, de las perspectivas de inflación y de crecimiento a medio plazo en las proyecciones macroeconómicas del Eurosistema en junio del año pasado, el Consejo de Gobierno del BCE decidió incrementar la dotación del PEPP en 650 mm de euros y ampliar el horizonte de las compras netas hasta junio de 2021.

Del mismo modo, en diciembre del año pasado volvimos a aumentar en 500 mm de euros la dotación de este programa y extendimos el período de las adquisiciones netas hasta marzo de 2022, en vista de que las proyecciones mostraban una debilidad de la inflación más prolongada de lo previsto anteriormente.

En diciembre también incorporamos a nuestra comunicación el compromiso de llevar a cabo adquisiciones en el contexto del PEPP para mantener unas condiciones de financiación favorables durante el período prolongado de las compras netas. En concreto, nos comprometimos a efectuar compras de forma flexible con el fin de evitar un endurecimiento de las condiciones de financiación incompatible con el objetivo de contrarrestar el impacto a la baja de la pandemia sobre la senda de inflación proyectada.

Este compromiso pone de manifiesto de manera explícita el papel de las condiciones de financiación como objetivo intermedio, pero también sirve de recordatorio de que el fin último que persigue el PEPP, en lo que respecta a su función relativa a la orientación de la política monetaria, es contrarrestar el efecto negativo de la pandemia sobre nuestras proyecciones de inflación a medio plazo.

Así pues, ¿cómo debe interpretarse en la práctica nuestro compromiso de mantener unas condiciones de financiación favorables? En este sentido, puede resultar de utilidad dividir nuestro compromiso en dos partes.

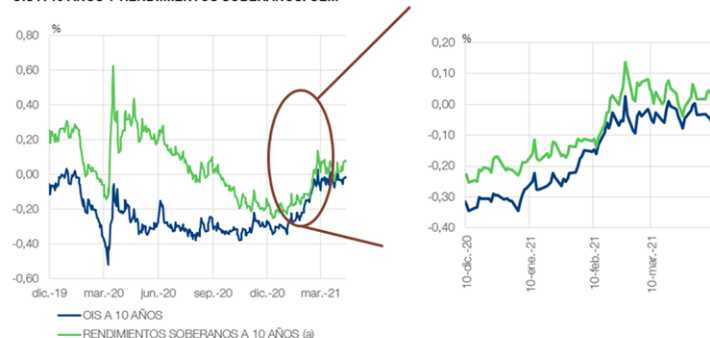
La primera implica un compromiso de evitar el endurecimiento de las condiciones de financiación. ¿Qué queremos decir exactamente al hablar de «condiciones de financiación»? Como explicamos después de la reunión de política monetaria de marzo, las condiciones de financiación se definen a partir de un conjunto holístico y multifacético de indicadores que abarcan el mecanismo completo de transmisión de la política monetaria, desde los tipos de interés libres de riesgo y los rendimientos de la deuda soberana hasta los rendimientos de los bonos corporativos y las condiciones del crédito bancario. Sin embargo, esto no significa que todos los indicadores sean igual de relevantes desde la perspectiva de la formulación de nuestra política monetaria. Concretamente, los bancos utilizan los tipos de interés libres de riesgo y los rendimientos de la deuda soberana como referencias clave para establecer las condiciones crediticias. Al contrario que otros muchos indicadores, estos están disponibles en tiempo real, están fuertemente conectados con el resto de precios relevantes en los mercados financieros y canales de transmisión de la política monetaria, y pueden ser controlados, al menos parcialmente, por las acciones del banco central. Es decir, se sitúan en una posición única entre nuestros instrumentos y las variables sobre las que queremos influir. Lo que observamos hoy en los tipos de interés nos informa sobre el efecto previsible que tendrán nuestras medidas de política monetaria, de tal manera que pueden servir de orientación a nuestras compras presentes. Si los incrementos de estos tipos de mercado son sustanciales y persistentes y no reciben la atención debida, podrían traducirse en un endurecimiento prematuro de las condiciones de financiación para todos los sectores de la economía. Por tanto, los tipos de interés libres de riesgo y los rendimientos soberanos son particularmente importantes para determinar si las condiciones de financiación son favorables.

