

# LA NUEVA ESTRATEGIA DE POLÍTICA MONETARIA DEL BCE

**Pablo Hernández de Cos**  
Governador

IESE BUSINESS SCHOOL

Barcelona

17 de septiembre de 2021



## ÍNDICE

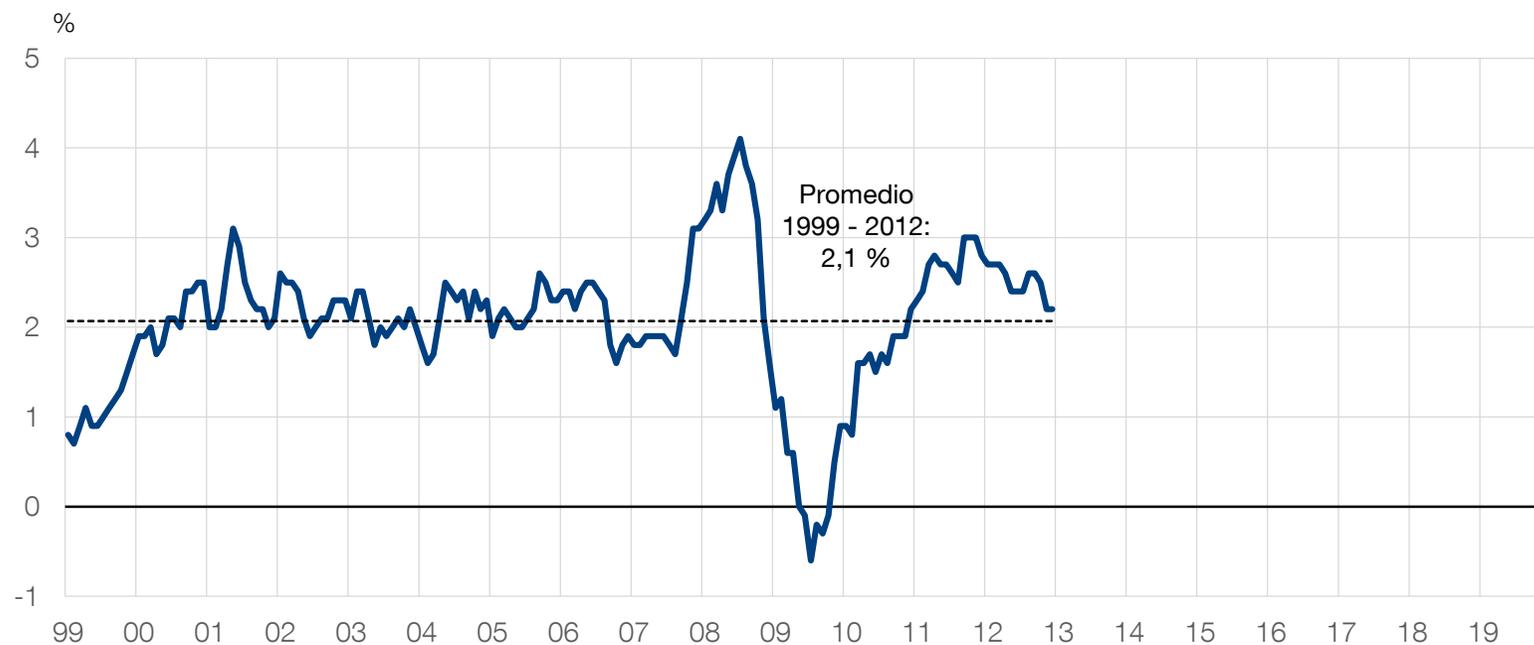
- 1. El anterior marco estratégico y sus resultados**
2. La caída del tipo de interés natural y el problema del límite inferior
3. Principales elementos de la nueva estrategia
4. La adecuación de la *forward guidance* a la nueva estrategia
5. Decisiones recientes de política monetaria: la recalibración del PEPP



- El Tratado de Maastricht asignó al BCE la **estabilidad de precios** como su principal mandato, dejando al BCE la tarea de definirla exactamente y cómo lograr ese objetivo
- En 1998, el BCE definió estabilidad de precios como una **inflación interanual del IAPC inferior al 2 por ciento**
- En 2003, el BCE clarificó que, en búsqueda de la estabilidad de precios, se fijaba como objetivo una **inflación inferior pero cercana al 2 por ciento** en el medio plazo
- Para lograr dicho objetivo, sus **instrumentos** principales eran sus **tipos de interés oficiales** (facilidad de depósito, operaciones principales de refinanciación, facilidad marginal de préstamos)

- Durante la primera década del euro, en un contexto de shocks principalmente inflacionarios, la inflación se mantuvo en torno a niveles cercanos al objetivo

IAPC UEM (1999 - 2012)



Fuente: Eurostat.

- Sin embargo, con la llegada de la crisis financiera global en 2008, se inició una segunda fase dominada por **shocks desinflacionarios...**
- ... y caracterizada por unos **tipos de interés cercanos a su límite inferior** y, a partir de 2013, una **inflación persistentemente por debajo de su objetivo**

IAPC UEM (1999 - 2019)



Fuente: Eurostat.

