

---

**01.10.2020**

**El papel de la política monetaria del Banco Central Europeo frente a la crisis del Covid-19**

Encuentro Business Deusto Alumni

Pablo Hernández de Cos

Gobernador

---

Señoras y señores, muy buenos días:

Es un placer para mí poder participar en este encuentro, organizado por Deusto Business Alumni.

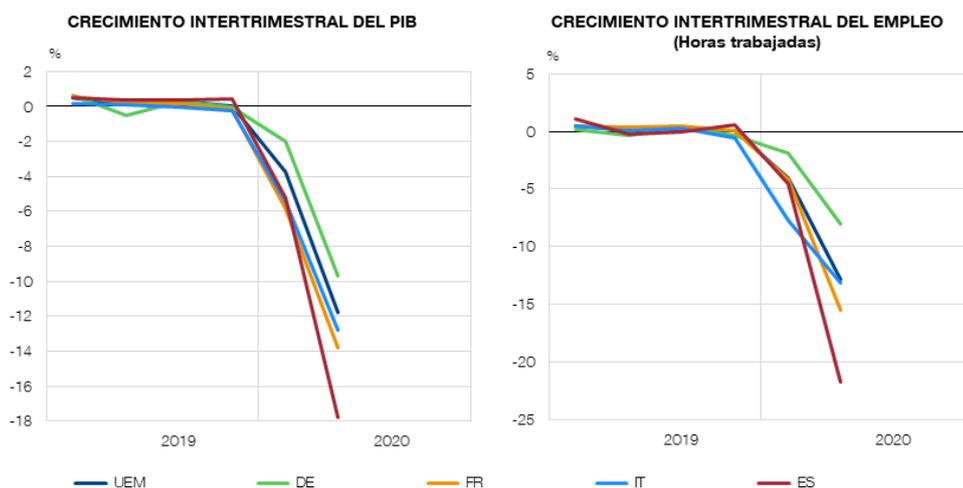
Quiero aprovechar esta oportunidad para compartir con todos ustedes, en primer lugar, unas reflexiones sobre cómo ha ayudado la política monetaria a evitar algunas de las consecuencias más graves, al menos desde el punto de vista económico, de la crisis del Covid-19.

En la segunda parte de mi intervención, me gustaría reflexionar también sobre algunos de los retos que para la conducción de la política monetaria en las economías avanzadas está suponiendo la progresiva reducción del denominado “tipo de interés natural”. Una cuestión que será particularmente relevante en el contexto de la revisión de la política monetaria que hemos iniciado en el Banco Central Europeo (BCE).

### La reacción de la política monetaria durante la crisis

La irrupción del Covid-19 en Europa a finales de febrero y comienzos de marzo supuso una perturbación de una magnitud elevadísima que generó un impacto económico sin precedentes a causa de la reducción tanto de la oferta como de la demanda de bienes y servicios. La gravedad, la temporalidad y la globalidad de la perturbación demandaban que, en una primera fase, las acciones de la política económica fueran contundentes.

### EFFECTOS DE LA CRISIS DEL CORONAVIRUS SOBRE LA ACTIVIDAD DEL ÁREA DEL EURO



Fuente: Eurostat. Última observación 2020 Q2

El objetivo de esta “terapia de choque” consistía en evitar que una perturbación de carácter temporal generara efectos persistentes en el tiempo. La política fiscal es, sin duda, la herramienta más adecuada para actuar como primera línea de defensa en este contexto, dado que cuenta con los instrumentos para lograr ese objetivo con acciones inmediatas, focalizadas y que se acomoden a una duración incierta y heterogénea.

Con carácter general, la respuesta de los Gobiernos europeos ha estado a la altura de los retos que esta crisis planteaba. Una respuesta que también ha contado con un respaldo muy decidido de la Unión Europea (UE), sobre todo tras la aprobación por parte del Consejo Europeo del fondo de recuperación europeo.

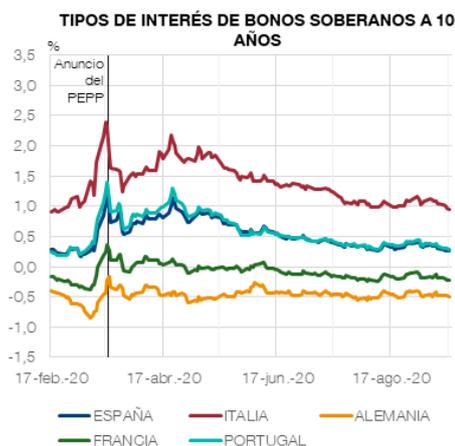
Por su parte, la política monetaria debía actuar, y ha actuado, de una manera también muy contundente. En efecto, la perturbación económica generada por la pandemia se vio acompañada por un fuerte endurecimiento de las condiciones financieras en el área del euro. A medida que los diferentes Gobiernos, entre ellos el español, anunciaban planes de contención de la enfermedad, los mercados financieros comenzaron a descontar fuertes caídas en la actividad económica y aumentos en la deuda pública y privada.

Esto impulsó al alza las primas de riesgo, es decir, la compensación que quienes invierten en bonos exigen por la probabilidad de impago del prestatario. Ello se tradujo en un aumento del tipo de interés que Gobiernos, familias y empresas pagan por sus crecientes deudas, lo que necesariamente amplificaría la caída de la demanda agregada y, por ende, de la inflación, debido al impacto directo de la pandemia y las medidas adoptadas para limitar su propagación.

Ante esta situación, en el Consejo de Gobierno del BCE debíamos actuar rápidamente, con el objetivo de revertir el alza en los costes de financiación de los distintos agentes económicos. Esta era la única manera de evitar un fuerte tensionamiento en los mercados de capitales, que, con toda seguridad, habría alimentado una mayor contracción económica y, posiblemente, un escenario deflacionario.

### LA CRISIS DEL CORONAVIRUS SUPUSO UN ENDURECIMIENTO ASIMÉTRICO DE LAS CONDICIONES FINANCIERAS EN EL ÁREA DEL EURO

- La consecuencia fue un aumento de los costes de financiación mucho más pronunciado en países como España o Italia.



Fuente: Thomson Reuters Datastream. Última observación: 15/09/2020.



Fuente: Thomson Reuters Datastream. Última observación: 15/09/2020.

Un problema adicional específico del área del euro era el de la llamada “fragmentación” en la transmisión de la política monetaria común. Esto quiere decir que las condiciones de financiación de los Gobiernos, pero también de las empresas y de las entidades financieras,

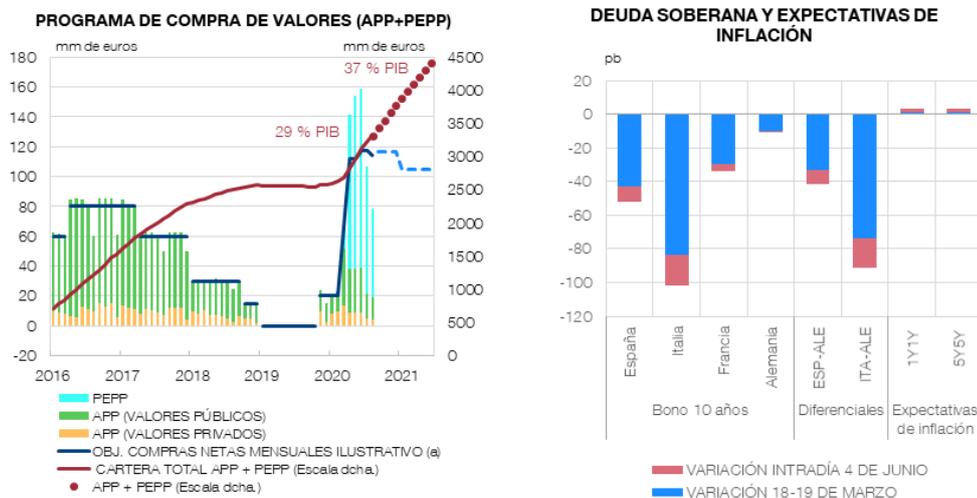
varían de manera significativa entre países, como consecuencia, entre otros factores, de las diferentes primas de riesgo soberanas del área del euro. En efecto, en cada país el coste de la deuda del Gobierno suele actuar como “suelo” o “base” para la deuda corporativa y bancaria. Por ello, en aquellos países cuyos Gobiernos tengan mejores perspectivas de repago de su deuda y, por tanto, se financien en condiciones más favorables, las empresas y, a través del crédito bancario, los hogares también verán reducidos sus costes de endeudamiento.

