
29.09.2022

La política monetaria en el área del euro: situación actual y adónde nos dirigimos

XXI Congreso de Directivos CEDE, Bilbao

Pablo Hernández de Cos

Gobernador

Majestad, autoridades, señoras y señores:

Quisiera comenzar agradeciendo a los organizadores la oportunidad que me brindan de dirigirme a ustedes en este XXI Congreso CEDE. Hoy me centraré en cómo podemos volver a conseguir la estabilidad de precios para los ciudadanos europeos en el contexto de las turbulencias actuales, dado que es responsabilidad del Consejo de Gobierno del BCE llevar de nuevo la inflación hasta al 2 % a medio plazo, que es el objetivo de nuestro mandato de estabilidad de precios.¹

Y tenemos que lograr ese objetivo en tiempos que no son nada fáciles. Después de una pandemia que ha costado más de un millón de vidas solo en Europa, y con la invasión rusa de Ucrania, los hogares europeos están sufriendo un drástico aumento del coste de la vida. Los precios al consumo en el área del euro se incrementaron un 9,1 % en agosto en comparación con el año anterior, un máximo histórico en la unión monetaria. La escalada de los precios ha sido especialmente acusada en los componentes de energía y de alimentos de la cesta de consumo. Además, con el tiempo, se ha ido generalizando como refleja una tasa de inflación subyacente del 4,3 % en agosto, otro máximo histórico como consecuencia, en gran medida, de los efectos indirectos de la subida de los precios de la energía y de las materias primas alimenticias a través de los costes de producción de las empresas. Como muestran estudios recientes, este repunte de la inflación ha afectado a algunos de los grupos más vulnerables de nuestra sociedad, como las personas con rentas bajas².

¿Dónde nos encontramos en términos de evolución de la inflación en el área del euro?

Evolución reciente de la inflación y perspectivas

La inflación comenzó a aumentar a principios de 2021, tras un breve período en territorio negativo al comienzo de la pandemia. Los precios de la energía han sido el principal determinante de este acusado incremento, a causa de las grandes subidas de los precios del gas y del petróleo. Otros factores importantes que han contribuido a esta escalada han sido el ascenso de los precios de las materias primas alimenticias y los cuellos de botella en las cadenas globales de suministro provocados por los desequilibrios entre la oferta y la demanda cuando las economías de todo el mundo relajaron sus medidas de contención relacionadas con la pandemia. El estallido de la guerra en Ucrania, las sanciones económicas a Rusia y las represalias en forma de reducciones en el suministro de gas han agravado la situación. Ucrania y Rusia también son importantes exportadores de cereales³. Aproximadamente dos terceras partes de la inflación actual se deben a la energía y los alimentos.

De cara al futuro, las proyecciones macroeconómicas del BCE publicadas este mes prevén que la inflación del área del euro descienda desde un nivel medio del 8,1 % en 2022 hasta

¹ Me gustaría agradecer a Irma Alonso, Pablo Aguilar, Samuel Hurtado, Peter Paz y Pedro del Río su contribución al contenido analítico de esta intervención.

² Véanse el capítulo 3 del Informe Anual de 2021 del Banco de España, 2022, y Cardoso M., C. Ferreira, J. Leiva, G. Nuño, A. Ortiz, T. Rodrigo, y S. Vazquez, «The Heterogeneous Impact of Inflation on Households' Balance Sheets», *Banco de España Working Paper*, de próxima publicación, 2022.

³ Puede consultarse más información en Borrillo, F., L. Cuadro-Sáez y J. J. Pérez, «Rising food commodity prices and their pass-through to euro area consumer prices», *Artículos Analíticos*, Banco de España, 2022.

el 5,5 % en 2023 y el 2,3 % en 2024, debido, en gran medida, a efectos base negativos en el componente energético, que afectan sobre todo al componente de combustibles. A partir de comienzos de 2023, se espera que los precios de la electricidad y, en particular, del gas, contribuyan a la moderación de la inflación.

Sin embargo, en el contexto actual, este escenario central está rodeado de una gran incertidumbre. Permítanme que describa las que, a mi juicio, son las principales fuentes de dicha incertidumbre, en particular en relación con la dinámica futura de la inflación.