- En este contexto, y ante los cambios estructurales acaecidos en la economía del área del euro durante las dos décadas anteriores, se hizo patente la **necesidad de revisar la estrategia**

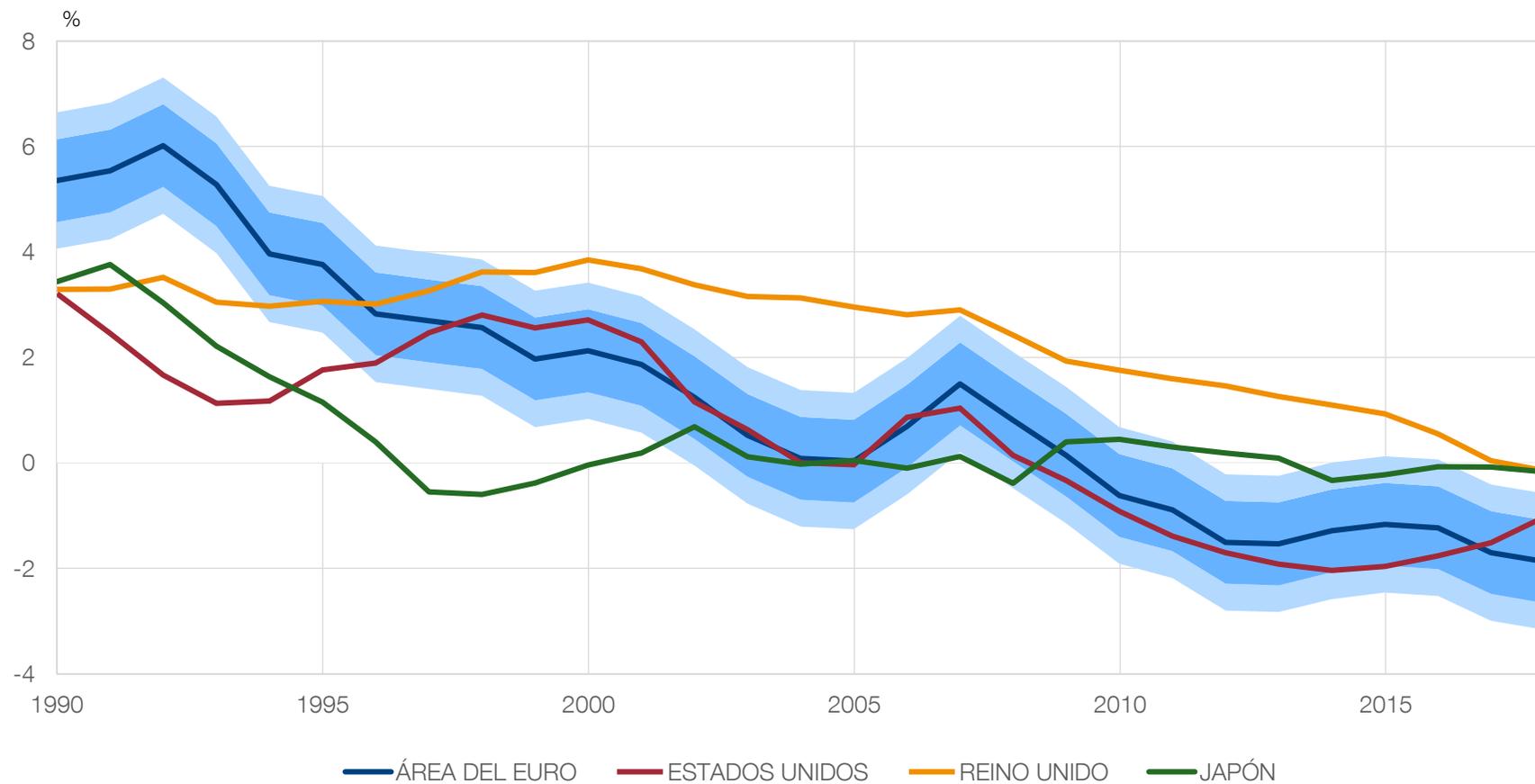
## ÍNDICE

1. El anterior marco estratégico y sus resultados
- 2. La caída del tipo de interés natural y el problema del límite inferior**
3. Principales elementos de la nueva estrategia
4. La adecuación de la *forward guidance* a la nueva estrategia
5. Decisiones recientes de política monetaria: la recalibración del PEPP



- El principal cambio estructural que ha motivado la revisión es la **caída en el tipo de interés real de equilibrio** del área del euro en las últimas décadas
  - El **tipo de interés de equilibrio ( $r^*$ )** es el nivel del tipo de interés real que permite estabilizar la actividad en su nivel potencial y la inflación en su objetivo
  - Para estabilizar la inflación, el banco central intenta mantener el tipo real en el nivel de tipo natural
- Dicha caída refleja el menor crecimiento de la productividad, factores demográficos adversos, y el legado de la crisis financiera global, entre otros factores
- La caída en  $r^*$  hace que el **límite inferior de los tipos de interés** restrinja cada vez con más frecuencia la capacidad del BCE para alcanzar sus objetivos mediante el uso de sus tipos de interés oficiales
- En la anterior revisión estratégica (2003) se tuvo en cuenta esta limitación, pero se estimó que era poco probable que pudiera restringir la política monetaria en el futuro