La primera fase de la crisis del Covid-19 afectó de manera asimétrica a los países del área del euro, de modo que algunos, como Italia o España, que ya partían de niveles de deuda pública sustancialmente elevados, se vieron más afectados por la primera oleada del virus, tanto epidemiológicamente como por su dependencia de sectores más vulnerables, como el turismo o la hostelería. La consecuencia fue un aumento de los costes de financiación mucho más pronunciado en estos países.

Ante esta situación, el en el Consejo de Gobierno del BCE decidimos anunciar nuevas medidas de política monetaria, con el doble objetivo de reducir la fragmentación y aumentar el tono acomodaticio de su política monetaria. Para ello adoptamos dos tipos de medidas.

### FRENTE A ELLO EL BCE AMPLIÓ SUS PROGRAMAS DE COMPRAS DE ACTIVOS FINANCIEROS...

- Conocidos como PEPP (volumen total 1,35 bn hasta 2021) y APP (120 mm adicionales en 2020). Su objetivo es mejorar las condiciones de financiación de familias, empresas y gobiernos.



FUENTES: BCE, Thomson Reuters Datastream. Última observación: panel izquierdo, agosto, 2020

a. En el objetivo de compras netas mensuales a partir de septiembre de 2020 (línea azul discontinua), a los 20 mm € mensuales aprobados el año anterior se ha añadido el importe mensual correspondiente a las compras netas adicionales de 120 mm € del APP (aprobadas el 12 de marzo) y de 1350 mm € correspondientes al nuevo programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, aprobado el 18 de marzo y extendido y aumentado el 4 de junio) que se realizarán hasta junio de 2021, según el supuesto, a modo ilustrativo, de reparto uniforme de dichas compras hasta junio de 2021 (en la práctica las compras podrán distribuirse de forma flexible en el tiempo).

En primer lugar, anunciamos la puesta en marcha del Programa de Compras de Emergencia frente a la Pandemia, el llamado “PEPP”, por sus siglas en inglés. Este programa, que primero se dotó con 750 mm de euros y, posteriormente, se amplió a 1,35 billones de euros hasta junio de 2021, permite al BCE comprar bonos públicos y privados, así como otros instrumentos de deuda.

El BCE ya disponía de un programa de compras, el llamado “APP”, que aumentó de volumen al comienzo de la crisis. ¿Por qué necesitaba, entonces, un segundo programa? El APP mantiene una estructura relativamente rígida en cuanto a la distribución de las compras de activos tanto a lo largo del tiempo como por jurisdicciones. En este último caso, las compras del APP se distribuyen según la llamada “clave de capital”, un concepto que hace referencia al porcentaje del capital del BCE que posee cada banco central nacional, porcentaje que está ligado al peso económico y poblacional de cada país.

Sin embargo, ante una situación de emergencia como la producida en marzo, el BCE tenía que ser capaz de comprar proporcionalmente más bonos de unos países que de otros, de modo que pudiera concentrar esas compras en los países que, en cada momento, estuviesen sometidos a un mayor grado de tensionamiento de sus condiciones de financiación. El PEPP se diseñó precisamente con ese grado de flexibilidad en la distribución temporal y geográfica de las adquisiciones de activos, si bien para esta última la clave de capital continúa sirviendo de guía.

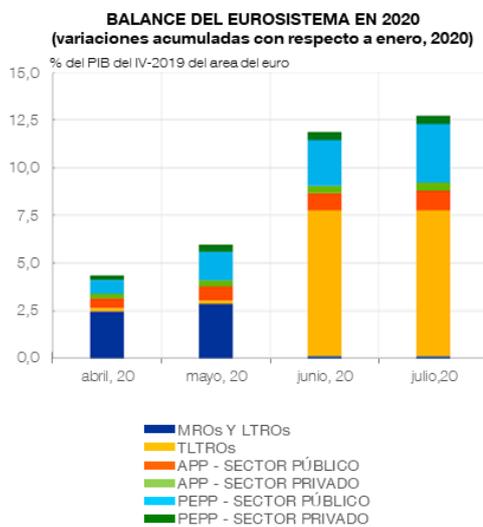
Probablemente gracias a esta flexibilidad, junto con el gran volumen de compras de activos previsto inicialmente, el anuncio de la creación del PEPP el 18 de marzo sirvió para reducir de manera sustancial los tipos de interés de la deuda soberana —en especial, la de países que en ese momento se estaban viendo más gravemente afectados por la crisis sanitaria, como Italia y España— y, por ende, de la bancaria y corporativa.

En definitiva, el PEPP frenó en seco el deterioro de los mercados financieros del área del euro y dio paso al proceso de relajación gradual de las condiciones financieras que continúa hasta la actualidad. Esta relajación ha sido crucial para otorgar margen de actuación a las autoridades fiscales de todos los países del área, lo que les ha permitido desplegar actuaciones de sostenimiento de rentas de hogares y empresas sin precedentes.

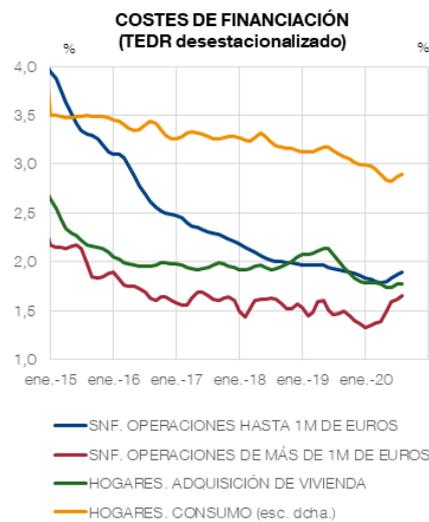
De cara al futuro, y sin menoscabo del uso de la clave de capital como guía para la distribución de las compras de activos, el BCE ha reiterado su voluntad de seguir adaptando el volumen, la composición y la tipología de estas según evolucionen las condiciones económicas y financieras en el área del euro.

## .. EN PARALELO, EL BCE HA INTRODUCIDO CONDICIONES MÁS FAVORABLES EN LA PROVISIÓN DE CRÉDITO A LOS BANCOS COMERCIALES (TLTRO-III)

- Con el objetivo de facilitar la provisión de crédito a la economía real. En la última subasta TLTRO III de junio, se alcanzó una demanda histórica de 1,31 billones de euros.



Fuente: BCE, Lane, P. R. (2020), "The pandemic emergency: the three challenges for the ECB", Simposio de Política Económica de Jackson Hole.



Fuente: Banco de España. Última observación: julio, 2020.  
Nota: TEDR (tipo efectivo definición restringida) no incluyen gastos ni comisiones ligados al préstamo.

