



Bloque II. La política monetaria

Tema 5. La implementación de la política monetaria

Borja Petit

Economía monetaria y bancaria

CUNEF Universidad

Curso académico: 2025/2026

Esquema

1. La política monetaria en la práctica
2. Caso práctico: la respuesta del ECB a la crisis de inflación de 2021-2022

Esquema

1. La política monetaria en la práctica

1.1 El problema de la inconsistencia temporal

1.2 Las reglas de política

1.3 La política monetaria en la práctica

2. Caso práctico: la respuesta del ECB a la crisis de inflación de 2021-2022

Introducción



- La política monetaria consiste en modificar los tipos oficiales con el objetivo de modificar los tipos de interés a corto plazo del mercado y, así, modificar los tipos a medio y largo plazo (Tema 4).
- Los cambios en los tipos de mercado afectan a la economía a través de los canales de transmisión de la política monetaria (Tema 6) que suponen shocks a la demanda y oferta de bienes (Tema 2).
- Dos preguntas importantes que nos quedan pendientes:
 - A) ¿Cuándo debe intervenir el banco central?
 - B) ¿Qué tipo de interés debe fijar?
- “Monetary policy is as much an art as a science” (A. Greenspan).

Introducción

- Una de las dificultades a las que se enfrenta la política monetaria es que sus efectos dependen de las expectativas, por eso es importante que las expectativas estén ancladas (bajo control).
- Si las expectativas de inflación no están ancladas...
 - Un shock positivo de demanda puede convertirse fácilmente en una espiral de inflación.
 - La política monetaria tiene que ser mucho más agresiva:

$$\text{Objetivo: } \Delta r = -5 \text{ p.p.} \quad \longrightarrow \quad \begin{cases} \text{Si } \Delta \pi^e = 3 \text{ p.p.} & \text{entonces } \Delta i = -2 \text{ p.p.} \\ \text{Si } \Delta \pi^e = 0 \text{ p.p.} & \text{entonces } \Delta i = -5 \text{ p.p.} \end{cases}$$

- Además, las expectativas de inflación afectan a los salarios, lo que contribuye a cambiar la inflación.
- ¿Qué debe hacer el banco central para anclar las expectativas de inflación? ¡Ser fiable!

Introducción

- Dos formas (extremas) de hacer política monetaria:
 - La **política monetaria discrecional** consiste en decidir sobre el tipo de interés en base a la información disponible y a lo que resulta óptimo hoy.
 - Esta opción otorga mucha flexibilidad al banco central para hacer frente a nuevas situaciones.
 - Pero puede provocar que los anuncios del banco central no sean creíbles, desanclando las expectativas y haciendo que la política monetaria tenga que ser más agresiva.
 - Las **reglas de política** son fórmulas matemáticas que determinan el nivel del tipo de interés.
 - Esta opción permite que los anuncios del banco central sean creíbles (elimina el problema de la inconsistencia temporal).
 - Pero limitan la flexibilidad del banco central.
- La realidad se sitúa entre estos dos extremos: la confiabilidad de las reglas de política con la flexibilidad de la política discrecional. Pero es algo muy difícil. . . El problema de la inconsistencia temporal.

El problema de la inconsistencia temporal

- Planteado en un *paper* enormemente influyente de Kydland y Prescott en 1977, **el problema de la inconsistencia temporal** consiste en que para un decisor de política puede resultar óptimo incumplir sus compromisos haciendo que sus anuncios no sean creíbles.
 - Es decir, el problema de la inconsistencia temporal nos dice que lo que hoy es óptimo para mañana, puede no serlo mañana.
 - Los agentes son racionales y acaban dándose cuenta convirtiendo los anuncios (o compromisos del banco central) en no creíbles.
- **Ejemplo:** anuncio que dentro de 2 semanas habrá un examen sobre los canales de transmisión de la política monetaria pero, cuando llega el día, lo óptimo sería avanzar con el temario porque ya habéis estudiado (objetivo). Pero, ¿qué pasaría si os anuncio otro examen para dentro de un mes?
- **Solución:** hacer que la política monetaria sea previsible de forma que los agentes puedan comprobar que el banco central no se desvía y así construir su reputación.
 - El caso más extremo sería el uso de reglas de política monetaria.

Las reglas de política

- Las reglas de política monetaria son **fórmulas matemáticas o algoritmos que determinan la decisión** que tiene que tomar el banco central en base a información observable (inflación, PIB, etc.).
- El objetivo es el de **establecer a priori la respuesta del banco central** ante diversos escenarios futuros de forma que la política monetaria se hace más previsible (menos incierta) facilitando la formación de expectativas y contribuyendo a una mayor credibilidad del banco central.

...pero limita la **flexibilidad** del banco central: las reglas de política se determinan de acuerdo con la experiencia pasada, pero ¿qué pasa si ocurre algo que nunca había pasado?

- Un **ejemplo sencillo** de regla de política es el compromiso del banco central de hacer que la cantidad de dinero en la economía crezca un $m\%$ al año (según Friedman y la TCD: $m \equiv g$)
- El caso es que la experiencia histórica muestra que los bancos central se comportan de este modo, tal y como documentó John Taylor en 1992.