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

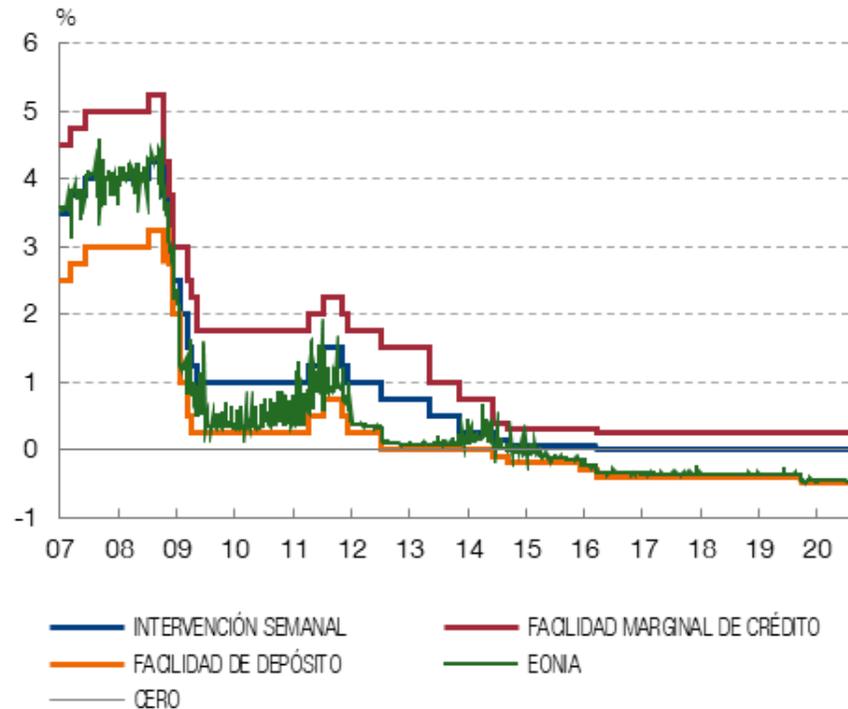


Fuente: Banco de España Informe Anual 2018, basado en el modelo de Fiorentini, Galesi, Pérez-Quirós y Sentana (2018).  
Las bandas para la zona del euro se refieren a niveles de confianza del 68% y del 90%.

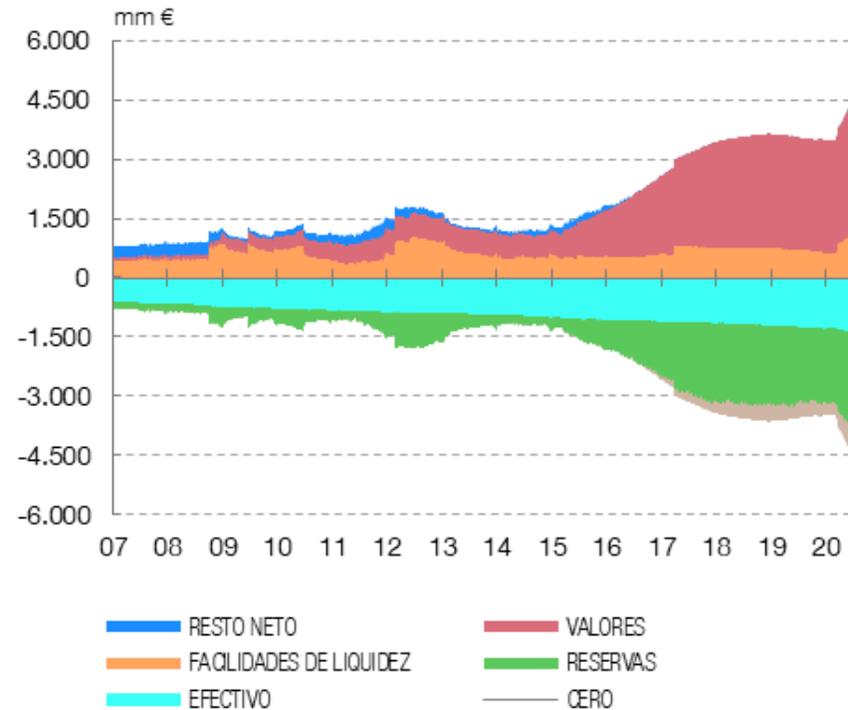
# LA CERCANÍA DE LOS TIPOS DE INTERÉS A SU LÍMITE INFERIOR LLEVÓ AL BCE A EMPLEAR MEDIDAS NO CONVENCIONALES...

- Medidas como los programas de compras de activos (APP), las operaciones de refinanciación a largo plazo ((T)LTROs) y el *forward guidance* buscaban añadir estímulo monetario, ante el margen relativamente escaso para implementar recortes adicionales en los tipos de interés