En segundo lugar, introdujimos una serie de medidas orientadas a facilitar el crédito bancario en el contexto de la crisis del Covid-19. En el área del euro, los bancos constituyen la principal fuente de financiación de familias, trabajadores autónomos y empresas —en especial, las pymes—, por lo que era imprescindible evitar una contracción severa del flujo de crédito a la economía real.

El riesgo de dicha contracción se derivaba principalmente de dos factores: por un lado, la posibilidad de que los mercados monetarios se deteriorasen hasta el punto de comprometer el acceso a estos de los bancos y, por otro, la posible reticencia de los bancos a asumir nuevos riesgos en forma de préstamos en un contexto de enorme incertidumbre económica.

Para hacer frente al primero de estos riesgos, el BCE introdujo una línea de operaciones de refinanciación a plazo más largo (LTRO, por sus siglas en inglés). Estas operaciones proporcionaron a los bancos “financiación puente” en condiciones ventajosas hasta finales de junio, momento en que tendría lugar una importante subasta de liquidez, de la que hablaré a continuación, lo que estabilizó los costes de financiación del sector bancario en un momento, como he dicho, de gran incertidumbre.

En cuanto al segundo riesgo, la reticencia de los bancos a extender nuevos préstamos en un entorno económico tan complejo, el BCE ya disponía de un instrumento para incentivar a los bancos a proporcionar crédito, las llamadas “operaciones de refinanciación a plazo más largo con objetivo específico” (TLTRO-III).

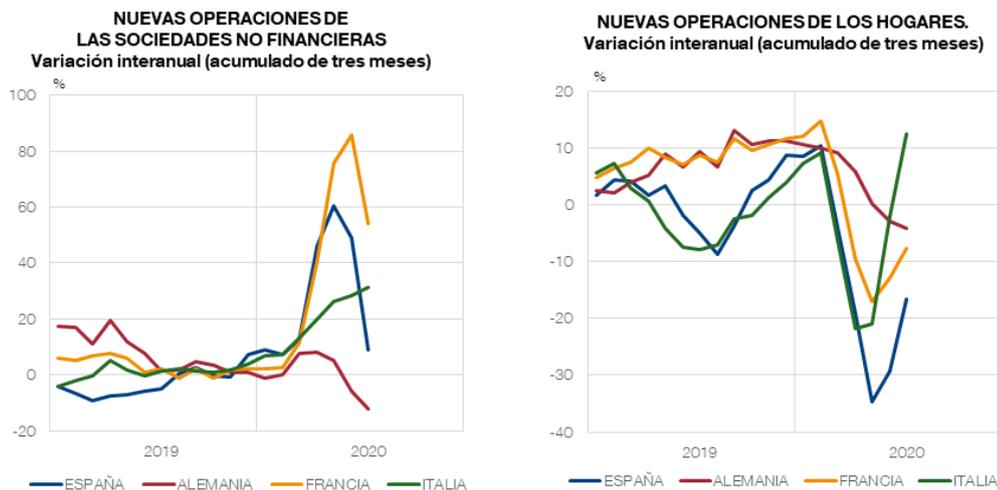
Este programa otorga a los bancos financiación en condiciones especialmente ventajosas, siempre y cuando cumplan con unos objetivos de concesión de crédito a empresas y

hogares (en este último caso excluyendo el crédito para compra de vivienda). Con la llegada de la pandemia, este programa se modificó con el objetivo de hacerlo aún más atractivo para los bancos, permitiéndoles obtener financiación de forma temporal a un tipo de interés tan bajo como el  $-1\%$  con la condición de no reducir su volumen de crédito elegible.

Para obtener liquidez en las operaciones de refinanciación del Eurosistema, incluidas las TLTRO-III, los bancos participantes, no obstante, deben presentar activos de garantía, el llamado “colateral”, con el fin de proteger el Eurosistema ante eventuales quiebras bancarias. Por ello, y para favorecer que los bancos pudieran obtener la mayor cantidad de financiación posible en estas operaciones, el BCE relajó las condiciones de su marco de colateral; por ejemplo, redujo el recorte medio que se aplica sobre el valor de los activos de garantía y pasó a aceptar activos de mayor riesgo y, muy especialmente, créditos avalados por los distintos programas de las autoridades nacionales, como los avales del Instituto de Crédito Oficial en el caso de España. De esta manera, los bancos comerciales podían aumentar la liquidez que obtenían del Eurosistema usando como garantía sus préstamos a la economía real.

La combinación de estas medidas fue exitosa. Las operaciones semanales LTRO proporcionaron cantidades importantes de liquidez a los bancos en los meses más duros de la pandemia. Por su parte, en la operación TLTRO-III de junio, los bancos participantes recibieron un total de 1,31 billones de euros, récord histórico en las operaciones de refinanciación del Eurosistema.

## EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO BANCARIO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y HOGARES



Fuente: Banco de España

Todas estas operaciones han desempeñado un papel fundamental a la hora de preservar la oferta de crédito bancario en el área del euro, contribuyendo al vigor mostrado por las nuevas operaciones de financiación, en especial en el caso del crédito dirigido a empresas y autónomos, desde el comienzo de la pandemia y a mantener los tipos de interés de los préstamos en niveles históricamente bajos.

La complementariedad de estas medidas y las adoptadas por los Gobiernos nacionales, en particular a través de los programas de avales públicos a la concesión de crédito, y por las autoridades macro- y microprudenciales, que permiten que las entidades financieras, por ejemplo, hagan uso de algunos de los colchones de capital acumulados en los últimos años, ha resultado determinante para facilitar el flujo de financiación de la economía durante la crisis.

Más allá de su impacto sobre las condiciones de financiación de empresas, hogares y Gobiernos, es preciso valorar si todas estas medidas han servido para su fin último, que no es sino apoyar el crecimiento económico del área del euro y, de esta forma, favorecer el ajuste de la inflación hacia su objetivo de medio plazo, caracterizado como una inflación inferior, pero cercana, al 2 %, conforme al mandato de estabilidad de precios que tiene asignado el BCE.

Estimaciones preliminares realizadas por el Banco de España sugieren que el PEPP tendría un impacto de primer orden sobre la inflación y sobre la tasa de crecimiento del PIB, tanto en el conjunto del área del euro como en España<sup>1</sup>. De hecho, el impacto acumulado sobre el crecimiento del PIB sería algo mayor en el caso de la economía española. Si bien es difícil cuantificar el grado de deterioro financiero y económico que se habría producido de no haberse llevado a cabo el PEPP, pues uno de los principales efectos de las decisiones de política monetaria, en un contexto tan complejo como el que se produjo en los primeros momentos de esta crisis, es evitar disrupciones en los mercados financieros que acaben generando crisis económicas más profundas y persistentes<sup>2</sup>.