Las reglas de política

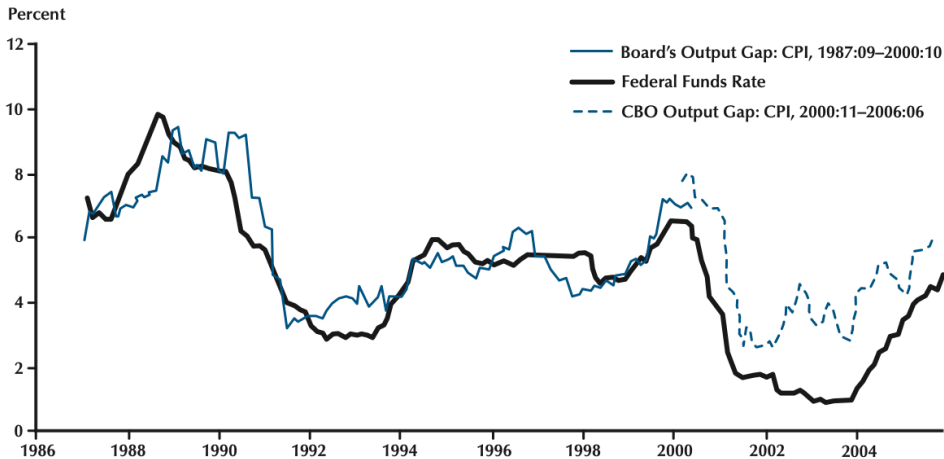
- El economista americano comprobó que, durante la gran moderación (años 80), el tipo de interés de la FED siguió muy de cerca una sencilla expresión matemática, **la Regla de Taylor**:

$$i_t = r^* + \pi_t + \phi_\pi(\pi_t - \pi^*) + \phi_y(y_t - y^*)$$

donde r^* es el tipo de interés real a largo plazo, π^* la inflación objetivo y y^* la tasa natural de crecimiento del PIB real (su tendencia a largo plazo).

- Aumentar el tipo de interés en una determinada cantidad cuando la inflación está por encima de su valor objetivo y/o cuando el PIB crezca “demasiado”.
- Principio de Taylor**: si la inflación crece en un punto, el tipo de interés debe aumentan en $1 + \phi_\pi > 1$.
La formulación original establecía $\phi_\pi = \phi_y = 0,5$.
- Esta regla de política ha tenido una enorme influencia en el diseño de la política monetaria, aunque en los últimos años los bancos centrales se han desviado de ella...

La regla de Taylor en EEUU



“A Monetary Policy for the Future”

Remarks at the IMF Conference, Rethinking Macro Policy:

“La Fed decidió mantener la tasa de interés muy baja durante 2003-2005, desviándose así de la política basada en reglas que funcionó bien durante la Gran Moderación. No se necesitan reglas de política para ver el cambio: con una tasa de inflación alrededor del 2 %, la tasa de los fondos federales fue solo del 1 % en 2003, en comparación con el 5.5 % en 1997 cuando la tasa de inflación también era aproximadamente del 2 %. Los resultados no fueron buenos. En mi opinión, este cambio de política provocó una búsqueda de rentabilidad, excesos en el mercado inmobiliario y, junto con un proceso regulatorio que rompió las reglas de seguridad y solidez, fue un factor clave en la crisis financiera y la Gran Recesión.”

John B. Taylor

Las reglas de política

- En realidad, las reglas de política no están pensadas para que se sigan mecánicamente. . .
 - Es necesario un cierto grado de flexibilidad para acometer situaciones nuevas.
Por definición, las reglas de política se basan en la experiencia pasada.
 - Seguir una regla de política supondría cambios muy frecuentes en los tipos de interés, lo que generaría una mayor incertidumbre.
- Las reglas de política se usan como un marco con el que comparar los tipos de interés para saber si están “demasiado” alto o “demasiado” bajo.
 - Janet Yellen (presidenta de la FED entre 2014 y 2018) reconoció que usaban la Regla de Taylor para “tener una idea aproximada de si el tipo de interés estaba en niveles razonables”.
 - Entonces, ¿cómo se lleva a cabo la política monetaria?

La política monetaria en la práctica

¿Cómo se lleva cabo la política monetaria en la práctica?

- Cuatro aspectos relevantes:
 1. Principios rectores de las decisiones de política monetaria.
 2. Costes de la intervención del banco central.
 3. Cuándo debe intervenir el banco central.
 4. Cómo interviene el banco central.
- Y un extra: 5. ¿por qué no dejamos que nos lo diga un ordenador?

La política monetaria en la práctica

1. Principios rectores de las decisiones de política monetaria: las decisiones del banco central deben. . .

- **Precisión**: tener un objetivo claro.
 - Enunciar claramente el objetivo de la intervención ayuda a anclar y formar expectativas.
- **Facilidad de comprensión**: ser fáciles de entender por todos los agentes.
 - Una buena decisión que no se entienda genera incertidumbre.
- **Eficiencia y estabilidad**: considerar sus efectos sobre la estabilidad del sistema financiero.
 - Una buena decisión que no se entienda genera incertidumbre.
- **Limitación de riesgos**: limitar el riesgo para para la estabilidad del banco central.
 - Una buena decisión que no se entienda genera incertidumbre.
- **Promoción de la competencia**: ser neutrales en cuanto a agentes y activos.
 - Distorsionar los precios relativos de los activos puede generar una burbuja.

La política monetaria en la práctica

2. Costes de la intervención del banco central:

El banco central no debe intervenir ante cualquier repunte de la inflación porque las decisiones de política monetaria son costosas:

- **Mayor incertidumbre:**
 - La intervención del banco es un shock en si mismo.
 - No hay certidumbre sobre los efectos de su intervención: el banco central se puede equivocar.
- **Mayor asunción de riesgo:**
 - Los estándares de crédito bajan cuando se reducen los tipos de interés, permitiendo el acceso al crédito a agentes poco solventes que pueden comprometer los balances de los bancos.
- **Mayor riesgo de burbuja:**
 - Una reducción de tipos genera aumento en el precio de los activos.

La política monetaria en la práctica

3. ¿Cuándo debe intervenir el banco central?