1 TIPOS DE INTERÉS OFICIALES DEL BCE Y EONIA



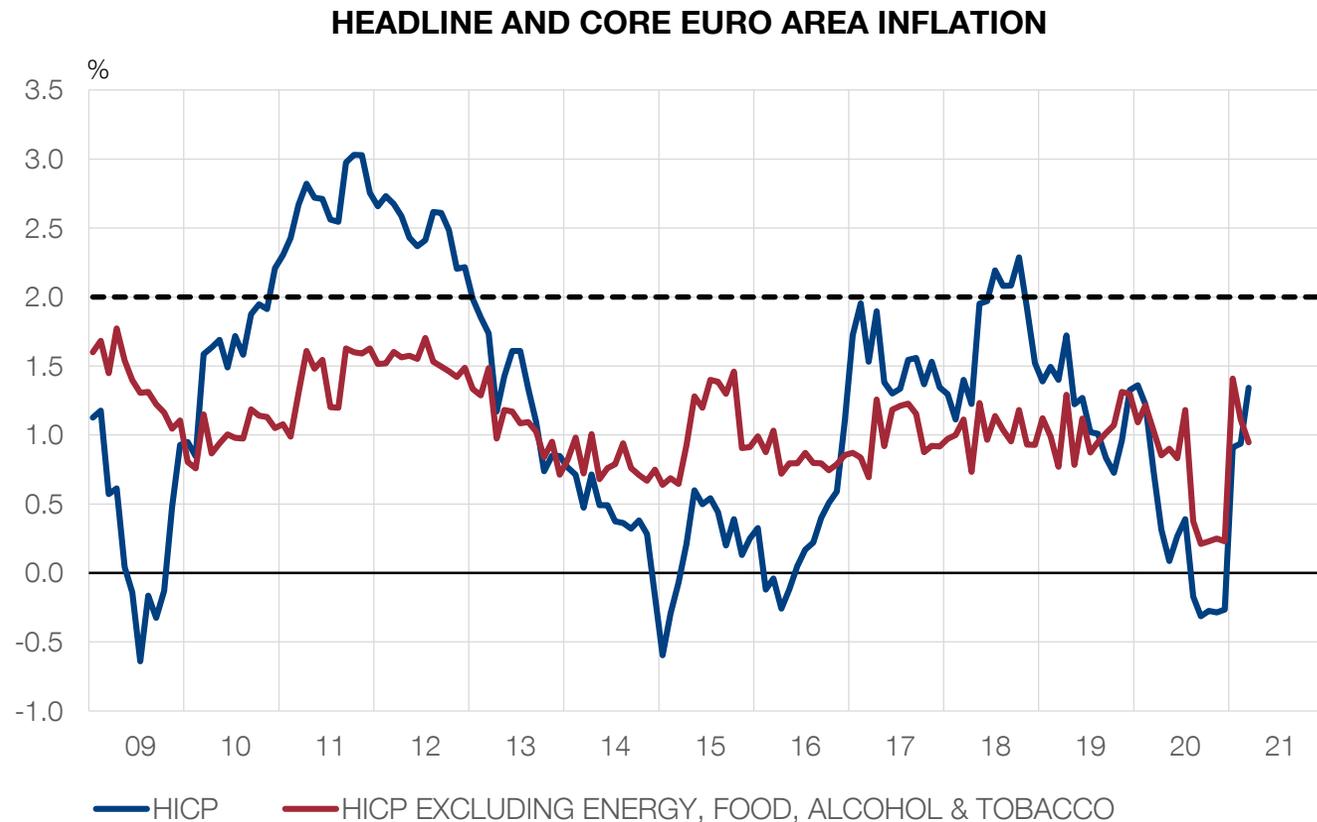
2 BALANCE DEL EUROSISTEMA



FUENTES: Thomson Reuters Datastream y Banco Central Europeo.

## ... PESE A LO CUAL LA INFLACIÓN DEL ÁREA DEL EURO HA ESTADO DE FORMA PERSISTENTE POR DEBAJO DE SU (ANTERIOR) OBJETIVO

- Ya antes de la pandemia, la inflación general del área del euro venía oscilando en torno a niveles alejados del objetivo (“por debajo, pero cerca, del 2%”)
- La inflación **subyacente** se había estabilizado en torno a niveles muy inferiores al 2%, haciendo aún más difícil la convergencia de la inflación general hacia el objetivo



Fuente: Eurostat. Última observación: Marzo de 2021.

- El anterior objetivo de inflación (“inferior pero cercana al 2 por ciento”) era susceptible de ser interpretado como **asimétrico**, es decir, que la respuesta de la política monetaria era más contundente ante desviaciones de la inflación por **encima** del objetivo que por debajo
- Esta percepción de asimetría no favorecía el anclaje de las expectativas de inflación en niveles realmente cercanos al 2 por ciento.
- Además, el propio objetivo numérico de inflación no quedaba bien definido (“cercano a”: ¿1.7? ¿1,8%? ¿1,9%?)
- Dado esto, era necesario redefinir el objetivo de inflación para que fuera **más claro y simétrico, y se evitase una interpretación mecánica del objetivo como un “techo” para la inflación**