En primer lugar, la posible aparición de efectos de segunda ronda. Estos efectos se producen cuando un alza de la inflación se traslada a los incrementos salariales y estos, a su vez, —en la medida en que las empresas busquen mantener, o incluso aumentar, sus márgenes— se trasladan a los precios. Esto podría generar una espiral de precios y salarios. Hasta ahora, este fenómeno no se ha dado en el área del euro y, de acuerdo con las últimas proyecciones del BCE, no se prevé que se produzcan espirales de precios y salarios importantes en el horizonte de proyección⁴. Se espera que el crecimiento de los costes laborales unitarios contribuya significativamente a la inflación en el área del euro en 2023, pero en menor medida en 2024, debido tanto a la moderación del avance de los salarios como al repunte del crecimiento de la productividad. No obstante, una inflación elevada y persistente incrementa el riesgo de que se materialicen dichos efectos de segunda ronda a través de subidas salariales y aumentos de los márgenes empresariales.

En segundo lugar, existe el riesgo de que la inflación se afiance como consecuencia del desanclaje de las expectativas de inflación. Este desanclaje aumentaría enormemente la persistencia del episodio inflacionista, que podría llegar a ser autosostenido, y exigiría medidas más radicales por parte de la política monetaria para acabar con él. Por el momento, no hay evidencia clara de un desanclaje de las expectativas de inflación, aunque algunos indicadores de las expectativas de inflación a medio plazo se sitúan ligeramente por encima del 2 %, lo que requiere un atento seguimiento por nuestra parte. La mayoría de las encuestas a analistas y expertos en previsión económica sitúan la inflación a medio plazo en el 2 % o ligeramente por encima de este nivel. Lo mismo sugieren también los tipos de los *swaps* de inflación, una vez ajustados por la presencia de primas de riesgo. Sin embargo, las encuestas sobre las expectativas de los consumidores ofrecen un panorama más preocupante, ya que la mediana de las expectativas de inflación a tres años ha aumentado hasta el 3 %. Como en el caso del riesgo de efectos de segunda ronda, permaneceremos extremadamente vigilantes a estos desarrollos.

En tercer lugar, hay mucha incertidumbre en torno a los acontecimientos geopolíticos futuros y a su incidencia sobre la dinámica del ciclo económico. Por una parte, la inflación puede resultar ser más elevada de lo esperado en un escenario en el que la guerra en Ucrania se prolongue mucho y su impacto sobre los mercados energéticos sea más intenso y persistente. Por otra, en ese mismo escenario, si la demanda continuara debilitándose a medio plazo debido a la reducción de las rentas reales, se reducirían las presiones inflacionistas. De hecho, el BCE publicó en septiembre un «escenario a la baja» alternativo. En ese escenario, los precios de la energía y de los alimentos aumentarían sustancialmente

⁴ Para un análisis de los efectos de segunda ronda en el área del euro, véase Battistini, N., H. Grapow, E. Hahn y M. Soudan, «Dinámica de la participación de las rentas salariales y efectos de segunda ronda sobre la inflación tras la escalada de los precios energéticos en la década de 1970 y actualmente», BCE, Boletín Económico, número 5/2022

como consecuencia de las graves perturbaciones de oferta asociadas a un agravamiento de la guerra en Ucrania, unido a otros *shocks* adversos para la economía europea⁵. El resultado sería una tasa de inflación del 6,9 % en 2023 y del 2,7 % en 2024. No obstante, quisiera subrayar que, pese a todos los problemas recientes relacionados con el suministro de gas a través del gasoducto *Nord Stream*, no cabe asumir que nos hallemos ya en dicho escenario a la baja, porque todavía no se han materializado las otras perturbaciones que forman parte de los supuestos del mismo. De hecho, los precios de varias materias primas esenciales —incluidos los de la energía— se sitúan actualmente por debajo del escenario central del BCE (más aún si se comparan con el escenario a la baja), lo que puede reflejar una demanda inferior a la esperada. Por último, un elemento adicional de incertidumbre está relacionado con el endurecimiento sincronizado de la política monetaria en los distintos países y su impacto sobre la actividad —incluidos los efectos de contagio globales— y sobre la inflación⁶.