- Cuando el shock inflacionario sea de suficiente **magnitud**.
 - Si el shock sufrido por la economía es muy grande, el mecanismo de ajuste puede llevar demasiado tiempo y generar mucha inflación en el proceso.
- Cuando el shock inflacionario sea **persistente**.
 - El shock no desaparece por si mismo y la intervención del banco central es necesaria.
 - Si no lo hace, las expectativas empezarán a crecer y se desanclarán.
- Cuando las expectativas de inflación estén **desancladas**.
 - Tal y como vimos en el tema 2, si las expectativas no están ancladas, un pequeño shock puede generar una espiral de inflación/deflación.
 - La intervención permite restaurar el mecanismo de ajuste de la economía.

La política monetaria en la práctica

4. ¿Cómo interviene el banco central?

- El banco central toma decisiones de política monetaria cada cierto tiempo.

En el caso del BCE y la FED, estas reuniones se producen cada seis semanas.

- En las reuniones del banco central, los miembros del órgano decisor evalúan las tendencias macroeconómicas y de inflación que preparan los servicios de estudios:
 - ¿Cuál es el nivel de inflación? ¿cómo es su evolución reciente? ¿cómo se prevé que sea?
 - ¿Cuál es la magnitud del shock?
 - ¿Cómo evoluciona la producción y el mercado de trabajo? ¿qué ocurre con los salarios?
 - ¿Cómo de persistente es el shock?
 - ¿Cuáles son las expectativas de inflación a medio plazo?
 - ¿Están ancladas las expectativas de inflación?

Schedules for the meetings of the Governing Council and General Council of the ECB and related press conferences

13/11/2024	Governing Council of the ECB: non-monetary policy meeting in Frankfurt
27/11/2024	Governing Council of the ECB: non-monetary policy meeting: hybrid format (both virtual and in Frankfurt)
28/11/2024	General Council meeting of the ECB: hybrid format (both virtual and in Frankfurt)
12/12/2024	Governing Council of the ECB: monetary policy meeting in Frankfurt
12/12/2024	Press conference following the Governing Council meeting of the ECB in Frankfurt
30/01/2025	Governing Council of the ECB: monetary policy meeting in Frankfurt

Fuente: web del BCE

La política monetaria en la práctica

4. ¿Cómo interviene el banco central?

- Estos informes sirven para el banco central juzgue la naturaleza, magnitud y persistencia de los shocks que recibe la economía y de este modo pueda decidir si su intervención está justificada.
- Si considera que la intervención es necesaria. . . ¿cómo decide qué tipo de interés debe fijar o cuántos activos debe comprar?
 - Los servicios de estudios de los bancos centrales cuentan con modelos macroeconómicos muy complejos que les permiten simular la respuesta de la economía ante diferentes escenarios: bajada de los tipos oficiales en x p.p., compra de y millones de euros en activos, etc.
 - A partir de esos escenarios alternativos. . .
 - ¿Cuál de los escenarios simulados es mejor?
 - ¿Cuál de las opciones nos aleja más de lo recomendado por la regla de política?

Los bancos centrales intentan no sorprender al mercado para no generar incertidumbre.

$$\hat{\lambda}_t = -\frac{1}{1 - \kappa g_z^{-1}} \hat{c}_t + \frac{\kappa g_z^{-1}}{1 - \kappa g_z^{-1}} \hat{c}_{t-1} - \frac{\kappa g_z^{-1}}{1 - \kappa g_z^{-1}} \hat{g}_{z,t} - \frac{1}{1 + \tau^C} \hat{\tau}_t^C + \hat{\epsilon}_t^C, \quad (\text{A.9})$$

$$\begin{aligned} \hat{p}_{I,t} = \hat{Q}_t + \hat{\epsilon}_t^I + \gamma_I g_z^2 \bigg(& \beta \left(\text{E}_t [\hat{i}_{t+1}] - \hat{i}_t \right) \\ & - \left(\hat{i}_t - \hat{i}_{t-1} \right) + \beta \text{E}_t [\hat{g}_{z,t+1}] - \hat{g}_{z,t} \bigg), \end{aligned} \quad (\text{A.10})$$

$$\begin{aligned} \hat{Q}_t = & \frac{\beta (1 - \delta)}{g_z} \text{E}_t [\hat{Q}_{t+1}] + \text{E}_t [\hat{\lambda}_{t+1}] - \hat{\lambda}_t - \text{E}_t [\hat{g}_{z,t+1}] \\ & - \frac{\beta (1 - \tau^K) r_K}{g_z} \text{E}_t \left[\frac{1}{1 - \tau^K} \hat{\tau}_{t+1}^K - \hat{r}_{K,t+1} \right] + \frac{\beta \delta p_I}{g_z} \text{E}_t [\tau^K \hat{p}_{I,t+1} + \hat{\tau}_{t+1}^K], \end{aligned} \quad (\text{A.11})$$

$$\hat{r}_{K,t} = \frac{\gamma_{u,2}}{\gamma_{u,1}} \hat{u}_t + \hat{p}_{I,t}, \quad (\text{A.12})$$

La política monetaria en la práctica

4. ¿Cómo interviene el banco central?