LAS COMPRAS DEL PEPP SE REALIZAN DE FORMA FLEXIBLE PARA MANTENER UNAS CONDICIONES DE FINANCIACIÓN FAVORABLES

BANCODE ESPAÑA
Eurosistema

- Los tipos de interés a largo plazo libres de riesgo y los rendimientos soberanos son importantes para evaluar las condiciones de financiación
- Los dos indicadores han aumentado desde diciembre

OIS A 10 AÑOS Y RENDIMIENTOS SOBERANOS. UEM



FUENTES: Refinitiv Datastream y BCE. Última observación: 12/04/21.
(a) Rendimiento soberano a 10 años ponderado por el PIB de las cuatro grandes economías (Alemania, Francia, Italia, España).

En este sentido, desde el pasado diciembre hasta marzo hemos observado un incremento de los tipos de interés libres de riesgo y de los rendimientos soberanos a largo plazo del área del euro, lo que constituye un endurecimiento de las condiciones de financiación. ¿Cuál fue entonces nuestra reacción al respecto?

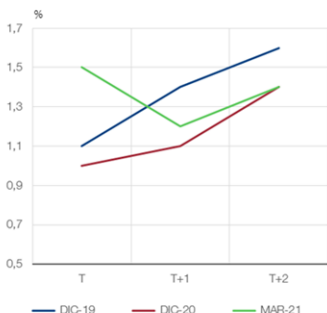
Esto me lleva a la segunda parte de nuestro compromiso relativo a las «condiciones de financiación favorables», es decir, nuestro compromiso de contrarrestar el impacto a la baja de la pandemia sobre la senda de inflación proyectada. A este respecto, las perspectivas de inflación a medio plazo recogidas en las proyecciones macroeconómicas del BCE y del Eurosistema son el criterio fundamental que nos permite determinar si un endurecimiento de las condiciones de financiación es incompatible con el objetivo de contrarrestar el efecto negativo de la pandemia sobre la inflación. En la medida en que el incremento de los tipos de interés no vaya acompañado de un retorno de la proyección de inflación a medio plazo a su nivel pre-pandemia, las compras realizadas en el marco del PEPP deberán ajustarse para contrarrestar este aumento.

LAS PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN SON EL CRITERIO CLAVE PARA DETERMINAR SI LAS CONDICIONES DE FINANCIACIÓN SON FAVORABLES

BANCO DE ESPAÑA
Eurosistema

- Proyección de inflación a medio plazo: no mejora desde diciembre, continúa por debajo del nivel pre-pandemia
- El incremento reciente de la compensación por inflación basada en indicadores de mercado puede reflejar el aumento de las primas de riesgo de inflación

PROYECCIONES BCE/EUROSISTEMA DE INFLACIÓN DEL ÁREA DEL EURO



FUENTE: BCE. Última observación: 08/04/2021.

Nota: Las fechas t, t+1 y t+2 corresponden a los años 2020, 2021 y 2022 en las proyecciones de diciembre de 2019, y a los años 2021, 2022 y 2023 en las proyecciones de diciembre de 2020 y de marzo de 2021.

EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A MEDIO PLAZO. UEM (a)



FUENTE: Refinitiv Datastream. Última observación: 19/04/2021.
(a) Tipos forward implícitos de swaps de inflación a dos años dentro de dos años.

La decisión que tomamos el 11 de marzo de aumentar el ritmo de las compras del PEPP durante el trimestre siguiente estaba, de hecho, basada en una valoración conjunta de las condiciones de financiación y de las perspectivas de inflación, como se explicó en el comunicado preliminar que se publicó tras la reunión del Consejo de Gobierno. Cuando se celebró esa reunión, el endurecimiento de las condiciones de financiación mencionado anteriormente ya se había producido. Además, las proyecciones macroeconómicas del BCE de marzo no mostraron ninguna mejora en la inflación prevista a medio plazo con respecto a las de diciembre. Más importante aún, esta proyección —1,4 %— se mantuvo por debajo del nivel registrado antes de la pandemia, que en las proyecciones del Eurosistema de diciembre de 2019 se situó en el 1,6 %. Así pues, en un contexto de condiciones de financiación más restrictivas y de proyecciones de inflación a medio plazo bajas, e inferiores los niveles anteriores a la pandemia, decidimos utilizar la flexibilidad del PEPP y acelerar el ritmo de las compras.