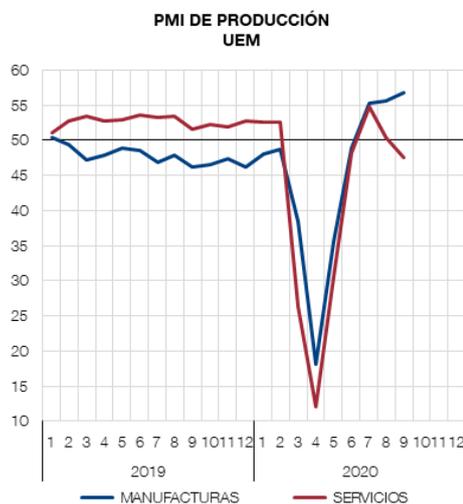
---

1 Véase Aguilar et al. (próxima publicación)

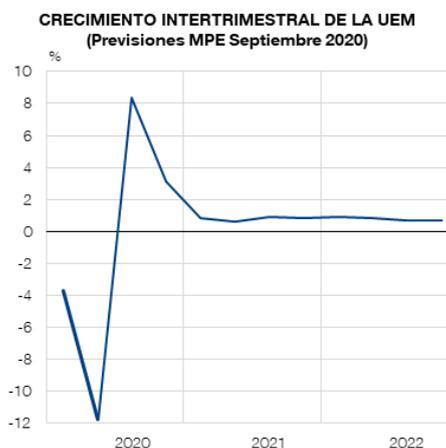
2 Para un análisis de los efectos del PEPP en los mercados financieros, véase el recuadro 3.3 del *Informe Anual 2019* del Banco de España. Para un análisis sobre cómo afecta el programa de compras del sector corporativo a la financiación de empresas no financieras, véase Arce et al. (2017).

¿Dónde nos encontramos en este momento?

## INDICADORES RECIENTES Y PREVISIONES DEL BCE



Fuente: Markit. Última observación: preliminar de septiembre



Fuente: BCE

Es evidente que aún es pronto para dar por concluida la crisis económica derivada del Covid-19. Es cierto que la actividad económica está repuntando en el tercer trimestre, tras una caída del PIB del área del euro en el segundo trimestre sin precedentes. Esta recuperación, aún parcial, presenta una elevada heterogeneidad, tanto por áreas geográficas como por ramas de actividad. Además, es frágil, puesto que la relajación de las medidas está viniendo acompañada de un aumento de las infecciones en algunos países, lo que, a su vez, ha comenzado a requerir, en algunos casos, la reintroducción de medidas que permitan limitar la velocidad del contagio a costa de establecer ciertas limitaciones a la actividad. De hecho, los indicadores de actividad más recientes, como el PMI o el índice de sentimiento económico de la Comisión Europea, reflejaron en agosto una cierta ralentización de la actividad, tras el repunte de julio. Como resultado, la recuperación está sometida a una enorme incertidumbre.

Con todo, se espera que la actividad del tercer trimestre del año recupere parcialmente la fuerte pérdida de producto del segundo trimestre, con un crecimiento para el conjunto de la Unión Económica y Monetaria (UEM) que podría situarse en torno al 8,4 %.

Para el conjunto del año, las proyecciones macroeconómicas publicadas en septiembre por el BCE muestran, en el escenario central, una caída del PIB en 2020 del 8 % (ligeramente menos intensa que la que se esperaba en junio). La economía se recuperaría a partir del tercer trimestre de este año, con avances del 5 % en 2021 y del 3,2 % en 2022, aunque el nivel del PIB previo a la crisis no se alcanzaría hasta el final del período. No obstante, el nivel del PIB de la eurozona se situaría, a finales de 2022, todavía algo menos de 4 pp por debajo del que se hubiera observado según las proyecciones de diciembre del pasado año —las últimas antes de la irrupción del Covid-19—.

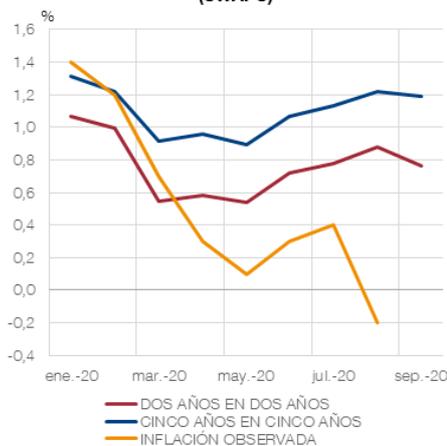
Dado el excepcional grado de incertidumbre acerca de los desarrollos futuros en relación con la pandemia, este escenario central ha sido acompañado de la definición de un escenario alternativo más favorable, en el que, al final del horizonte temporal considerado, el PIB del área sería ligeramente mayor que el que se contemplaba en diciembre de 2019, y de otro más adverso, en el que esa brecha sería negativa en unos 9 pp.

En relación con la inflación, esta se redujo en agosto hasta el  $-0,2$ , y su componente más estable, que excluye la energía y los alimentos, se situó en un nivel muy reducido, del  $0,4$  %. Las proyecciones del BCE anticipan una recuperación gradual en los próximos años. Al final del horizonte de proyección, esta se situaría tan solo en el  $1,3$  %, muy alejada, por tanto, de nuestro objetivo de inflación.

Además, la incertidumbre sobre la evolución de la pandemia, la posibilidad de un *brexit* sin acuerdo y una posible reacción más adversa del desempleo y de la dinámica de creación y destrucción de empresas tras el vencimiento de las medidas de apoyo inclinan a la baja los riesgos para el crecimiento económico.

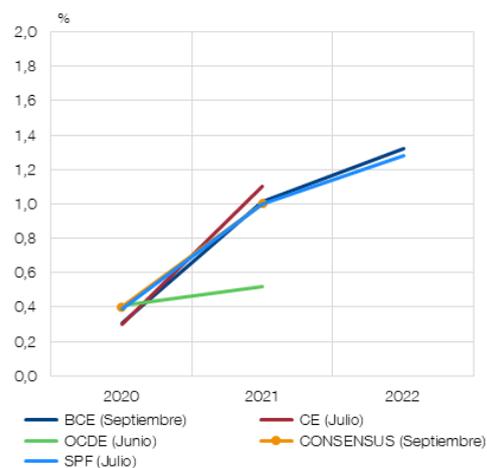
## PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

UEM: INFLACIÓN Y EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN (SWAPS)



Fuente: Thomson Reuters Datastream.  
Última observación: septiembre, 2020

PREVISIONES DE INFLACIÓN DEL ÁREA DEL EURO

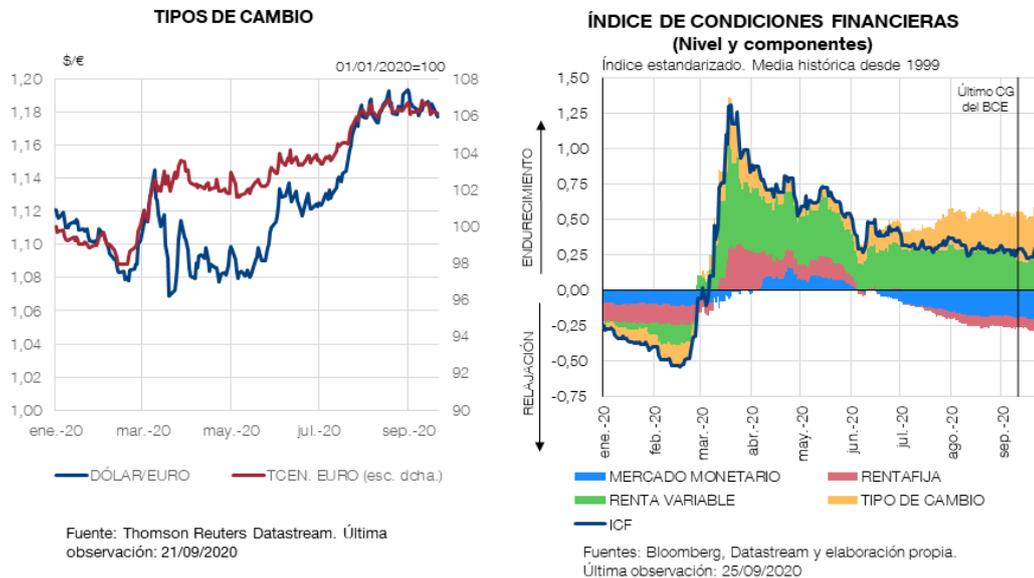


Fuente: Thomson Reuters Datastream. Última observación: 21/09/2020

En paralelo, en los últimos meses se ha producido una progresiva apreciación del euro, lo cual introduce presiones desinflacionarias en un momento en que las perspectivas de inflación del área del euro son, como señalaba, ya históricamente bajas. Por ello, en el Consejo de Gobierno del BCE hemos enfatizado que seguiremos de cerca la evolución del tipo de cambio.