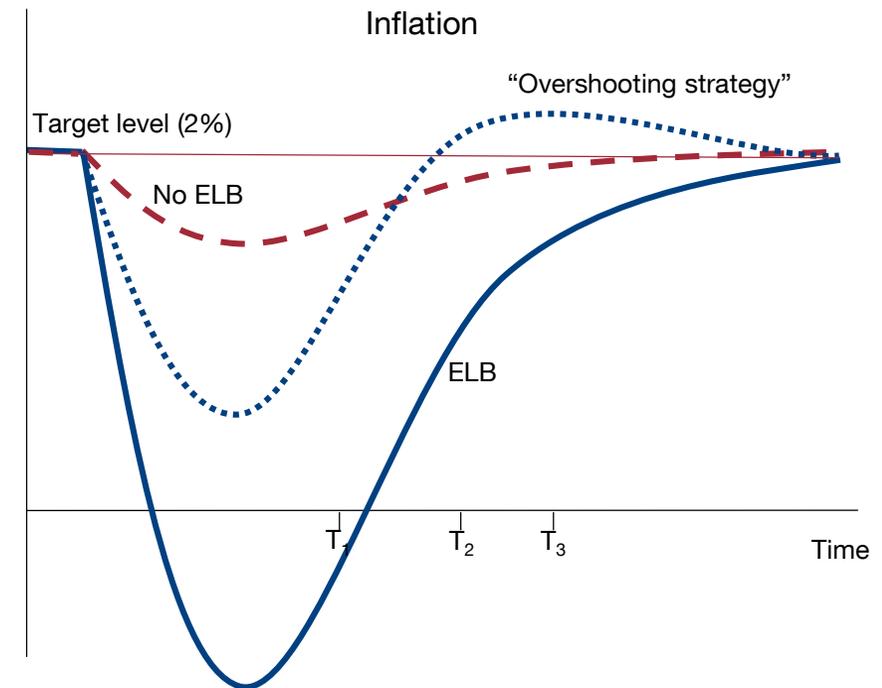
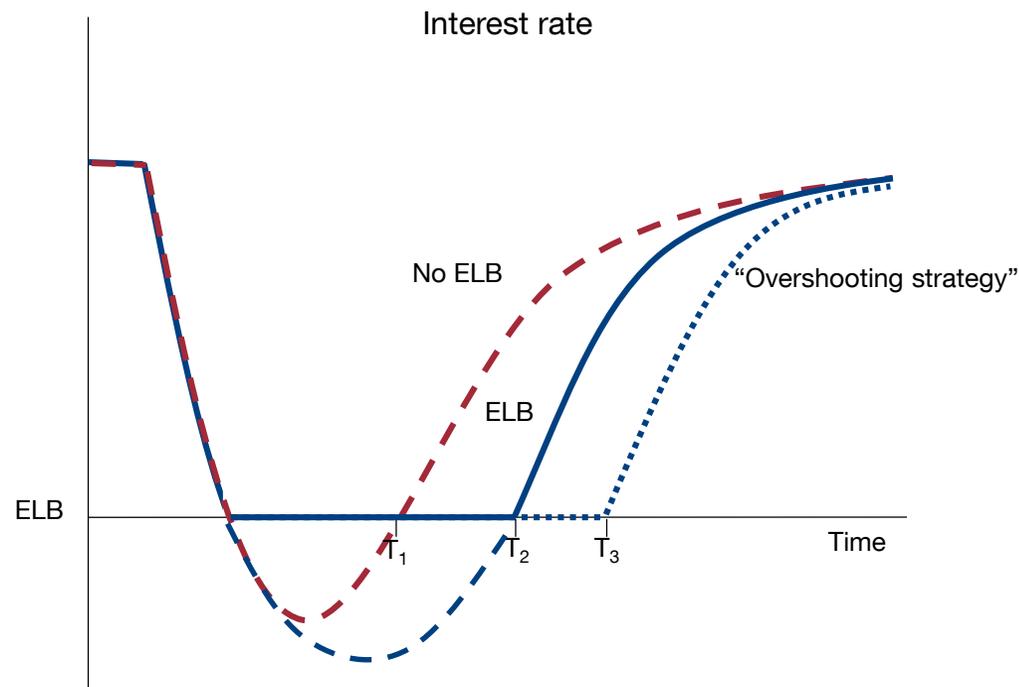
## ÍNDICE

1. El anterior marco estratégico y sus resultados
2. La caída del tipo de interés natural y el problema del límite inferior
- 3. Principales elementos de la nueva estrategia**
4. La adecuación de la *forward guidance* a la nueva estrategia
5. Decisiones recientes de política monetaria: la recalibración del PEPP



- Para hacer el objetivo de inflación más claro y simétrico, y afrontar la dificultad asociada a la caída en los tipos de interés de equilibrio y el límite inferior a los tipos nominales, la nueva estrategia incorpora **dos modificaciones fundamentales**:
  - **Objetivo de inflación del 2 por ciento a medio plazo, y compromiso simétrico con dicho objetivo**
    - “Simétrico” quiere decir que las desviaciones positivas y negativas de la inflación respecto de su objetivo se consideran igualmente indeseables.
  - Necesidad de **medidas de política monetaria especialmente contundentes o persistentes cuando la economía se aproxime al límite inferior** para evitar que se afiancen las desviaciones negativas del objetivo de inflación
    - Se reconoce así la importancia de tener en cuenta las implicaciones del **límite inferior** de cara a mantener la simetría del objetivo de inflación
    - Esto también puede implicar un período transitorio en el que la **inflación se sitúe moderadamente por encima del objetivo (*overshooting*)**