Marco de nuestra respuesta de política monetaria: la estrategia de política monetaria del BCE

Como he mencionado antes, es responsabilidad del BCE mantener la estabilidad de precios en el área del euro. Dada la naturaleza del reciente aumento de la inflación, la primera pregunta que tenemos que plantearnos es de qué forma debería responder nuestra política monetaria.

En julio de 2021, el BCE adoptó una nueva estrategia de política monetaria, cuya piedra angular es un objetivo de inflación simétrico del 2 % a medio plazo. El objetivo del BCE no es, por tanto, estabilizar la inflación actual observada, sino estabilizar la inflación a medio plazo. Esta orientación a medio plazo responde a dos consideraciones.

En primer lugar, la política monetaria afecta a la inflación con desfases variables. El mecanismo de transmisión de la política monetaria opera primero afectando a las condiciones de financiación de las entidades de crédito, las empresas y los hogares. Ello, a su vez, repercute en el crédito, la inversión y las decisiones de consumo. Los cambios resultantes en la demanda agregada ejercen presión sobre las necesidades de producción de las empresas, reduciendo de esta forma su demanda de mano de obra y de otros insumos, y, por tanto, sobre los costes de producción, lo que acabará afectando a los precios. Sin embargo, este proceso lleva tiempo. Los estudios empíricos suelen mostrar que las decisiones de política monetaria alcanzan su máximo impacto sobre la inflación al cabo de entre un año y medio y dos años. Por tanto, intentar estabilizar la inflación observada en todo momento es una tarea vana, y probablemente contraproducente, dado que incrementa la volatilidad de los agregados macroeconómicos.

En segundo lugar, la respuesta óptima de la política monetaria depende de la naturaleza de las perturbaciones que provocan el avance de la inflación. Por ejemplo, una perturbación energética se suele considerar una perturbación de oferta o «de costes», ya que eleva los costes de producción de las empresas. En este caso, el banco central se enfrenta a una disyuntiva entre la inflación, por un lado, y la actividad económica y el desempleo, por otro: si reacciona con demasiada contundencia a la subida de los precios resultante de la

⁵ Véase el recuadro 3 de las proyecciones macroeconómicas del BCE para la zona del euro.

⁶ Véase M. Obstfeld y H. Zhou, «The Global Dollar Cycle». *Brookings papers on economic activity*, BPEA Conference Drafts, 2022.

perturbación de costes, las pérdidas de actividad y de empleo causadas por la perturbación de oferta se amplificarán más, y el paro empeorará. En cambio, si es demasiado débil en su respuesta para minimizar las pérdidas económicas y de empleo, la inflación puede aumentar en exceso. La política óptima en este caso es «intervenir en contra de la tendencia», endureciendo la política monetaria lo suficiente para permitir un cierto aumento transitorio de la inflación por encima del objetivo, así como una reducción del PIB por debajo de su nivel potencial y un incremento del desempleo⁷.

Sin embargo, la receta anterior se basa en el supuesto de que las expectativas de inflación a largo plazo de las empresas y los trabajadores permanecen firmemente ancladas en todo momento al objetivo del banco central, ya que confían plenamente en su compromiso de volver a situar la inflación en su objetivo. A este respecto, estudios recientes muestran que, cuando las expectativas de inflación a largo plazo de los agentes son endógenas al entorno de inflación que experimentan, en un contexto de inflación elevada y persistente dichas expectativas pueden ser muy sensibles a desviaciones de la inflación observada con respecto a sus propias previsiones⁸. Así pues, una conducción adecuada de la política monetaria debería tener en cuenta el riesgo de desanclaje modificando el tipo de interés de forma más agresiva que si no existiera dicho riesgo⁹. La política monetaria óptima en tal caso implicaría dar una respuesta contundente a las variaciones en las expectativas de inflación a largo plazo de los agentes. Esta respuesta contundente asegura que, cuando el público se ve sorprendido por la inflación y las expectativas comienzan a desanclarse, el banco central no permite que se sitúen persistentemente por encima del objetivo a medio plazo.