## EN LOS ÚLTIMOS MESES SE HA PRODUCIDO UNA PROGRESIVA APRECIACIÓN DEL EURO FRENTE AL DÓLAR

- Lo cual crea presiones desinflacionarias en un entorno en que las perspectivas de inflación ya son bajas, además de endurecer las condiciones financieras del área del euro.



En definitiva, la fragilidad de la recuperación del área del euro, una inflación prevista a medio plazo que se encuentra muy por debajo de nuestro objetivo y una evolución del tipo de cambio efectivo nominal que en los últimos meses ha contrarrestado una buena parte de nuestro estímulo permiten concluir que no cabe margen para la complacencia. Debemos mantener un estímulo monetario significativo hasta que logremos que la recuperación sea sólida. Además, estamos dispuestos a recalibrar las medidas anteriores, o a introducir otras nuevas si fuera necesario, para cumplir con nuestro mandato de estabilidad de precios, entendido siempre de una forma simétrica. Asimismo, resulta crucial mantener la flexibilidad en la ejecución de nuestros programas de compra de activos para evitar que aparezcan problemas de fragmentación financiera.

El resto de las autoridades económicas, nacionales y europeas, deben entender que, dada la incertidumbre sobre la evolución futura de la pandemia y, por tanto, sobre la solidez de la recuperación económica, es fundamental mantener sus medidas de estímulo, ahora de una manera más selectiva y focalizada. Una retirada prematura de estas supondría unos perjuicios para el tejido productivo del área del euro y, potencialmente, para nuestro sistema financiero que exceden los posibles costes a medio plazo de mantenerlas en el tiempo. Sin que pueda descartarse que, dependiendo de la evolución de la pandemia y su impacto económicos, haya que aumentarlas.

## **La definición de estabilidad de precios en un entorno de tipo de interés natural reducido**

En la segunda parte de mi intervención me gustaría adoptar una perspectiva a más largo plazo y reflexionar acerca de los cambios que se están produciendo en la conducción de la política monetaria en las economías avanzadas.

En los años previos a la crisis de 2007-2012, que en nuestro caso coinciden con los años fundacionales del BCE, en las economías avanzadas emergió un cierto consenso acerca del papel y el funcionamiento de los bancos centrales. Estos se diseñaron como entidades independientes, es decir, no sujetas a control directo por parte de los Gobiernos, con un mandato claro de garantizar la estabilidad de precios, así como el pleno empleo en algunas jurisdicciones, como Estados Unidos.

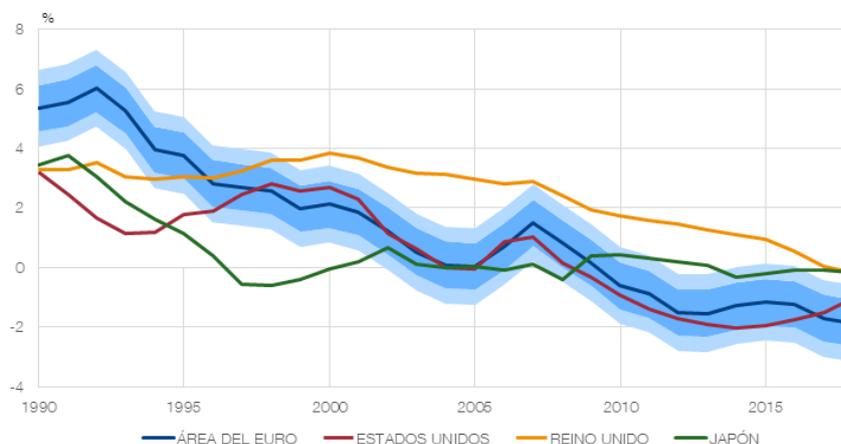
El mandato de estabilidad de precios se articula normalmente como un objetivo numérico de inflación, con frecuencia del 2 % o, como en el caso del BCE, de un nivel cercano, pero inferior, al 2 %. Para alcanzar su objetivo de estabilidad de precios, el banco central ajusta el nivel general de los tipos de interés a los que se financian los agentes de la economía real (empresas, hogares y Gobiernos), ya sea a través del crédito bancario o de los mercados de deuda.

Si bien el banco central controla el tipo de interés nominal, el relevante para las decisiones de gasto de familias y empresas es el tipo de interés “real” —es decir, el nominal menos la inflación esperada—. Por ponerles un ejemplo, un tipo de interés nominal del 2 % cuando la inflación esperada es del 4 % es mucho más expansivo que un tipo nominal del 1 % en un entorno sin inflación.

Dado que los precios que determinan la inflación son parcialmente rígidos, el banco central puede afectar de esa forma al tipo de interés real ajustando los tipos nominales. Antes de la crisis financiera, el manual del banquero central prescribía que, en un entorno de sobrecalentamiento de la economía y presiones al alza en precios y salarios, el banco central debía elevar los tipos nominales por encima de las expectativas de inflación, endureciendo los tipos reales y enfriando la economía. Y a la inversa: durante una recesión con caída de los precios y aumento del desempleo, el banco central debía bajar los tipos de interés nominales, reduciendo los tipos reales y estimulando la demanda agregada.

**ESTE TIPO NATURAL HA DESCENDIDO, LO QUE SE ATRIBUYE A FACTORES DEMOGRÁFICOS Y ESTRUCTURALES**

**EVOLUCIÓN DEL TIPO DE INTERÉS NATURAL EN LAS PRINCIPALES ECONOMÍAS AVANZADAS**



Fuente: Banco de España Informe Anual 2018, basado en el modelo de Fiorentini, Galesi, Pérez-Quirós y Sentana (2018). Las bandas para la zona del euro se refieren a niveles de confianza del 68% y del 90%.

Conceptualmente, los banqueros centrales intentaban mantener los tipos de interés reales en un nivel, conocido como “tipo de interés natural”, que mantuviera el PIB en su nivel potencial y la inflación estable en torno a su nivel objetivo<sup>3</sup>. Dicho tipo de interés natural no se puede observar directamente y solo puede estimarse, con cierto grado de incertidumbre, mediante técnicas econométricas<sup>4</sup>.

**CONCEPTUALMENTE, LOS BANCOS CENTRALES INTENTAN MANTENER LOS TIPOS REALES EN EL NIVEL DE LOS TIPOS DE INTERÉS NATURAL**

**RELACIÓN ENTRE LOS TIPOS DE INTERÉS NOMINAL, REAL Y NATURAL**

$$r_t^n = i_t - E_t \pi_{t+1}$$

Tipo de interés *real* = Tipo de interés nominal – Tasa de inflación esperada

Afecta a las decisiones de ahorro y de inversión de familias y empresas

Tipo de interés *natural* = Tipo de interés real que se obtendría en un hipotético equilibrio con precios y salarios flexibles

Determinado por factores estructurales y no depende de las condiciones monetarias

<sup>3</sup> El concepto, los determinantes y las implicaciones para la política monetaria del tipo de interés natural se discuten en profundidad en Galesi, Nuño y Thomas (2017).

<sup>4</sup> Holston *et al.* (2017), por ejemplo, estiman que en 2016 el tipo natural se encontraba en niveles positivos, pero muy cercanos a cero, en Estados Unidos.