- Una vez decidida la medida de política monetaria, el siguiente paso es comunicarla al público.
La comunicación es la principal arma de política que tiene el banco central.
- Justo después de cada reunión del consejo de gobierno del BCE se publica el informe sobre las decisiones de política monetaria: [monetary policy statement](#)
 - Se justifica cada decisión en base a la información disponible y las previsiones realizadas.
 - Se informa sobre los planes futuros en función de la evolución de las condiciones económicas.
- Después, el presidente y vicepresidente del BCE comparecen ante la prensa para [informar de las decisiones](#) y responder las preguntas de los periodistas.
→ [Video de Youtube con la última rueda de prensa.](#)

La política monetaria en la práctica



The screenshot shows the official website of the European Central Bank (BCE) in Spanish. The header includes the BCE logo, the text 'BANCO CENTRAL EUROPEO | EUROSISTEMA', and navigation links such as 'Sobre el BCE', 'El BCE y tú', and 'Empleo'. A secondary navigation bar lists various topics like 'Política monetaria y mercados', 'Pagos y estabilidad financiera', 'Estadísticas', 'El euro', 'Estudios', 'Noticias y publicaciones', and 'Supervisión bancaria'. Below this, a breadcrumb trail reads 'Home > Noticias y publicaciones > Notas de prensa > Por fecha'. The main content area features a white box with the title 'NOTA DE PRENSA' and 'Decisiones de política monetaria'. To the right of the title are icons for printing and social media sharing (Twitter, Facebook, LinkedIn, Email). Below the title, the date '17 de octubre de 2024' is displayed. The text of the press release begins with 'El Consejo de Gobierno ha decidido hoy bajar los tres tipos de interés oficiales del BCE en 25 puntos básicos. En particular, la decisión de bajar el tipo de interés aplicable a la facilidad de depósito —tipo de interés mediante el que el Consejo de Gobierno guía la orientación de la política monetaria— se basa en su evaluación actualizada de las perspectivas de inflación, la dinámica de la inflación subyacente y la intensidad de la transmisión de la política monetaria'.

Fuente: [web del BCE](#)

La política monetaria en la práctica

The screenshot shows the official website of the European Central Bank (BCE) in Spanish. The header includes the BCE logo and the text 'BANCO CENTRAL EUROPEO | EUROSISTEMA'. Navigation links are provided for 'Sobre el BCE', 'El BCE y tú', and 'Empleo'. A secondary menu lists various topics: 'Política monetaria y mercados', 'Pagos y estabilidad financiera', 'Estadísticas', 'El euro', 'Estudios', 'Noticias y publicaciones', and 'Supervisión bancaria'. The breadcrumb trail indicates the current page is 'Home > Noticias y publicaciones > Conferencia de prensa de política monetaria > Declaraciones de política monetaria'.

DECLARACIÓN DE POLÍTICA MONETARIA
CONFERENCIA DE PRENSA

**Christine Lagarde, presidenta del BCE,
Luis de Guindos, vicepresidente del BCE**

Liubliana, 17 de octubre de 2024

Buenas tardes, al Vicepresidente y a mí nos complace darles la bienvenida a nuestra conferencia de prensa. Deseo expresar mi agradecimiento al gobernador Vasle por su hospitalidad, y en especial, al personal encargado de organizar la reunión del Consejo de Gobierno de hoy por su excelente trabajo.

You may also be interested in:

Combined monetary policy decisions and statement
[> Download PDF](#)

Christine Lagarde
The President of the European Central Bank

Fuente: [web del BCE](#)

La política monetaria en la práctica

Extra: 5. ¿Por qué no dejamos que nos lo diga un ordenador?

- Hemos visto que la Regla de Taylor se mostró muy acertada en cuanto al comportamiento de los tipos de interés en EEUU hasta los años 2000. Algo similar podemos encontrar en Europa.
- Los modelos que usan los bancos centrales son enormemente complejos (y completos).

Estos modelos son similares a la Regla de Taylor pero con más estructura: el valor de los parámetros de la regla de política depende del modelo.

- ¿Por qué no seguir lo que nos digan los modelos?

No es una buena idea. . . ¿por qué?

La política monetaria en la práctica

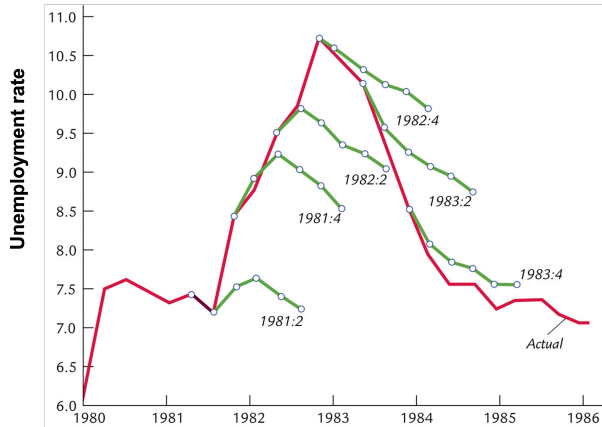
Extra: 5. ¿Por qué no dejamos que nos lo diga un ordenador?

- Saber cuándo se debe intervenir es algo cualitativo: ¿cuándo es un shock *suficientemente* grande o persistente? ¿cuáles deben ser las expectativas para considerarlas desancladas?.

¡Buenas noticias! Los economistas no tenemos tanto riesgo de ser desplazados por la tecnología.

- Los resultados de los modelos se basan en el valor de sus parámetros pero éstos cambian con el tiempo y con las propias decisiones de política monetaria (Crítica de Lucas).
- Los modelos son limitados y no pueden abarcar todo el contexto económico.
 - Ante una recesión el modelo puede sugerir una bajada de tipos, pero si el precio de los activos es muy alto, una bajada de tipos puede desencadenar una burbuja.
 - La realidad económica cambia sin que los modelos puedan adaptarse: impacto de la IA, guerras comerciales, dinámicas geopolíticas, etc.
- Los modelos utilizados son herramientas estadísticas y están sujetas a errores.

Errores de predicción durante la crisis de 1982 (EEUU)



Fuente: "Macroeconomics", G. Nankiw (6th ed.)



“Monetary policy is as much an art
as a science”

Allan Greenspan
Presidente de la FED entre 1987 y 2006.