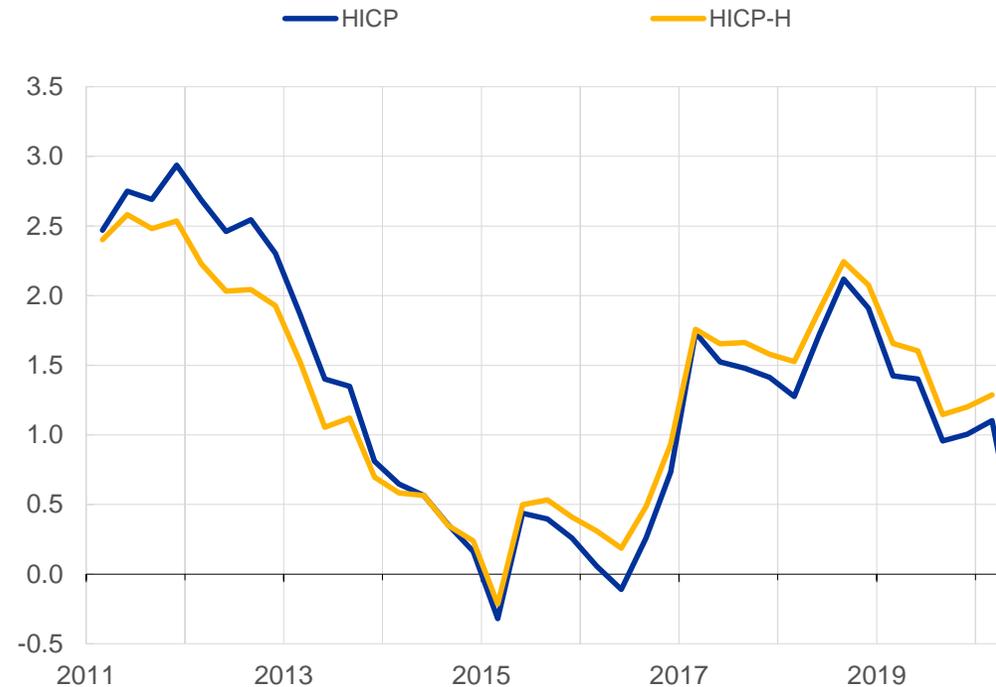
- Al señalar la posibilidad de *overshooting* futuros, y si los agentes son forward-looking, el banco central puede lograr un aumento en las expectativas de inflación
- La caída consiguiente en los tipos de interés reales estimula el gasto agregado y la inflación actual
- De esta forma, es posible neutralizar (en parte) la limitación que plantea la cota inferior a los tipos de interés y lograr fluctuaciones más simétricas de la inflación en torno al objetivo



Fuente: elaboración propia

- Se confirma la **orientación a medio plazo** de la estrategia, con el fin de dar cabida a las inevitables desviaciones a corto plazo de la inflación con respecto al objetivo y a los retardos e incertidumbre en la transmisión de la política monetaria.
  - También permite tener en cuenta el origen, la magnitud y la persistencia de las desviaciones y las otras consideraciones relevantes para lograr la estabilidad de precios (empleo, estabilidad financiera).
- **Instrumentos de política monetaria:** el principal es el conjunto de **tipo de interés oficiales**. También se utilizará, en especial, **forward guidance, compras de activos y operaciones de financiación a más largo plazo**, según proceda.
  - Se considerará, conforme sea necesario, **nuevos instrumentos** de política para lograr su objetivo de estabilidad de precios.

- Se confirma que el **Índice Armonizado de Precios de Consumo** (IAPC) continúa siendo el indicador de precios adecuado para evaluar la consecución del objetivo de estabilidad de precios.
- No obstante, se reconoce que la inclusión en el IAPC de los costes relacionados con la **vivienda en régimen de propiedad** representaría mejor la tasa de inflación relevante para los hogares.
  - La plena inclusión en el IAPC es un proyecto de varios años. Deberá permitir separar el componente de **consumo** del de **inversión**, siendo el primero el relevante para la política monetaria.



Source: Eurostat, ECB calculations

- Se basarán las decisiones de política monetaria en una **evaluación integral de dos análisis interdependientes: el análisis económico y el análisis monetario y financiero.**
- Adaptación de la **comunicación** para reflejar la revisión de la estrategia, mediante versiones por capas y visuales de los productos de comunicación (comunicado de política monetaria, conferencia de prensa, Boletín Económico y las reseñas de política monetaria) dirigidas al público en general. Actividades de divulgación como característica estructural.
- **Revisiones periódicas** de la estrategia. Próxima revisión prevista para 2025.

- En el marco de su mandato, el Consejo de Gobierno del BCE se compromete a asegurar que el Eurosistema tenga plenamente en cuenta, en línea con las metas y objetivos climáticos de la UE, las **implicaciones del cambio climático** y de la transición hacia una economía baja en carbono para la **política monetaria** y la actividad de banca central. .
- Compromiso con un ambicioso **plan de actuación climática**: incorporación completa de factores climáticos en las **evaluaciones de la política monetaria**, y **adaptación del diseño del marco operativo** de la política monetaria en lo referente a
  - la divulgación de información (*disclosure*),
  - la evaluación de riesgos,
  - las compras de activos del sector empresarial y
  - el sistema de activos de garantía.