En las últimas décadas se ha producido una progresiva reducción de este tipo de interés natural en las economías avanzadas, lo cual se atribuye a factores demográficos (como el envejecimiento de la población) o tecnológicos (como un menor crecimiento de la productividad), que han modificado el equilibrio entre oferta de ahorro y demanda de inversión.

La consecuencia es que, para estabilizar la inflación, los tipos de interés reales deben ser ahora más bajos que hace dos o tres décadas. De hecho, en economías como el área del euro, diversas estimaciones sitúan el tipo de interés natural en niveles incluso negativos<sup>5</sup>. Esto no sería un problema si los tipos nominales pudieran descender todo lo que fuera necesario; por ejemplo, con una inflación esperada del 1 %, para situar el tipo de interés real en, digamos, el -2 %, sería necesario reducir el tipo nominal hasta el -1 %.

El problema reside en que los tipos de interés nominales no pueden descender en terreno negativo todo lo que a veces sería necesario. Si el banco central impusiera tipos de interés del -5 %, por ejemplo, los bancos comerciales sufrirían rendimientos negativos en gran parte de sus activos, lo que afectaría adversamente a su capacidad de intermediación financiera, con el consiguiente impacto negativo sobre la oferta de crédito, la propia actividad económica y la inflación.

Por lo tanto, existe una cota inferior a los tipos de interés nominales, de modo que, si el banco central reduce los tipos de interés por debajo de ese nivel, el efecto sobre la economía puede ser contractivo, en lugar de expansivo, debido a los efectos negativos sobre el conjunto del sistema financiero<sup>6</sup>. El nivel de dicha cota inferior a los tipos de interés no es directamente observable y varía en el tiempo con la situación del sector financiero, pero, en cualquier caso, supone un límite inferior respecto a cuánto pueden reducir los tipos de interés los bancos centrales.

En Europa, el tipo de interés de la facilidad de depósito del BCE se encontraba ya en el -0,5 % incluso antes de la crisis del Covid-19<sup>7</sup>. Aunque la puerta está abierta a futuros recortes adicionales en ese tipo de interés, parece evidente que la política monetaria convencional —es decir, aquella basada en el control del tipo de interés de corto plazo— dispone de un margen de maniobra relativamente acotado en las circunstancias actuales.

La cota inferior a los tipos de interés introduce una asimetría en la conducción de la política monetaria por parte de los bancos centrales. Como comentaba antes, si la inflación sube por encima de su objetivo los bancos centrales pueden subir los tipos de interés lo que sea necesario para “enfriar” la economía. Sin embargo, ante *shocks* deflacionistas que llevan la inflación por debajo del objetivo y al banco central a reducir sus tipos de interés, estos pueden terminar “chocando” con la cota inferior. Esta asimetría hace que la política monetaria sea potencialmente muy efectiva en su lucha contra la inflación, pero no tanto en su lucha contra la deflación o incluso una inflación persistentemente baja.

---

<sup>5</sup> Véase, por ejemplo, Fiorentini *et al.* (2018).

<sup>6</sup> Véase, por ejemplo, Brunnermeier y Koby (2018) para una discusión del efecto de los tipos de interés sobre la rentabilidad bancaria y su capacidad para conceder crédito.

<sup>7</sup> Arce *et al.* (2018) estiman que esos niveles de tipos negativos no contraen necesariamente la oferta de crédito de los bancos europeos y, en particular, de los españoles.

Esto último puede llevar a un peligroso círculo vicioso. En un contexto en que se prevea que la cota inferior a los tipos de interés pueda restringir de forma frecuente la capacidad de actuación de los bancos centrales, los agentes económicos esperarán que las desviaciones de la inflación por encima de su objetivo sean corregidas rápidamente, pero no así las desviaciones por debajo. Por lo tanto, la inflación esperada, en términos del promedio durante un período amplio, tenderá a situarse por debajo del objetivo. Dado que a largo plazo el tipo de interés nominal es el tipo real de equilibrio más la inflación esperada, la caída de esta última implica menores tipos nominales de media, haciendo que estos choquen más a menudo con su cota inferior. Ello supone un menor espacio para proporcionar estímulo en períodos recesivos con baja inflación, lo cual abunda en menores expectativas de inflación, y así sucesivamente.

Un intento de romper dicho círculo vicioso son los programas de compra de activos, como el APP y el PEPP del BCE. Estos programas permiten reducir los tipos de interés de los bonos públicos y privados a medio y a largo plazo. De esta manera, aunque los tipos de interés a corto plazo se encuentren limitados por la cota inferior, el BCE puede reducir los tipos de interés a plazos más largos, que a menudo son los más relevantes a la hora de determinar las decisiones de gasto de los agentes económicos. Esto es lo que se conoce como “aplanar la curva de tipos”.

De la misma forma, las operaciones de refinanciación bancaria, como las TLTRO, pueden reducir los costes de financiación del crédito bancario y, eventualmente, el propio coste de los préstamos bancarios, y conseguir estimular la demanda agregada y la inflación<sup>8</sup>.

No obstante, si bien estas medidas han resultado muy efectivas en el contexto actual y reciente de la UEM, no eliminan por completo las limitaciones al grado de estímulo monetario potencial que se derivan de la presencia de la cota inferior de los tipos de interés. Por ello, los bancos centrales han introducido otras herramientas para suavizar tal limitación. La más común es la orientación sobre la senda futura de los tipos de interés, lo que en la terminología anglosajona se conoce como *forward guidance*<sup>9</sup>.

A través de esta, el banco central ofrece al mercado indicaciones de cómo van a evolucionar, o cómo se espera que evolucionen, los tipos de interés en el futuro. Por ejemplo, en sus anuncios de política monetaria el BCE vincula la permanencia de sus tipos de interés en sus niveles actuales, o inferiores, a la evolución de la inflación en el área del euro. Mediante esta fórmula, el BCE busca comunicar a los mercados financieros, y a la sociedad en su conjunto, las condiciones que deberían cumplirse para comenzar a subir sus tipos de interés.

En situaciones en que los tipos de interés de corto plazo se encuentran cerca de su límite inferior, la política de *forward guidance* puede estimular la economía en la medida en que el banco central se comprometa de forma creíble a tolerar que la inflación supere dicho objetivo una vez que la situación económica lo permita<sup>10</sup>.

---

<sup>8</sup> Andreeva y García-Posada (2019) estiman el impacto de las TLTRO en las políticas de préstamos de los bancos del área del euro.