Esquema

1. La política monetaria en la práctica

2. Caso práctico: la respuesta del ECB a la crisis de inflación de 2021-2022

2.1 El origen de la crisis

2.2 La política del BCE durante 2021

2.3 La política del BCE durante 2022

2.4 ¿Por qué el BCE no reaccionó antes?

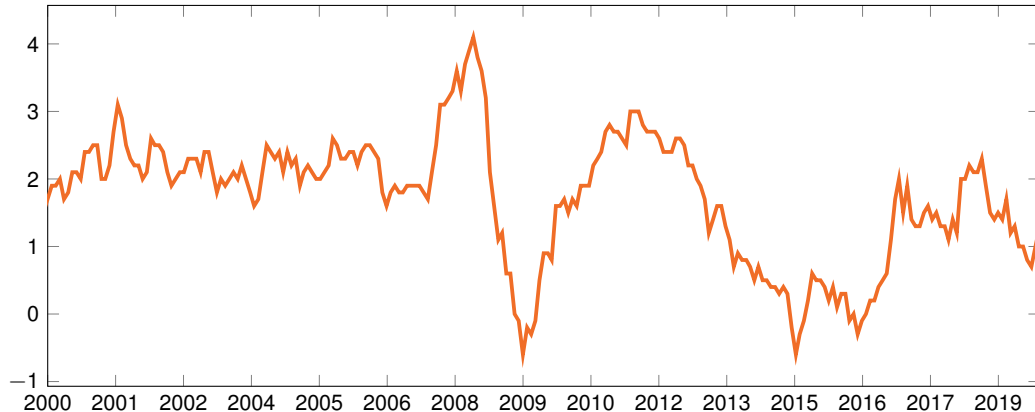
Introducción

- A principios de 2020, Europa (y el resto del mundo) sufrió la crisis del COVID-19.
 - El PIB europeo se contrajo un 14 % anual durante el tercer trimestre de 2020.
 - La tasa de inflación se redujo del 1.3 % de enero de 2020 al -0.3 % en septiembre de ese año.
- Pero el panorama monetario empezó a cambiar en 2021, con una inflación que comenzó a crecer de manera sostenida hasta alcanzar un nivel récord del 10.6 % en octubre de 2022. ¿Por qué?
 - La recuperación de la crisis del COVID fue muy robusta: gran crecimiento de la demanda agregada.
 - Enorme crecimiento del precio de la energía: contracción de la oferta agregada.
 - Invasión de Ucrania, que provocó un mayor aumento de los precios energéticos y de otras MMPP
- ¿Cómo respondió el BCE? ¿Cómo y en base a qué tomó sus decisiones?

Phillip R. Lane: “[The 2021-2022 inflation surges and monetary policy in the euro area](#)” (11/03/24).

Introducción

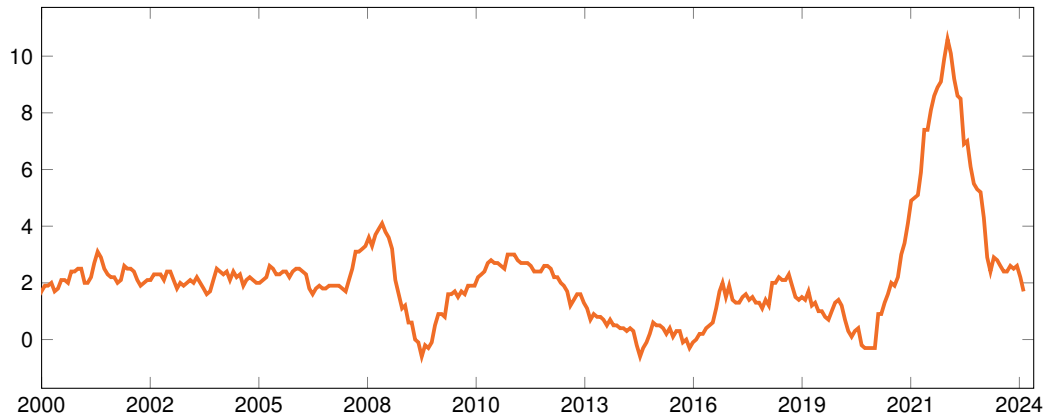
Inflación en la eurozona (HICP), 2000–2020



Fuente: [BCE](#)

Introducción

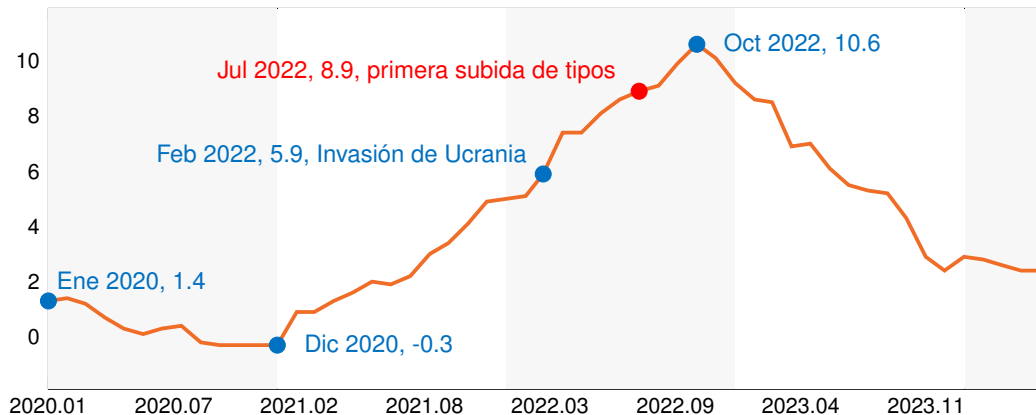
Inflación en la eurozona (HICP), 2000–2024