En definitiva, la orientación a medio plazo de nuestro objetivo de inflación reconoce el control imperfecto de la inflación por parte de la política monetaria a corto plazo, debido a los desfases variables en la transmisión a la economía y la inflación, y al hecho de que algunos tipos de perturbaciones puedan crear un conflicto temporal entre inflación y actividad económica, como en el caso de las perturbaciones de costes. La orientación a medio plazo dota a la política monetaria de flexibilidad para evaluar el origen de las perturbaciones y no tener en cuenta las de carácter temporal que pueden desaparecer por sí mismas. Siguiendo esta orientación a medio plazo, el BCE evita una volatilidad innecesaria de la actividad y el empleo.

Cabe señalar que la orientación a medio plazo no implica que los bancos centrales deban ignorar la evolución de la inflación a corto plazo, sino que significa que los datos de inflación más recientes importan en la medida en que contengan información sobre las presiones inflacionistas a medio plazo.

Por su propia naturaleza, la orientación a medio plazo requiere proyectar la senda de inflación futura. Las encuestas y los instrumentos de los mercados financieros nos proporcionan una herramienta útil a este respecto, dado que nos aportan evidencia de

⁷ Véase, por ejemplo, Galí, J. «Monetary Policy, Inflation, and the Business Cycle», Princeton University Press, 2008. Los modelos que incluyen caracterizaciones más realistas de los mercados de petróleo y gas ofrecen respuestas conceptualmente similares, como, por ejemplo, en Nakov, A., y A. Pescatori «Monetary Policy Trade-Offs with a Dominant Oil Producer», *Journal of Money, Credit and Banking*, 42: 1-32, 2010.

⁸ Véase, por ejemplo, Carvalho, C., S. Eusepi, E. Moench y B. Preston, «Anchored Inflation Expectations», *American Economic Journal: Macroeconomics* (de próxima publicación).

⁹ Véase Gáti, L., «Monetary Policy and Anchored Expectations: An Endogenous Gain Learning Model», *ECB Working Paper No. 2022/2685*, 2022.

cómo creen los diferentes agentes (expertos, hogares, empresas y participantes en los mercados financieros) que evolucionará la inflación en el futuro. Además, los bancos centrales se basan en las previsiones de sus expertos sobre inflación y actividad económica —que generalmente se alimentan de una cantidad ingente de análisis económico y monetario— como elemento fundamental de su proceso de toma de decisiones.

En síntesis: nuestra tarea no es responder al dato de inflación más reciente, lo que, como ya he dicho, sería un ejercicio vano y —en presencia de perturbaciones de oferta adversas— contraproducente, sino estabilizar la inflación a medio plazo en el nivel deseado (en nuestro caso el 2 %), asegurando al mismo tiempo que las expectativas de inflación a largo plazo permanecen ancladas al objetivo.

Devolver la inflación al 2 % a medio plazo

En el contexto del incremento continuado de las expectativas de inflación a medio plazo y a medida que las economías se recuperaban de la fase más aguda de la crisis de la pandemia, a finales de 2021, en el Consejo de Gobierno del BCE iniciamos un proceso de normalización progresiva de nuestra política monetaria. El primer paso fue la retirada del extraordinario estímulo monetario que implementamos al comienzo de la pandemia. Para ello, en marzo dimos por terminadas las compras netas de activos en el marco del PEPP. En nuestra reunión de junio, concluimos que se habían cumplido las condiciones establecidas en la *forward guidance* para subir los tipos de interés. Por lo tanto, comunicamos nuestra intención de aumentar los tipos en julio y de volverlos a elevar en septiembre, y —de conformidad con nuestra orientación futura encadenada sobre las subidas de tipos y las compras de activos— anunciamos que las compras netas en el marco del APP finalizarían a principios de julio. Ese mes elevamos 50 puntos básicos los tipos de interés, un incremento mayor del indicado en junio, debido a nuestra valoración actualizada de los riesgos para la inflación y al apoyo reforzado para la transmisión efectiva de la política monetaria al conjunto del área del euro que proporcionaba el nuevo Instrumento para la Protección de la Transmisión (TPI, por sus siglas en inglés). En septiembre aprobamos una subida sin precedentes de 75 puntos básicos, motivada por unos niveles de inflación que eran excesivamente altos y que, probablemente, permanecerían por encima de nuestro objetivo durante un período prolongado¹⁰. Este importante paso anticipa la transición desde el nivel muy acomodaticio de los tipos de interés oficiales hacia niveles que aseguren el retorno de la inflación a nuestro objetivo del 2 % a medio plazo.