En la reunión del Consejo de Gobierno del BCE celebrada ayer revisamos a fondo la evolución del contexto económico y financiero desde marzo. El escenario que emerge de

esta revisión es que la evolución económica desde marzo confirma, en general, las perspectivas incorporadas en las proyecciones de crecimiento y de inflación publicadas entonces, el balance de riesgos permanece mayormente inalterado también, y las condiciones de financiación del área del euro se han mantenido prácticamente estables tras el incremento de los tipos de interés de mercado a comienzos de año. Al mismo tiempo, reconocemos que siguen existiendo riesgos para las condiciones de financiación en general. Por tanto, el Consejo de Gobierno decidió reconfirmar la orientación muy acomodaticia de su política monetaria, incluida nuestra expectativa de que las compras realizadas en el marco del PEPP durante el trimestre en curso continúen efectuándose a un ritmo significativamente mayor que durante los primeros meses del año.

Así pues, en este marco, el ritmo de compras que se realizan en el contexto del PEPP se determina considerando indicadores contemporáneos y prospectivos, no retrospectivos. Concretamente, la valoración conjunta que determinará la fijación del ritmo del PEPP se basará en la situación de las condiciones de financiación en comparación con la senda esperada futura de la inflación. Por tanto, el ritmo anterior de las compras no es, en absoluto, un factor condicionante a la hora de decidir el ritmo del programa. Como resultado, si las condiciones de financiación favorables pueden mantenerse con unos flujos de compras de activos que no agoten la dotación del programa durante su horizonte temporal, no será necesario utilizar dicha dotación íntegramente. Asimismo, esta dotación puede recalibrarse y aumentarse si es necesario para mantener unas condiciones de financiación favorables que contribuyan a contrarrestar el impacto negativo de la pandemia sobre la senda de la inflación.

Por último, los tipos de los *swaps* de inflación (ILS) también pueden utilizarse para construir una curva de tipos de interés reales para el área del euro, restándolos de la curva de tipos de interés nominales. De hecho, la curva de tipos de interés reales es otro indicador relevante de las condiciones de financiación, en la medida en que las decisiones de gasto se basan en el coste real (es decir, ajustado por la inflación) de la financiación. Desde que se celebró nuestra reunión de diciembre, los tipos de interés reales a largo plazo aumentaron primero —debido a que la compensación por inflación no aumentó en paralelo al incremento de los tipos de interés nominales— y, posteriormente, revirtieron el aumento anterior —dado que creció la compensación por inflación, pero los tipos de interés nominales se mantuvieron estables en los nuevos niveles más elevados. En mi opinión, mientras nuestras proyecciones de inflación a medio plazo no muestren una mejora clara, y con el fin de contribuir a la recuperación de la actividad económica y, por tanto, a las perspectivas de inflación, deberíamos acomodar los incrementos observados en los indicadores de mercado de expectativas de inflación a largo plazo para así asegurar que se traducen en una reducción de los tipos de interés reales a largo plazo.

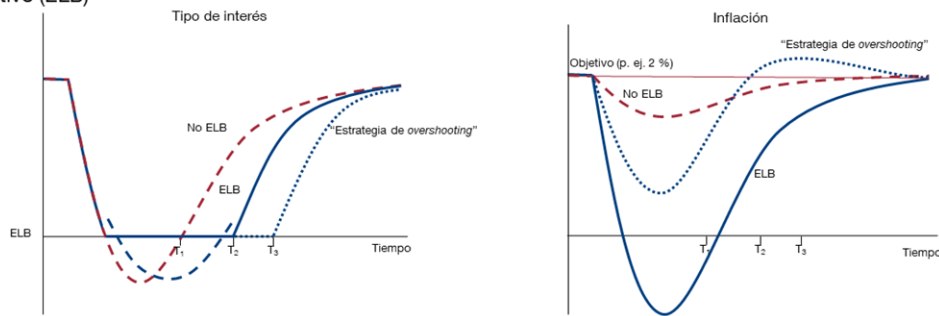
Lecciones de los desarrollos recientes para la revisión de la estrategia de política monetaria del BCE