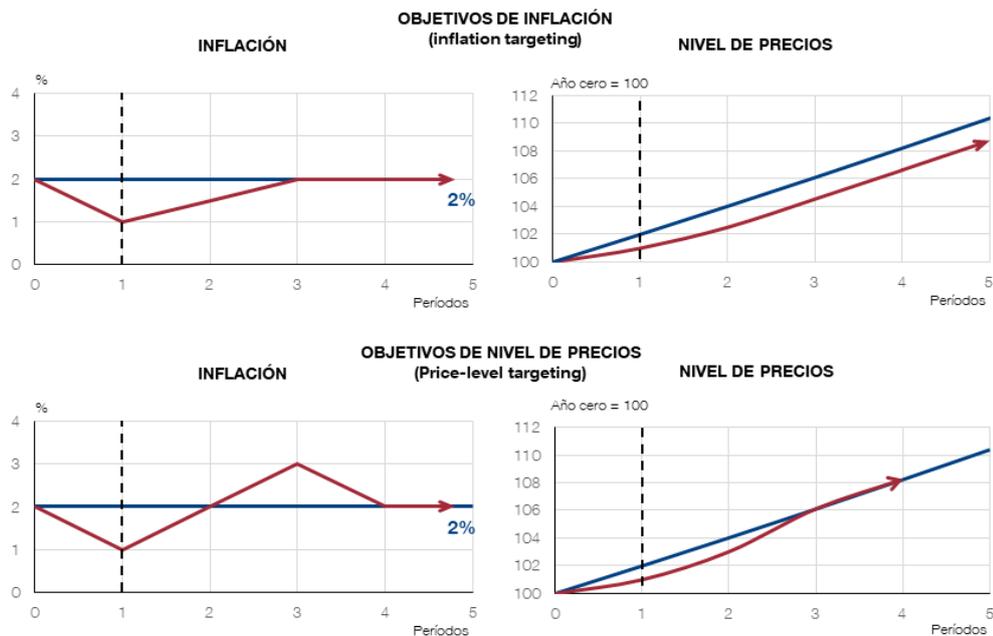
<sup>9</sup> Para un análisis de la efectividad macroeconómica del *forward guidance* sobre los tipos de interés y sobre la evolución futura de la cartera de activos del banco central, véase Arce *et al.* (2019).

<sup>10</sup> Véase Eggertsson y Woodford (2003).

Dado que el tipo de interés real es el nominal una vez descontadas las expectativas de inflación, si el banco central consigue aumentar estas últimas, puede reducir el tipo real hoy, aunque los tipos nominales se mantengan constantes. El problema es que dicho compromiso implica que el banco central incumpla voluntariamente su objetivo de inflación en el futuro, lo que puede no ser creíble de antemano.

Esto es lo que los economistas llamamos “inconsistencia dinámica”: un banco central podría anunciar hoy que tolerará mayor inflación en el futuro para estimular la economía, pero, una vez que la economía y la inflación se recuperasen, tendría incentivos a incumplir su anuncio inicial si este estuviera en conflicto con su objetivo de estabilidad de precios. Si los agentes dudan de la credibilidad del banco central, este tipo de *forward guidance* no será efectivo en primer lugar.

**LAS ESTRATEGIAS DE COMPENSACIÓN (MAKE-UP) CORRIGEN DESVIACIONES PASADAS DE LA INFLACIÓN RESPECTO A SU OBJETIVO**



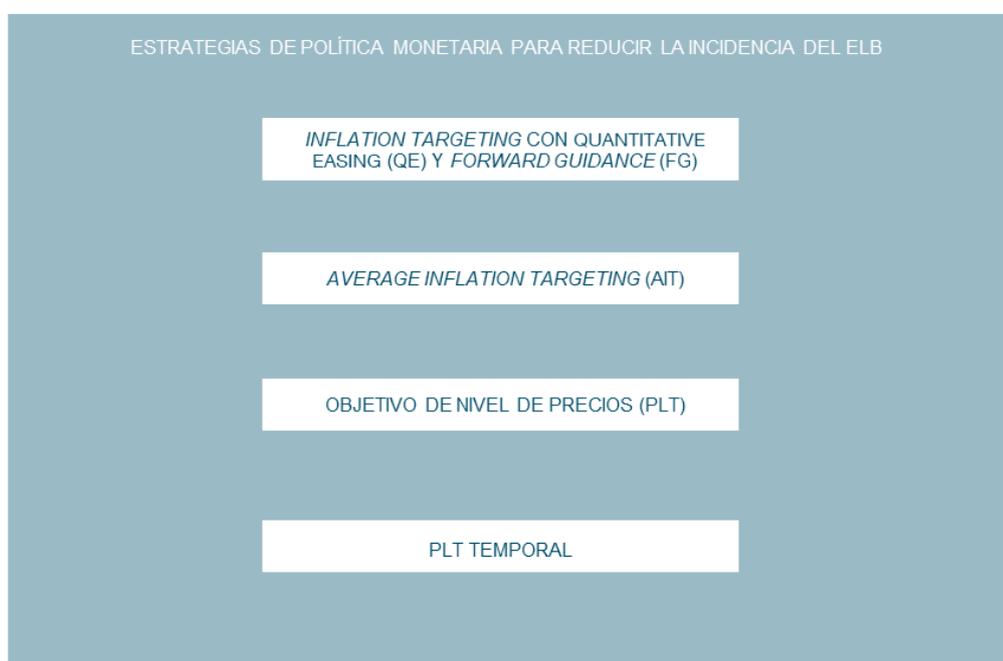
Una manera de evitar este problema es modificar la “estrategia” de la política monetaria, con el objetivo de dotar de mayor credibilidad y transparencia a la actuación del banco central; es decir, cambiar la manera en que se articula el objetivo del banco central y se persigue dicho objetivo con las herramientas disponibles. Hasta ahora, en sus marcos estratégicos la mayoría de los bancos centrales han seguido variantes de lo que se conoce como “objetivo de inflación” o *inflation targeting*, por el cual persiguen que la inflación se mantenga cercana a un determinado valor numérico —por ejemplo, el 2 %— a lo largo de un horizonte de medio plazo.

Existen, no obstante, estrategias alternativas de política monetaria que generan automáticamente dinámicas parecidas a las del *forward guidance* anteriormente descrito.

Estas son las llamadas “estrategias de compensación” o *make-up strategies*<sup>11</sup>. Una de ellas es la que se conoce como “objetivo de nivel de precios” o *price level targeting*.

En este caso, el banco central anuncia una tasa de crecimiento objetivo del nivel de precios —por ejemplo, del 2 %—. A diferencia del caso del *inflation targeting*, si por algún motivo la inflación se sitúa temporalmente por debajo del 2 %, en el futuro el banco central tendrá que garantizar que se eleve por encima del 2 % para lograr que el nivel de precios retorne a su senda objetivo. De alguna manera, esta estrategia obliga al banco central a corregir en el futuro cualquier desviación pasada de la inflación respecto del nivel coherente con el objetivo de nivel de precios.

## ESTRATEGIAS DE POLÍTICA MONETARIA EN UN ENTORNO DE BAJOS TIPO DE INTERÉS



Una estrategia menos radical, pero similar en espíritu, es la que se conoce como “objetivo de inflación promediado” o *average inflation targeting*. En este caso, el banco central intenta que la inflación promedio se mantenga en su nivel objetivo durante una cierta ventana de tiempo. A diferencia del *inflation targeting* tradicional, incluye un elemento de compensación de las desviaciones pasadas, pero este es limitado en el tiempo, en contraste con el *price level targeting*, donde todas las desviaciones pasadas deben compensarse, independientemente del tiempo transcurrido desde que se produjeron.

Un problema de estas estrategias de compensación es su simetría, entendida como el compromiso del banco central para reaccionar por igual a desviaciones de la inflación tanto por debajo del objetivo —que, como hemos visto, son las realmente problemáticas en el contexto actual— como por encima; es decir, tras un período de inflación por encima del objetivo el banco central tendría que reducirla por debajo de este, lo cual le exigiría deprimir la actividad económica y el empleo.

<sup>11</sup> Véase el capítulo 3 del *Informe Anual 2018* del Banco de España para una discusión en detalle de las estrategias de compensación.

Dado que un compromiso de este tipo puede no ser plenamente creíble, recientemente se ha propuesto que estas estrategias sean temporales, en el sentido de que el banco central opere normalmente con un régimen de *inflation targeting* tradicional, pero que, ante crisis con inflación baja que lleven los tipos de interés cerca de la cota inferior se comprometa a una estrategia de compensación futura de la “inflación perdida” durante ese período<sup>12</sup>.