Fuente: BCE

Introducción

Inflación en la eurozona (HICP), 2020-2024



Fuente: BCE

El origen de la crisis

- La crisis del COVID-19 se caracterizó por:
 - Restricciones a la movilidad sin precedentes que limitaron enormemente el consumo y la producción de bienes y servicios (cuellos de botella).
 - Elevada incertidumbre tanto sobre la duración y como sobre la gravedad de la crisis sanitaria (y económica), lo que contrajo aún más el consumo.
- Todo ello generó una enorme acumulación de ahorro entre los hogares europeos.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Depósitos (miles de mill.)	1.123	1.053	1.889	2.305	1.482	672
Crecimiento anual (%)	-2,10	-6,30	79,50	21,99	-35,72	-54,67

El origen de la crisis

- La respuesta a la crisis del COVID por parte del BCE se centró en políticas de balance ya que los tipos de interés oficiales estaban en negativo desde antes del inicio de la crisis.

FM de depósito: -0.50% ; Ope. principales: 0.00% ; FM de crédito: 0.25% .

- Dos medidas fundamentales desde marzo de 2020:
 - Intenso programa de compra de activos: Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP).
750 billones + 600 billones (junio) + 500 billones (diciembre) = 1.850 billones.
 - Se redujo el tipo de interés en operaciones principales de financiación a largo plazo y se relajaron las normas respecto al colateral utilizable en estas operaciones
- Esta política generó un enorme exceso de liquidez en el mercado con el objetivo de:
 - Evitar una crisis deflacionaria por la contracción de la demanda agregada: la inflación pasó del 1.4% en enero del 20 al -0.3% en diciembre.
 - Garantizar la estabilidad de los mercados financieros para asegurar la transmisión de la PM.

La política del BCE durante 2021

- Europa inició el 2021 con una inflación negativa y con mucha incertidumbre sobre la evolución futura de la economía: vacunación, nuevas variantes del virus, etc.

... y lo terminó con una inflación del 5 %

(A) Relajación de las restricciones a la movilidad, que facilitó un aumento de la demanda.

Gasto “cautivo” de la época del COVID.

(B) Aparición de cuellos de botella en la producción como consecuencia del parón por el COVID.

(C) Aumento del precio de la energía por una mayor demanda energética.

Mientras que (A) supuso un shock de demanda, (B) y (C) fueron shocks de oferta.

- El año 2021 se caracterizó por una enorme incertidumbre sobre la fragilidad de la recuperación económica y la creciente fragmentación financiera de la zona euro.
- Pese al aumento de la inflación, el BCE no tomó medidas restrictivas de política monetaria. ¿Por qué?

La política del BCE durante 2021

- Los shocks inflacionarios se consideraron de magnitud moderada y temporales por naturaleza.

Previsiones de inflación media del BCE, 2021

	2021	2022	2023
Inflación media observada	2.6 %	8.4 %	5.5 %
Marzo 2021	1.5 %	1.2 %	1.4 %
Junio 2021	1.9 %	1.5 %	1.4 %
Septiembre 2021	2.2 %	1.7 %	1.5 %

- Además, el BCE tenía el compromiso adquirido durante el 2020 de mantener condiciones financieras favorables hasta que “la crisis de coronavirus hubiese terminado”.

“The Governing Council will conduct net asset purchases under the PEPP until at least the end of March 2022 and, in any case, until it judges that the coronavirus crisis phase is over”.

La política del BCE durante 2021

- Además, todo hacía indicar que el shock era temporal y acabarían las presiones inflacionistas sin necesidad de intervención del banco central...
 - Durante el 2021 las expectativas de inflación (medidas a través de encuestas a hogares y empresas) fueron aumentando, pero dentro de niveles compatibles con el objetivo del BCE:
 - El aumento de la expectativas se consideró una buena noticia después de un periodo de expectativas muy bajas debido a la pandemia.
 - Una subida apresurada de los tipos de interés podría desanclar esas expectativas.
 - Durante gran parte del año no se observaron subidas de salarios, lo que hacía indicar que los agentes tampoco esperaban que el repunte de la inflación fuese a prolongarse en el tiempo.

La política del BCE durante 2021

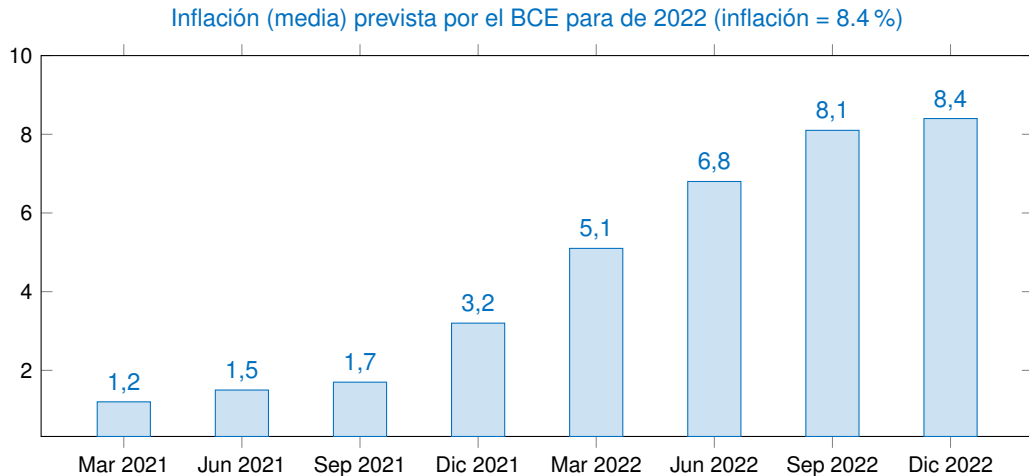
- Un último factor que explica la falta de reacción por parte del BCE es la incertidumbre sobre la fragilidad/fortaleza de la recuperación y el miedo a una nueva recesión.
- La falta de precedentes generó una enorme incertidumbre: en cualquier momento podía aparecer una nueva variante que nos devolviese a marzo de 2020.
 - La variante Delta se hizo mayoritaria en Europa en la segunda mitad del año. A finales de año surgió la variante Omicron.
 - El proceso de vacunación avanzaba a ritmos dispares en Europa.
- En este contexto, una subida prematura de los tipos podía generar una crisis cuando el BCE...
 - Mantenía tipos de interés bajos
 - Tenía ya activo el mayor programa de compra de activos
- Si se produjese una nueva recesión... ¿qué más podría hacer el BCE?
- Entonces, ¿qué hizo el BCE durante 2021?