En esta última parte de mi intervención, quisiera extraer algunas posibles lecciones para la actual revisión de la estrategia de política monetaria del BCE. Para ello, es muy útil examinar los desarrollos económicos y de política monetaria en Estados Unidos desde el verano de 2020, por dos razones. En primer lugar, la Reserva Federal estadounidense (en adelante,

«la Fed») anunció los resultados de la revisión de su estrategia de política monetaria el pasado mes de agosto. En segundo lugar, las perspectivas de inflación de Estados Unidos han mejorado sustancialmente desde entonces. Permítanme empezar analizando ambos aspectos y su posible interrelación.

DESPUÉS DE LA REVISIÓN DE LA ESTRATEGIA, LA RESERVA FEDERAL DE EEUU ESTÁ DISPUESTA A DEJAR QUE LA INFLACIÓN AUMENTE MODERADAMENTE POR ENCIMA DEL 2% DURANTE UN TIEMPO, TRAS PERÍODOS DE DESVIACIONES PERSISTENTES POR DEBAJO DE SU OBJETIVO BANCO DE ESPAÑA
Eurosistema

El banco central, al señalar su disposición a permitir desviaciones de la inflación por encima de su objetivo (*overshooting*), puede generar expectativas de aumento de la inflación en el futuro, reduciendo así los tipos de interés reales en un contexto de tipos nominales restringidos por un límite inferior efectivo (ELB)



FUENTE: Banco de España.

15

Como recordarán, una de las principales modificaciones de la Fed fue la introducción del siguiente elemento en su estrategia: «tras períodos con una inflación persistentemente por debajo del 2 %, una política monetaria adecuada probablemente se marcará como objetivo que la inflación se sitúe moderadamente por encima del 2 % durante un tiempo». Es decir, la Fed contempla ahora de forma explícita la posibilidad de permitir que la inflación supere de manera temporal el objetivo del 2 % tras períodos en los que haya permanecido en niveles inferiores a ese objetivo de forma sostenida.

La lógica de esta estrategia se basa en la existencia de un límite inferior para los tipos de interés nominales que restringe la capacidad de los bancos centrales para alcanzar sus objetivos de inflación: cuando el tipo de interés nominal alcanza dicho límite, el banco central ya no puede proporcionar estímulos a través de recortes adicionales. Por citar un ejemplo, con la irrupción de la pandemia, Estados Unidos registró una caída de la inflación y un aumento acusado del desempleo el año pasado, a lo que la Fed respondió reduciendo el rango del tipo de interés de los fondos federales —su principal objetivo operativo— hasta que el mínimo del rango se situó en cero.

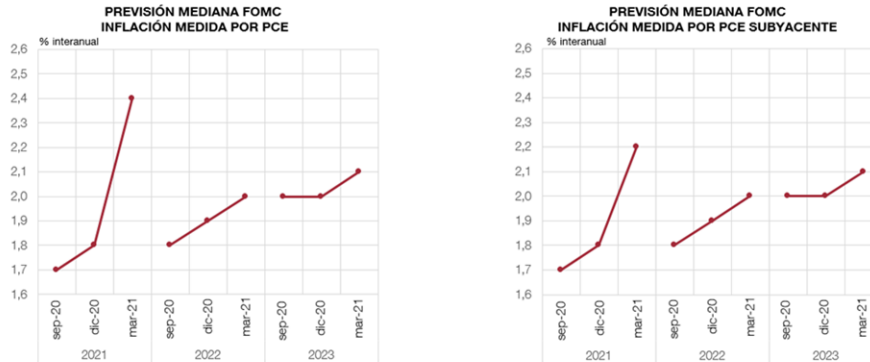
Estas estrategias son útiles en estos contextos al operar a través de dos canales. Primero, al señalar su disposición a permitir que la inflación se sitúe por encima del objetivo, el banco central puede generar un aumento en las expectativas de inflación, al menos en la medida en que los ciudadanos comprendan y crean en esta estrategia, y en que las expectativas de inflación sean prospectivas. Ello reduce los tipos de interés reales —es decir, los tipos de interés nominales menos las expectativas de inflación—, lo que estimula el gasto agregado y la inflación. Segundo, esta estrategia conlleva, *ceteris paribus*, el compromiso de mantener los tipos de interés nominales en su límite inferior durante más tiempo. El