Como pueden ver, decidimos iniciar la normalización de nuestra política monetaria subiendo los tipos de interés, en lugar de hacerlo reduciendo el tamaño de nuestro balance —lo que se conoce como *quantitative tightening* o «endurecimiento cuantitativo». ¿Por qué optamos por las subidas de tipos de interés y no por reducir el tamaño de nuestro balance? Considero que hay tres razones importantes. En primer lugar, entendemos mejor el mecanismo de transmisión de las alzas de los tipos de interés que el del endurecimiento cuantitativo. Tenemos décadas de experiencia con el primero, mientras que nunca hemos reducido el tamaño de nuestro balance partiendo de niveles tan elevados. En segundo lugar, el endurecimiento cuantitativo podría causar turbulencias en determinados segmentos de los mercados, ya que la oferta podría superar a la demanda y la liquidez

¹⁰ Para una explicación detallada de la motivación de nuestra subida de tipos de 75 puntos básicos en septiembre de 2022, véase Hernández de Cos (2022), «[Inflación y crecimiento económico en la eurozona: la política monetaria y el papel de las otras políticas económicas](#)», discurso en el Foro Joly Andalucía. Banco de España.

podría evaporarse. Esto podría poner en peligro la senda de normalización monetaria en un momento en el que todos nuestros esfuerzos deberían centrarse en ese objetivo. En tercer lugar, la transmisión de la política monetaria en el área del euro depende mucho del crédito bancario. Los precios de los préstamos suelen estar referenciados a los tipos de interés a corto y a medio plazo. Por lo tanto, los tipos de interés oficiales son un instrumento más eficaz para endurecer la política monetaria.

Una pregunta fundamental de cara al futuro es cuánto deberían subir nuestros tipos de interés oficiales. Es decir, ¿cuál es el nivel de los tipos de interés que garantiza que la inflación converja hacia el 2 % al final de nuestro horizonte de medio plazo? Voy a llamar a ese nivel el «tipo de interés terminal compatible con el objetivo». Otra pregunta relacionada con la primera es: ¿a qué velocidad debería alcanzarse ese tipo terminal?

Permítanme que conteste primero esta segunda pregunta. ¿Cuál sería la senda óptima hacia el tipo terminal? Una posibilidad sería elevar los tipos de interés hasta su nivel terminal inmediatamente. Sin embargo, esta opción es muy poco recomendable, dada la enorme incertidumbre que caracteriza al actual entorno económico, así como la incertidumbre en torno al impacto de nuestras medidas sobre la economía en este contexto. Las fuentes de esta incertidumbre son múltiples. Existe incertidumbre sobre la naturaleza de las perturbaciones actuales, esto es: sobre en qué medida reflejan factores de oferta o de demanda, lo que, como he explicado antes, determina cuán rápida debería ser la reacción de la política monetaria. Tampoco estamos seguros sobre su persistencia, que es un determinante fundamental de las perspectivas de inflación. Asimismo, debemos lidiar con la incertidumbre sobre cómo acabarán afectando nuestras medidas a la inflación a lo largo del canal de transmisión de la política monetaria: no conocemos con certeza el grado de sensibilidad de las condiciones de financiación generales (incluidas las condiciones de los préstamos bancarios) a nuestras decisiones de política monetaria, ni la sensibilidad de la demanda agregada a las condiciones de financiación, ni tampoco sabemos en qué medida responde la inflación a la actividad económica —es decir, la pendiente de la denominada «curva de Phillips». Por todos estos motivos, resulta muy difícil determinar cuánto debería endurecerse nuestra política en los próximos trimestres, en comparación con una senda «neutral», para volver a situar la inflación a medio plazo en el 2 %.