En los últimos años, varios bancos centrales han iniciado procesos para revisar sus estrategias de política monetaria (entre ellos, el BCE y la Reserva Federal de Estados Unidos). En este sentido, la Reserva Federal anunció recientemente los principales resultados de su revisión estratégica, que, entre otros cambios, le ha llevado a adoptar una nueva estrategia de *average inflation targeting*, aunque con una ventana temporal indefinida para el cálculo de la inflación media que se desea estabilizar.

En particular, la Reserva Federal afirma en su nuevo marco estratégico que, ante períodos con una inflación persistentemente por debajo del 2 %, intentará mantener la inflación moderadamente por encima del 2 % durante un cierto tiempo<sup>13</sup>.

Por su parte, el BCE anunció en enero de este año el inicio de la revisión de su estrategia de política monetaria. La irrupción del Covid-19 ha supuesto un retraso en este proceso, que se espera que se extienda durante parte del próximo año. Dado que es un proceso en curso, no sabemos aún cuáles serán sus conclusiones, pero sí puedo adelantar que es un proceso abierto; tanto el BCE como los bancos centrales nacionales del Eurosistema estamos realizando una gran cantidad de análisis y pidiendo su opinión a la sociedad civil, los economistas académicos y otros colectivos profesionales y sociales.

Uno de los aspectos clave de esta revisión será el relativo a la definición de estabilidad de precios. El objetivo de inflación actual, consistente en una tasa inferior pero cercana al 2 por ciento, es susceptible de ser reformulado. Por un lado, puede ser necesario clarificar el nivel concreto de inflación que se pretende alcanzar, para facilitar su comprensión por los agentes económicos. Por otro, en línea con mis comentarios anteriores, cabría la posibilidad de dotar a dicho objetivo de una naturaleza más simétrica, que deje claro que el grado de tolerancia hacia desviaciones de la inflación por encima del objetivo será el mismo que cuando tales desviaciones se produzcan por debajo<sup>14</sup>. Asimismo, en el contexto actual de baja inflación y tipos de interés cercanos a su cota inferior, el objetivo de inflación habrá de tener en cuenta la necesidad de permitir un colchón suficientemente alto por encima de cero, que dé más margen de maniobra a la política convencional de tipos de interés.

Independientemente del resultado final, estoy seguro de que el resultado de esta revisión reforzará la efectividad de la política monetaria en el área del euro y su capacidad para lograr sus objetivos en el entorno macroeconómico de la próxima década.

Me gustaría concluir mi intervención con una reflexión final acerca de la interacción entre la política monetaria y la fiscal de cara al futuro. La experiencia de los últimos años apunta a

---

<sup>12</sup> Véase, por ejemplo, Bernanke *et al.* (2019).

<sup>13</sup> Véase el recuadro 2 del “Informe trimestral de la economía española”, *Boletín Económico*, 3/2020, Banco de España, para una descripción de este anuncio y una valoración de sus efectos sobre los mercados financieros.

<sup>14</sup> En este sentido, véase P. Hernández de Cos (2019); “La respuesta de la política económica europea ante un escenario de menor crecimiento e inflación”. Discurso de clausura del gobernador en los cursos de La Granda.

que una adecuada interacción entre ambas políticas puede ayudar de manera decisiva a que cada una de ellas pueda alcanzar más eficientemente sus objetivos.

Como he tratado de subrayar en mi intervención, la política monetaria del BCE ha actuado de una manera rápida y decidida para hacer frente a las consecuencias económicas de la pandemia. Además, estamos dispuestos a añadir estímulo monetario adicional en el caso de que sea necesario. Por su parte, la política fiscal ha actuado también de una manera contundente. Es importante que esta actuación, ahora de manera más focalizada, se mantenga durante la recuperación, e incluso se aumente si fuera necesario. Esto es particularmente el caso para las actuaciones europeas, en el contexto, por ejemplo, del recientemente aprobado fondo de recuperación europeo (Next Generation EU)<sup>15</sup>. Los gastos e inversiones derivados del uso de ese fondo, convenientemente dirigidos a proyectos con capacidad de transformar nuestras economías y a financiar reformas destinadas a elevar su capacidad de crecimiento sostenible, serán fundamentales para afianzar la recuperación económica y reducir las posibles secuelas permanentes de la crisis. Y, con una visión más de medio plazo, resulta crucial que este fondo se convierta en un instrumento común permanente de estabilización fiscal en el área del euro, que permita dar una respuesta fiscal conjunta ante perturbaciones macroeconómicas y facilite una mayor oferta de activos seguros europeos, lo que facilitaría la operativa general de los mercados financieros y la propia conducción de la política monetaria.

---

<sup>15</sup> Para un análisis del impacto sobre los mercados financieros de los diversos hitos ligados al fondo de recuperación de la UE, véase el recuadro 5 del “Informe trimestral de la economía española”, Boletín Económico, 3/2020, Banco de España. Asimismo, véanse Arce et al. (2020) y el recuadro 3.4 del Informe Anual 2019 del Banco de España para una discusión del papel de la política fiscal coordinada a escala europea e internacional en el contexto actual.

## Bibliografía

- Aguilar, P., Ó. Arce, S. Hurtado, J. Martínez-Martín, G. Nuño y C. Thomas (2020). La respuesta de la política monetaria del BCE frente a la crisis del Covid-19, Documento Ocasional de próxima publicación, Banco de España.
- Andreeva, D., y M. García-Posada (2019). The impact of the ECB's targeted long-term refinancing operations on banks' lending policies: the role of competition, Documentos de Trabajo, n.º 1903, Banco de España.
- Arce, Ó., R. Gimeno y S. Mayordomo (2017). Making room for the needy: the credit-reallocation effects of the ECB's corporate QE, Documentos de Trabajo, n.º 1743, Banco de España, próxima aparición en Review of Finance.
- Arce, Ó., I. Kataryniuk, P. Marín y J. J. Pérez (2020). Reflexiones sobre el diseño de un Fondo de Recuperación europeo, Documentos Ocasionales, n.º 2014, Banco de España.
- Arce, Ó., M. García-Posada, S. Mayordomo y S. Ongena (2018). Adapting lending policies when negative interest rates hit banks' profits, Documentos de Trabajo, n.º 1832, Banco de España.
- Arce, Ó., G. Nuño y C. Thomas (2019). "La política monetaria del Eurosistema tras el final de las compras netas de activos", Artículos Analíticos, Boletín Económico, 1/2019, Banco de España.
- Bernanke, B. S., M. T. Kiley y J. M. Roberts (2019). "Monetary Policy Strategies for a Low-Rate Environment", AEA Papers and Proceedings, n.º 109, pp. 421-426.
- Brunnermeier, M. K., y Y. Koby (2018). The Reversal Interest Rate, NBER Working Paper, n.º 25406.
- Eggertsson, G., y M. Woodford (2003). The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy, Brookings Papers on Economic Activity, Economic Studies Program, The Brookings Institution, 34(1), pp. 139-235.
- Fiorentini, G., A. Galesi, G. Pérez-Quirós y E. Sentana (2018). The rise and fall of the natural interest rate, Documentos de Trabajo, n.º 1822, Banco de España.
- Galesi, A., G. Nuño y C. Thomas (2017). "El tipo de interés natural: concepto, determinantes e implicaciones para la política monetaria", Artículos Analíticos, Boletín Económico, 1/2017, Banco de España.
- García-Posada, M., S. Mayordomo y S. Ongena (2018).
- Holston, K., T. Laubach y J. Williams (2017). "Measuring the natural rate of interest: international trends and determinants", Journal of International Economics, n.º 108, pp. 59-75.