resultado es una disminución de los tipos de interés a medio y largo plazo, lo que relaja las condiciones de financiación y estimula adicionalmente el gasto y la inflación⁵.

LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN DE EEUU A CORTO Y A MEDIO PLAZO HAN CRECIDO DESDE SEPTIEMBRE DEL AÑO PASADO

BANCODE ESPAÑA
Eurosistema

Posiblemente como consecuencia de la interacción de la revisión de la estrategia/*forward guidance* con respecto a las desviaciones de la inflación por encima del objetivo, por un lado, y el impulso inflacionista derivado de los paquetes fiscales y otros factores, por otro.



FUBITE: Reserva Federal EEUU.

Quisiera centrarme ahora en la segunda razón para estudiar el caso de Estados Unidos: la mejora registrada en sus perspectivas de inflación desde la revisión de la estrategia de la Fed. Según las proyecciones del Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal (FOMC), las expectativas de inflación a corto y medio plazo han aumentado de forma sostenida desde septiembre del pasado año, hasta el punto de que las proyecciones más recientes —de marzo— sitúan la inflación en el objetivo del 2 % o en un nivel ligeramente superior en todo el horizonte de proyección (2021-2023).

LOS INDICADORES DE MERCADO DE LA INFLACIÓN ESTADOUNIDENSE A MEDIO PLAZO MUESTRAN UN INCREMENTO INCLUSO MÁS ACUSADO

BANCODE ESPAÑA
Eurosistema

- Aunque es difícil determinar en qué medida esto refleja expectativas genuinas de aumento de la inflación



FUBITE: Refinitiv Datastream. Última observación: 19/04/2021.
(a) Tipos forward de swaps de inflación a 2 años dentro de 2 años.
(b) Tipos forward de swaps de inflación a 5 años dentro de 5 años.

⁵En una situación de equilibrio, en la medida en que el compromiso de superación del objetivo de inflación (*inflation overshooting*) sea muy eficaz para situar la inflación por encima de su objetivo, la subida de los tipos de interés nominales desde su límite inferior podría acabar produciéndose antes de lo que sucedería si no existiera tal compromiso.

Los indicadores de mercado de expectativas de inflación a medio plazo en Estados Unidos, como los tipos ILS a dos años dentro de dos años, muestran un incremento aún más acusado y, en la actualidad, fluctúan en torno al 2,5 %, aunque, como ya he indicado, es difícil determinar en qué medida esto refleja expectativas genuinas de aumento de la inflación.

La mejora de las perspectivas de inflación en Estados Unidos refleja el probable impacto inflacionista de los paquetes de estímulo fiscal aprobados desde diciembre, así como la recuperación económica general de la crisis provocada por la pandemia y posibles cuellos de botella en la oferta. Un factor adicional es el impulso al alza transitorio procedente del aumento de los precios de la energía; sin embargo, también se prevé que la inflación subyacente, que no tiene en cuenta el impacto directo de estos precios, se sitúe en el objetivo o en niveles ligeramente superiores a lo largo del horizonte de proyección del FOMC.

¿Qué relación guardan entre sí estos dos aspectos: la nueva estrategia de la Fed y el aumento de las expectativas de inflación en Estados Unidos? En mi opinión, ambos están estrechamente interrelacionados. Es más probable que una determinada perturbación inflacionista, como una gran expansión fiscal, eleve las expectativas de inflación si los agentes comprenden y creen en la disposición del banco central a permitir que se supere el objetivo de inflación en el futuro. Las proyecciones del FOMC antes mencionadas, que sitúan la inflación en el objetivo o en un nivel ligeramente superior en los próximos años, son coherentes con este escenario. Además, si se considera la mediana de estas proyecciones, el tipo de interés de los fondos federales se mantendrá en su límite inferior durante todo el horizonte de proyección. Se puede interpretar que esta proyección sobre la senda adecuada de la política de tipos de interés de la Fed también está en línea con su disposición a permitir que se supere el objetivo de inflación en el futuro y de definir su política en consecuencia, absteniéndose—en términos esperados— de subir su tipo de interés oficial aunque las proyecciones indiquen que la inflación se situará (ligeramente) por encima de su objetivo.