La literatura económica aún está muy lejos de ofrecer una respuesta clara a la pregunta de cómo debería reaccionar la política monetaria en un entorno de elevada incertidumbre. Una referencia clásica es el «principio de Brainard», que dice que la política monetaria ha de ser prudente en un contexto de incertidumbre en torno a los efectos sobre la inflación de las perturbaciones subyacentes o de cualquier error en la calibración de las políticas¹¹. Este principio suele resumirse diciendo que «cuando estás en una habitación a oscuras, hay que dar pasos pequeños». De hecho, cuanto mayor es la incertidumbre, más probable es que una respuesta más agresiva de la política monetaria ante cualquier perturbación aleje a la inflación del objetivo¹².

¹¹ Véase Brainard, W. C. «Uncertainty and the Effectiveness of Monetary Policy», *American Economic Review* 57 (2), pp. 411–425, 1967.

¹² Dependerá del grado de persistencia de las perturbaciones que afecten a la economía, como se muestra en Ferrero, G., M. Pietrunti y A. Tiseno. «Benefits of gradualism or costs of inaction? Monetary policy in times of uncertainty», *Banca d'Italia Termini di Discussione (Working Paper)* No 1205, 2019.

No obstante, estudios posteriores han matizado este punto de vista. Por ejemplo, cuando existe incertidumbre sobre la persistencia de la inflación — como es claramente el caso en el contexto actual —, puede ser óptimo que el banco central responda al incremento de la inflación de una forma más agresiva con el fin de reducir la incertidumbre sobre la evolución futura de los precios¹³. El motivo es que cuando la dinámica de la inflación es incierta, la incertidumbre que debe afrontar el banco central es mayor cuanto más lejos está la tasa de inflación de su objetivo. Por consiguiente, para reducir el grado de incertidumbre sobre la senda futura de la inflación, la política óptima se torna más agresiva acercando así la inflación al objetivo.

Conjuntamente, estos dos razonamientos distintos contribuyen a explicar por qué la mayoría de los bancos centrales, incluido el BCE, hemos seguido una senda de endurecimiento que combina cierta gradualidad (en el sentido de alcanzar el tipo de interés terminal — sea cual sea este finalmente — mediante una secuencia de subidas de los tipos de interés, en lugar de hacerlo en una o dos subidas) con cierta anticipación del ajuste hacia ese tipo terminal (un ejemplo sería nuestra subida de 75 puntos básicos este mes) en un intento de preservar el anclaje de las expectativas de inflación.

En nuestra última reunión también anunciamos que los tipos de interés volverán a elevarse. ¿Hasta dónde subirán nuestros tipos de interés? Y retomo aquí la primera de las dos preguntas que he planteado antes: ¿cuál es el tipo terminal compatible con el objetivo?

Adónde nos dirigimos: el tipo de interés terminal compatible con el objetivo

Permítanme expresarme con claridad: nadie sabe dónde se sitúa el tipo de interés terminal. Y esto no se debe únicamente a la incertidumbre a la que me he referido antes; depende también de acontecimientos futuros, como la eventual trayectoria de la guerra en Ucrania y los desarrollos geopolíticos asociados a esta.

Con todo, esto no significa que no podamos hacernos una idea de los tipos terminales que parecen más probables desde nuestra perspectiva actual. En efecto, dada la actual situación económica, podemos utilizar nuestros modelos macroeconómicos para obtener una horquilla de los valores más probables del tipo de interés terminal. Estos valores dependen de la información disponible en cada momento, por lo que deberán revisarse y se revisarán conforme se vayan recibiendo nuevos datos. Pero, al menos, proporcionan una estimación condicionada de cuánto esperamos que suban nuestros tipos de interés para que la inflación a medio plazo descienda hasta nuestro objetivo del 2 %.