La política del BCE durante 2021

- En su reunión del 11 de marzo el BCE intensificó sus compras de activos (bajo el PEPP) para acallar los rumores sobre una posible subida de tipos de interés, cosa que se repitió en en las reuniones del 10 de junio y del 22 de julio.
- La intensidad en el programa de compras se empezó a moderar tras la reunión del 9 de septiembre, cuando el BCE ya proyectaba una inflación media cercana al 2 % para 2021.
- En las reuniones de del 28 de octubre y del 16 de diciembre, el BCE volvió a moderar la intensidad del PEPP y sugirió una posible subida de los tipos de interés (la inflación alcanzó el 5 %) ...
 - En 12/2021, el BCE estimaba una inflación del 3.2 % para 2022 y del 1.8 % para 2023 y 2024, pero en los primeros meses de 2021 se vio que estas estimaciones eran muy bajas.

Pese al error, las proyecciones del BCE fueron las más acertadas... La OCDE, la Comisión Europea, analistas encuestados, etc., tuvieron errores de previsión mayores.

La política del BCE durante 2021



Fuente: [BCE](#)

La política del BCE durante 2022

- El 2020 se inició con un repunte de la inflación, que alcanzó el 5 % en diciembre y el 5.1 % en enero.
- A lo largo del año, los factores inflacionistas se intensificaron, generando la mayor subida de la inflación que ha visto Europa desde la constitución del BCE:
 - La inflación media de 2022 alcanzó el 8.4 %
 - En octubre de 2022 se alcanzó un máximo del 10.6 %
- En febrero de 2021, Rusia inició la invasión de Ucrania, añadiendo un shock extra sobre los precios de la energía y de otras materias primas.
 - Una guerra en plena Europa no era previsible y se pensaba que la guerra duraría poco tiempo.
 - La guerra generó un enorme repunte de la inflación que pasó del 5.9% en febrero al 7.4% en marzo.
- El BCE, por su parte, sugirió una subida de tipos de interés durante la primera mitad del año y antes de verano inició un proceso paulatino de subidas de tipos que llegó hasta septiembre de 2023.

¡Se produjo la primera subida de tipos de interés en más de 10 años!

La política del BCE durante 2022

- Pese a la elevada inflación (5 % en diciembre y 5.1 % en enero), el BCE, en su reunión del 3 de febrero mantuvo los tipos de interés pero anunció definitivamente que el PEPP finalizaría en marzo de 2022.

El compromiso del PEPP era mantener la compra de activos hasta marzo de 2022 como mínimo y, en cualquier caso, hasta que la crisis de coronavirus hubiera terminado.

- En febrero de 2021, Rusia inició la invasión a Ucrania, añadiendo un shock extra al precio de los productos energéticos y de otras materias primas.
 - La dependencia europea de las importaciones de gas ruso hizo que esto se trasladase rápidamente a la tasa de inflación que en febrero alcanzó el 5.9 %.
- A esto se sumó que se empezó a observar cierto crecimiento en los salarios, y las expectativas de inflación se situaron ya en el 2 % en el medio plazo.

La política del BCE durante 2022

- En marzo de 2022 la inflación se situó ya en el 7.4 %, con un repunte de más de dos puntos en un mes debido a la invasión de Ucrania.
- Pese a ello, y a que proyectaba una inflación del 5.1 % para 2022, el BCE mantuvo los tipos de interés en los niveles previos a la pandemia en su reunión del **10 de marzo de 2022**. ¿Por qué?
 - Los problemas derivados del COVID “debían” ir desapareciendo a lo largo del año.
 - Se pensaba que la guerra duraría poco y que la compra de gas ruso se reduciría por la llegada del verano
- Todo ello hizo que el BCE proyectase una inflación del 2.1 % para 2023 y del 1.9 % para 2024.
- El shock “seguía siendo” transitorio. . . pero había mucha incertidumbre.
 - El BCE empezó a incluir en sus comunicados la necesidad de mantener la “discrecionalidad”, “gradualidad” y “flexibilidad” de la política monetaria.
 - Los agentes podían empezar a pensar que los tipos de interés subirían pronto.

La política del BCE durante 2022

- El panorama cambió completamente (o se confirmaron las sospechas) en junio de 2022.
- La inflación se situaba ya en el 8.6 % y el BCE proyectaba una inflación del 6.8 % para 2022 y del 3.5 % para el 2023 (y del 2.1 % para 2024).
 - Por primera vez desde el inicio de la crisis, el BCE preveía una inflación significativamente por encima de su objetivo durante un tiempo (suficientemente) prolongado.
- En su reunión del **9 de junio de 2022**, el BCE anunció que subiría los tipos de interés en 25 puntos básicos en su reunión del **21 de julio** por primera vez en más de 10 años. . .