ANTES DE LA PANDEMIA, EL ÁREA DEL EURO YA LLEVABA AÑOS ENFRENTÁNDOSE A UNA INFLACIÓN INFERIOR AL OBJETIVO Y A TIPOS DE INTERÉS PRÓXIMOS AL ELB

BANCO DE ESPAÑA
Eurosistema

- Las estrategias que permiten que la inflación se desvíe por encima de su objetivo son tan necesarias en el área del euro como en otras economías avanzadas, si no más



FUENTE: Eurostat. Última observación: marzo de 2021.

¿Qué podemos aprender entonces de la experiencia de Estados Unidos para nuestra revisión de la estrategia de política monetaria del BCE? El análisis anterior ilustra las ventajas de permitir que se supere el objetivo de inflación de forma moderada y temporal en un entorno —como el que ha caracterizado al área del euro en los últimos años— en el que la inflación se sitúa persistentemente por debajo del objetivo y los tipos de interés nominales han alcanzado su límite inferior o están cerca de ese límite.

Ahora bien, como requisito previo para que la estrategia de permitir a la inflación elevarse por encima de su objetivo sea efectiva, es preciso que exista un objetivo numérico de inflación claro. El objetivo actual del BCE —una tasa de inflación en niveles inferiores, aunque próximos, al 2 %—, no ayuda a este respecto, ya que no señala un objetivo numérico específico que actúe como punto de referencia. Por tanto, la hipotética adopción de una estrategia de estas características tendría que ir acompañada necesariamente por una aclaración del objetivo de inflación del BCE. El establecimiento de una tasa del 2 % como objetivo preciso sería una buena opción en este sentido.

Dicho esto, quisiera advertirles de que, en la práctica, es probable que la mera introducción de la posibilidad de superar el objetivo de inflación de forma temporal y moderada en la estrategia de política monetaria tenga un impacto limitado en las expectativas de inflación. Hasta cierto punto, puede que los mercados y los ciudadanos solo estén dispuestos a revisar al alza sus expectativas de inflación si primero constatan que la inflación observada ha alcanzado su objetivo y eventualmente lo supera, lo que, a su vez, proporciona al banco central la oportunidad de cumplir con su compromiso de permitir desviaciones por encima del objetivo y de reafirmar la credibilidad de dicho compromiso. Por otro lado, los agentes podrían ser más propensos a elevar sus expectativas de inflación si las medidas que se adopten en el ámbito de la política económica son lo suficientemente significativas para justificar una percepción optimista sobre la evolución futura de los precios. En cualquier caso, la indicación de la posibilidad de que se permitan estas desviaciones tiene más posibilidades de aumentar las expectativas de inflación si va acompañada de otros factores que ofrezcan razones fundadas para esperar un incremento de la inflación en el futuro. Un ejemplo son los paquetes de estímulo fiscal de Estados Unidos mencionados, que, sin lugar a dudas, han contribuido a aumentar la demanda agregada y a elevar las expectativas de inflación.

Esta observación me lleva a extraer una última lección de la experiencia estadounidense para el área del euro, concretamente el papel crucial que desempeña la política fiscal en el contexto actual para apoyar la recuperación económica y mejorar así las perspectivas de inflación a medio plazo. Esta mejora se materializaría a través de distintos canales. El más evidente es que un estímulo de la demanda agregada impulsado desde el ámbito fiscal ejercería presiones al alza sobre los precios. De forma más sutil, si los paquetes de estímulo fiscal se diseñan adecuadamente, pueden elevar la tasa de crecimiento potencial de la economía y, por tanto, el denominado «tipo de interés real natural». Esto reduciría la brecha existente entre los tipos de interés efectivos y los naturales, lo que proporcionaría un respaldo adicional a la demanda agregada y a la inflación⁶.