Los expertos del Banco de España han realizado este ejercicio sirviéndose de una serie de modelos macroeconómicos. El ejercicio se basa en el supuesto de que los tipos de interés del BCE aumentarán hasta marzo de 2023 de forma lineal, y que después se mantendrán en ese nivel durante la mayor parte de 2023 y 2024¹⁴. El tipo de interés terminal sería el nivel

¹³ Véase Söderström, U., «Monetary Policy with Uncertain Parameters», *The Scandinavian Journal of Economics*, vol. 104(1), pp. 125-145, 2002.

¹⁴ Consideramos tanto un modelo de equilibrio general dinámico y estocástico (DSGE, por sus siglas en inglés), como modelos semiestructurales — como el NiGEM — y grandes modelos macroeconómicos estimados para replicar la economía del área del euro. En el caso del DSGE y del modelo macroeconómico, definimos sus parámetros para reproducir las proyecciones macroeconómicas de septiembre del BCE y a continuación consideramos sendas contrafactuales para los tipos, mientras que en el del modelo NiGEM utilizamos las proyecciones que incorpora. Los

de los tipos de interés a corto plazo en marzo de 2023 coherente con una tasa de inflación prevista del 2 % al final de 2024. Los resultados muestran que —de acuerdo con la información disponible actualmente— el valor mediano del tipo terminal en los distintos modelos se sitúa en el 2,25 %-2,5 %. De hecho, esta estimación presenta una incertidumbre considerable, como lo muestra la amplitud de la horquilla de tipos terminales estimados por los distintos modelos¹⁵. Quisiera subrayar, en particular, que estos modelos no pueden capturar el riesgo de un eventual desanclaje de las expectativas ni la gravedad de los efectos de segunda ronda y cómo se ven afectados por las variaciones del tipo de interés terminal.

¿Podrían considerarse las anteriores estimaciones un compromiso con respecto al tipo de interés terminal? En absoluto. Insisto en que se trata tan solo de una previsión basada en modelos condicionada a la información actual. Al tratarse de una previsión, esta horquilla depende por completo de los datos y puede cambiar con el transcurso del tiempo. Con todo, considero que es una herramienta valiosa para proporcionar a la ciudadanía cierta orientación sobre la magnitud del ajuste que esperamos en nuestros tipos de interés para cumplir con nuestro mandato de mantener la estabilidad de precios.

Conviene tener en cuenta que este tipo de interés terminal compatible con el objetivo no coincide necesariamente con el tipo de interés natural o de equilibrio. El tipo de interés natural es el tipo de interés real que es compatible con que la inflación se sitúe en su objetivo. Cuando los tipos de interés reales son mayores que el tipo de interés natural, la orientación de la política monetaria es contractiva; cuando se sitúan por debajo, la política monetaria es expansiva. El problema es que el tipo de interés natural no es observable. En el mejor de los casos, contamos con algunas estimaciones sobre su valor de largo plazo, que oscilan entre -1 % y 0 %, lo que equivale a tipos de interés nominales a largo plazo del 1 % - 2 %. Esta horquilla de tipos es coherente con las expectativas a largo plazo de los participantes en los mercados, que actualmente se sitúan en el 1,5 %¹⁶. Nuestra estimación actual del tipo de interés terminal compatible con el objetivo es, por tanto, más alta que el tipo de interés natural a largo plazo, lo que implica que los tipos nominales superarían el tipo de interés natural (nominal) a largo plazo y, por consiguiente, se espera que descendan con posterioridad.

Quisiera destacar una última consideración. Esta horquilla para el tipo terminal se ha calculado suponiendo que el Eurosistema mantiene constante el tamaño de su cartera de activos en el marco del APP y del PEPP durante un horizonte temporal que resulta coherente con nuestra comunicación sobre el PEPP (para el que está previsto que sus reinversiones continúen hasta el final de 2024) y con las expectativas sobre el APP basadas en encuestas (cuyo horizonte de reinversión es más abierto). Sin embargo, en el caso del APP, el BCE podría tomar la decisión de empezar a reducir su *stock* de activos antes de lo que anticipan los mercados actualmente. Dado el funcionamiento de los programas de compras de activos, esta línea de actuación tendría un efecto a la baja sobre el tipo

agentes del modelo DSGE tienen expectativas racionales. El NiGEM se resuelve tanto con expectativas racionales como adaptativas. Las expectativas adaptativas requieren una respuesta menos agresiva (tipo terminal del 1,75 %), dado que en ellas influye mucho el pasado, caracterizado por un período prolongado de inflación por debajo del objetivo en el área del euro.