## ÍNDICE

1. El anterior marco estratégico y sus resultados
2. La caída del tipo de interés natural y el problema del límite inferior
3. Principales elementos de la nueva estrategia
- 4. La adecuación de la *forward guidance* a la nueva estrategia**
5. Decisiones recientes de política monetaria: la recalibración del PEPP



- Anterior *forward guidance* (FG) sobre tipos de interés: “*The Governing Council expects the key ECB interest rates to remain at their present or lower levels until it has seen the inflation outlook robustly converge to a level sufficiently close to, but below, 2% within its projection horizon, and such convergence has been consistently reflected in underlying inflation dynamics.*”
- El nuevo FG incorpora el objetivo del **2% simétrico** –exigiendo que se alcance **pronto** y de forma **duradera** dentro del horizonte de proyección para poder subir tipos– y la posibilidad de *overshooting*; y refuerza la condición ligada a la inflación subyacente:

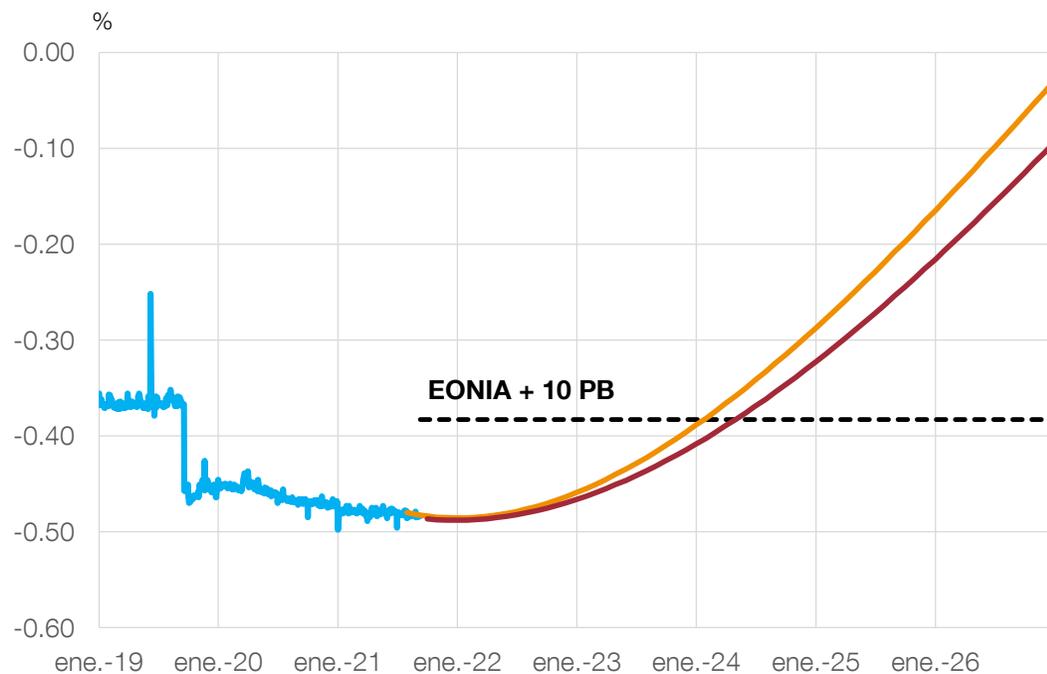
*“In support of its symmetric two per cent inflation target and in line with its monetary policy strategy, the Governing Council expects the key ECB interest rates to remain at their present or lower levels until it sees inflation **reaching two per cent well ahead** of the end of its projection horizon and **durably** for the rest of the projection horizon, and it judges that realised progress in underlying inflation is sufficiently advanced to be consistent with inflation stabilising at two per cent over the medium term. This may also imply a **transitory period in which inflation is moderately above target.**”*

- **Sin cambios, por el momento**, en el FG sobre el resto de instrumentos (APP, PEPP, TLTRO).
  - El compromiso de ajuste de instrumentos cambia de “*The Governing Council stands ready to adjust all of its instruments, as appropriate, to ensure that inflation moves towards its aim in a sustained manner, in line with its commitment to symmetry*” a “*(...) ensure that **inflation stabilises at its two per cent target over the medium term.***”

# LAS CURVAS FORWARD APUNTAN A UN RETRASO EN LA FECHA ESPERADA DE LA PRIMERA SUBIDA DE TIPOS Y UNA MAYOR INFLACIÓN EN DICHA FECHA

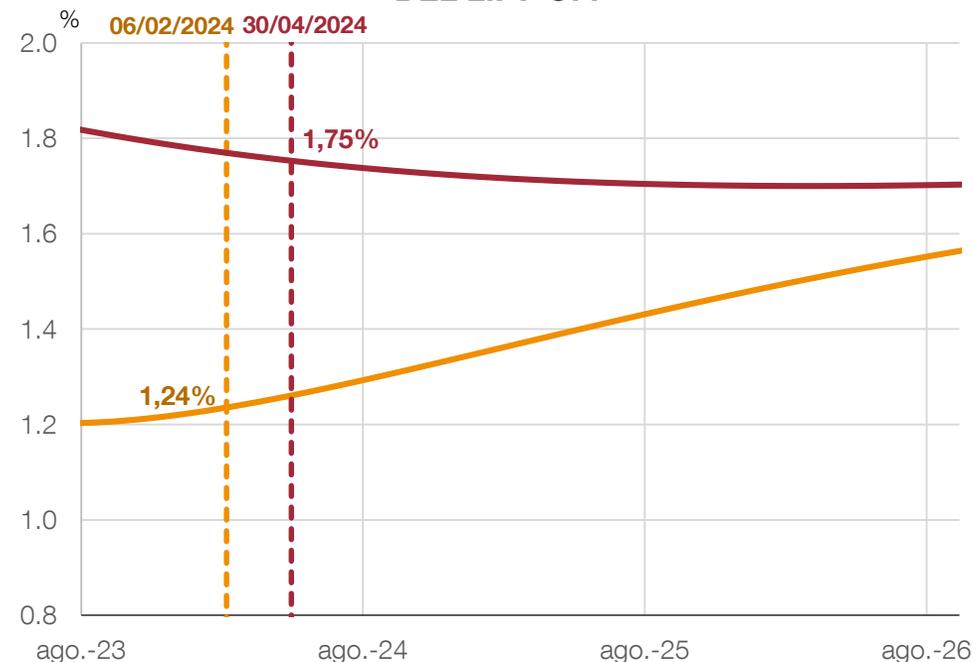
- En línea con la nueva estrategia, que fija un objetivo de inflación ligeramente más alto, y con la nueva *forward guidance*, que establece unas condiciones más exigentes en términos de inflación para que el BCE comience a elevar sus tipos de interés
- En todo caso, como muestra también el caso de la Reserva Federal, los mercados financieros necesitan tiempo para procesar completamente las implicaciones de este tipo de revisiones estratégicas para la política monetaria