⁶ Para un análisis de la relación entre la brecha de los tipos de interés reales (es decir, la diferencia entre los tipos de interés efectivos y los tipos reales naturales), la producción y la inflación, véase A. Galesi, G. Nuño y C. Thomas (2017), *The natural interest rate: concept, determinants and implications for monetary policy*, Artículos Analíticos, Banco de España.

Es evidente que las instituciones europeas ya han avanzado sustancialmente en el ámbito fiscal con la puesta en marcha del programa *Next Generation EU*. Este es, sin duda, un paso importante hacia la integración europea, que implica una compartición de riesgos considerable, dado que una parte significativa del estímulo se asigna en función del impacto de la pandemia sobre la economía y en torno a la mitad de la financiación adopta la forma de ayudas. Además, junto con otros instrumentos adoptados durante la pandemia, como los préstamos destinados a financiar prestaciones temporales por desempleo (el programa SURE), este fondo duplicará el importe de la deuda supranacional europea a disposición de los inversores.

Con todo, el NGEU no puede ni debe considerarse el mecanismo de estabilización cíclica que necesita el área del euro como complemento de la política monetaria única del Eurosistema. Un verdadero mecanismo de estabilización macroeconómica debería tener carácter permanente y una dotación suficiente, capacidad impositiva y de endeudamiento⁷.

El NGEU es temporal y no reúne todas estas características. Primero, pese a tener una dotación importante, podría resultar insuficiente para contrarrestar las caídas acumuladas del PIB durante la pandemia de COVID-19. Segundo, hasta el momento, la Unión Europea no ha aprobado los recursos necesarios para financiarlo. Por último, dada su naturaleza transitoria, no puede convertirse en una fuente permanente de activos seguros a escala europea.

Por tanto, puede que, en las circunstancias actuales, se deba dar a las autoridades fiscales nacionales más margen para que apliquen políticas fiscales que favorezcan el crecimiento, garantizando a la vez la sostenibilidad de sus finanzas públicas a medio plazo mediante planes creíbles de consolidación fiscal post-pandemia. Esto enlaza con el debate actual sobre la posibilidad de reformar las reglas fiscales de la UE, para alinearlas mejor con las transformaciones económicas estructurales que han tenido lugar desde que se formularon.

Las reglas vigentes fueron concebidas para un contexto económico completamente diferente. Por un lado, la caída secular de los tipos de interés a largo plazo hace que se puedan mantener niveles de deuda más elevados sin comprometer las finanzas públicas en el largo plazo, siempre que el crecimiento potencial no se vea obstaculizado. Por otro lado, la gran crisis financiera y la pandemia de COVID-19 han demostrado que los riesgos de cola podrían no ser manejables en el ámbito nacional. De hecho, es posible que la mayoría de los países de mayor tamaño del área del euro, aun siguiendo las reglas del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), carezcan del colchón fiscal necesario para enfrentarse a una recesión en la próxima década. Así pues, para seguir avanzando será necesario un nuevo marco en el que las autoridades fiscales nacionales y supranacionales se complementen entre sí. Las autoridades fiscales nacionales deberían coordinarse en torno a los objetivos comunes a medio plazo, con la sostenibilidad de la deuda como objetivo principal, mientras que las supranacionales responderían a los eventos de cola y ajustarían la orientación de la política fiscal a nivel agregado del área del euro para que la política monetaria disponga de más margen. Por último, también existe una necesidad clara de

⁷ Véanse, por ejemplo, Bureau y Champsaur (1992), «Fiscal Federalism and European Economic Unification», *The American Economic Review*, vol. 82, n.º 2 y «Papers and Proceedings of the Hundred and Fourth Annual Meeting of the American Economic Association», *The American Economic Review*, pp. 88-92.

simplificar el marco actual y aumentar su escasa capacidad para lograr que los países acumulen colchones fiscales en época de bonanza que puedan utilizarse en crisis futuras.

Muchas gracias por su atención.