¹⁵ Concretamente, la horquilla del tipo terminal estimado con nuestros modelos va del 1,75 % al 3 %.

¹⁶ Véase la encuesta a analistas de política monetaria del BCE del mes de septiembre.

terminal¹⁷. Ello se debe a que si anunciamos nuestra intención de empezar a reducir nuestra cartera del APP antes de lo previsto por los inversores, los rendimientos de los bonos aumentarán, sobre todo en los plazos más largos, lo que provocará un endurecimiento de las condiciones de financiación generales superior al implícito en nuestra senda de tipos de interés oficiales. Por tanto, para conseguir el mismo grado de endurecimiento en nuestro conjunto de instrumentos de política monetaria, los tipos de interés a corto plazo no necesitarían subir tanto. De igual modo, el final de las operaciones TLTRO-III vigentes durante los dos próximos años conllevará una reducción sustancial del tamaño del balance del Eurosistema, lo que también puede contribuir a la normalización de la orientación de nuestra política monetaria. En ese caso, sin embargo, los mercados ya esperan probablemente una reducción automática del tamaño del balance derivada de las operaciones TLTRO-III.

Estas consideraciones apuntan a la necesidad de reflexionar sobre cómo combinar correctamente las subidas de los tipos de interés y el endurecimiento cuantitativo en los próximos trimestres.

Conclusiones

Permítanme concluir. De mi intervención de hoy se pueden extraer varias conclusiones fundamentales sobre las que me gustaría hacer hincapié.

Primero, la inflación del área del euro ha aumentado principalmente como consecuencia de perturbaciones energéticas (y de los alimentos) que escapan a nuestro control. Esto no significa que en el Consejo de Gobierno del BCE debamos quedarnos de brazos cruzados. Debemos seguir normalizando nuestra política monetaria para evitar que se produzcan efectos de segunda ronda y un desanclaje de las expectativas de inflación.

Segundo, nuestras decisiones se basan en la senda de inflación a medio plazo, no en los últimos datos de inflación observados. Esto nos obliga a proyectar la inflación por medio de distintos métodos. Las proyecciones más recientes del BCE sitúan la inflación promedio para 2024 en el 2,3 %. Dicho esto, este mismo mes decidimos anticipar la senda de normalización de nuestros tipos de interés oficiales y anunciar nuevas subidas de los tipos de interés para más adelante con el objetivo de garantizar el retorno de la inflación a medio plazo a nuestro objetivo del 2 %.

Tercero, es muy difícil saber cuánto más deberán subir nuestros tipos de interés oficiales en este ciclo de endurecimiento, dada la enorme incertidumbre a la que nos enfrentamos en el contexto actual. Pero, por esa misma razón, los modelos económicos resultan útiles, puesto que proporcionan cierta orientación a los bancos centrales. En este discurso he ofrecido algunas estimaciones basadas en modelos desarrollados por expertos del Banco de España. Es muy importante tener en cuenta que esta es una proyección que depende de los datos y que puede cambiar con el transcurso del tiempo y a medida que se disponga de nueva información. También depende de nuestras decisiones futuras sobre nuestros programas de compras de activos.

¹⁷ Véase, por ejemplo, Costain J., G. Nuño y C. Thomas, «The Term Structure on Interest Rates in a Heterogeneous Monetary Union», Documento de Trabajo n.º 2223, Banco de España, 2022.

Espero que mis palabras les hayan tranquilizado en lo que respecta a nuestra voluntad de frenar la inflación sin causar un sufrimiento innecesario a nuestros conciudadanos del área del euro. Vivimos tiempos difíciles, pero esperamos estar a la altura.

Muchas gracias por su atención.