### OIS FORWARD INSTANTÁNEO DE LA UEM



— EONIA — Curva Fwd EONIA 07/07/2021 — Curva Fwd EONIA 09/09/2021  
Fuente: Refinitiv Datastream y Banco de España.

### ILS FORWARD INSTANTÁNEO DE LA UEM Y FECHA ESPERADA DEL LIFT-OFF



— ILS Fwd 07/07/21 — Fecha LIFT-OFF a 07/07/21  
— ILS Fwd 09/09/21 — Fecha LIFT-OFF a 09/09/21

## ÍNDICE

1. El anterior marco estratégico y sus resultados
2. La caída del tipo de interés natural y el problema del límite inferior
3. Principales elementos de la nueva estrategia
4. La adecuación de la *forward guidance* a la nueva estrategia
5. **Decisiones recientes de política monetaria: la recalibración del PEPP**

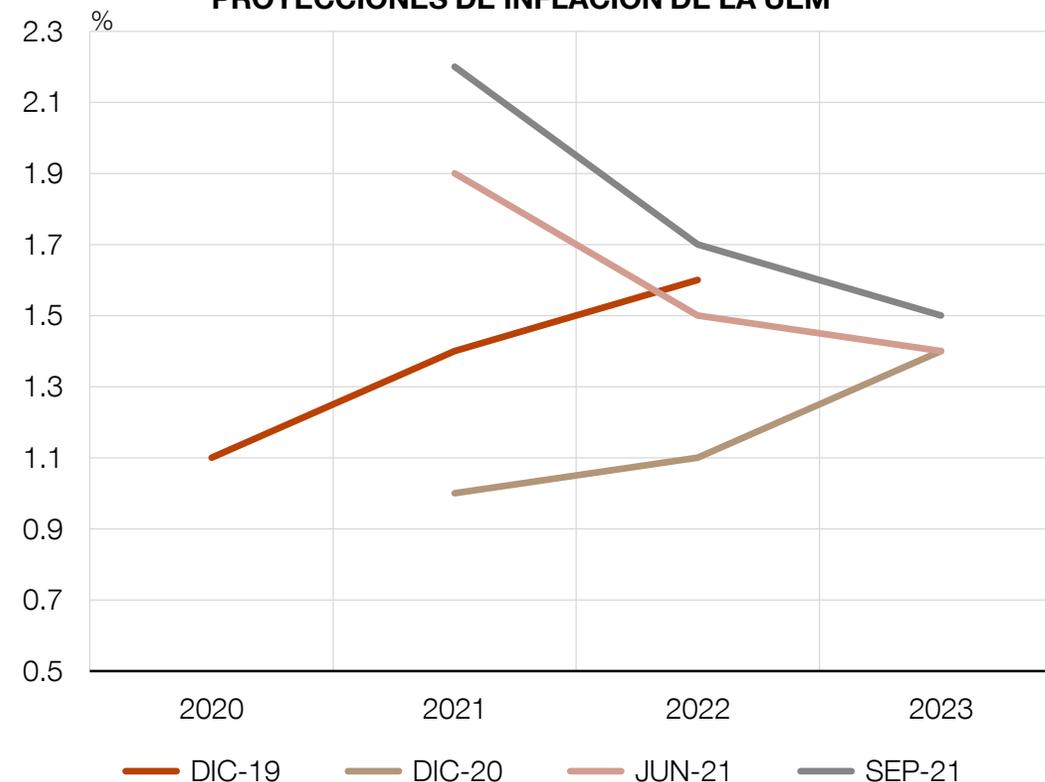


- En septiembre, en base a la relajación de las condiciones de financiación (CF) desde junio y a una leve mejoría de las perspectivas de inflación, el BCE ha decidido reducir ligeramente el ritmo de compras del PEPP. Sin embargo, la reciente reversión de las CF es un recordatorio de su volatilidad y dependencia del apoyo de políticas.
- Esta decisión no implica el inicio de una reducción progresiva de las compras netas del PEPP, lo que los anglosajones denominan tapering, sino una recalibración de estas.

### RENTABILIDAD SOBERANA Y OIS A 10 AÑOS



### BCE / EUROSISTEMA PROYECCIONES DE INFLACIÓN DE LA UEM



Fuente: BCE.

Fuentes: Refinitiv Datastream y BCE. Última observación: 13/09/2021  
(a) Rendimiento soberano a 10 años ponderado por el PIB de las cuatro grandes economías (Alemania, Francia, Italia, España).

GRACIAS POR SU ATENCIÓN