¡Cuando la inflación superaba ya el 8 %!

- Llegado julio, la decisión del BCE fue subir los tipos de interés 50 puntos básicos, más de lo anunciado.

“The Governing Council judged that it is appropriate to take a larger first step on its policy rate normalisation path than signalled at its previous meeting.”

La política del BCE durante 2022

- En la reunión del 21 de julio de 2022, el BCE también lanzó el TPI: [Transmission Protection Instrument](#).
- Se trata de una nueva herramienta mediante la cual el BCE puede comprar títulos de deuda pública en los mercados secundarios de aquellos países que experimenten aumentos injustificados de sus costes financieros (aunque se abre la puerta a comprar deuda privada).
- Se diferencia del QE en que:
 - La escala de este programa es mucho menor.
 - Se compran títulos de países específicos que tengan costes financieros “injustificadamente” altos
 - Solo se puede comprar deuda de países que mantengan, a juicio del BCE, una política fiscal y macroeconómica sostenible.
- El objetivo es evitar la fragmentación financiera de la zona euro (que los costes financieros sean muy dispares entre países) para así asegurar que las decisiones del BCE tienen un impacto homogéneo.

La política del BCE durante 2022

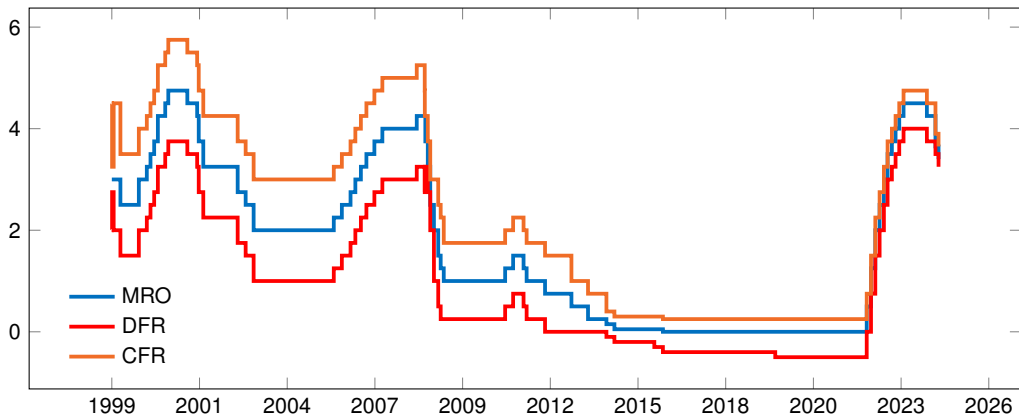
- La reunión del 21 de julio de 2022, marcó un punto de inflexión.
- A partir de esa fecha, el BCE subió los tipos de interés en todas las reuniones de política monetaria hasta la reunión del 14 de septiembre de 2023.

Date (with effect from)		Deposit facility	Main refinancing operations		Marginal lending facility
			Fixed rate tenders Fixed rate	Variable rate tenders Minimum bid rate	
2024	23 Oct.	3.25	3.40	-	3.65
2024	18 Sep. ⁵	3.50	3.65	-	3.90
2024	12 Jun.	3.75	4.25	-	4.50
2023	20 Sep.	4.00	4.50	-	4.75
2023	2 Aug.	3.75	4.25	-	4.50
2023	21 Jun.	3.50	4.00	-	4.25
2023	10 May	3.25	3.75	-	4.00
2023	22 Mar.	3.00	3.50	-	3.75
2023	8 Feb.	2.50	3.00	-	3.25
2022	21 Dec.	2.00	2.50	-	2.75
2022	2 Nov.	1.50	2.00	-	2.25
2022	14 Sep.	0.75	1.25	-	1.50
2022	27 Jul.	0.00	0.50	-	0.75
2019	18 Sep.	-0.50	0.00	-	0.25

Fuente: BCE

La política del BCE durante 2022

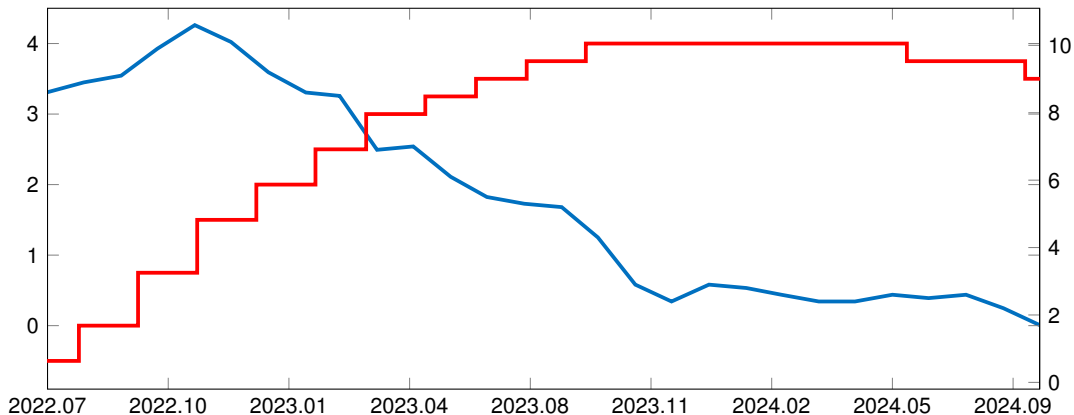
Tipos de interés del BCE



Fuente: [BCE](#)

La política del BCE durante 2022

Tipo de interés de la facilidad marginal de depósito del BCE (inflación en azul, eje dcho)



Fuente: BCE

¿Por qué el BCE no reaccionó antes?

- Durante 2021, el BCE estimó que el shock inflacionario de la salida del COVID y de los precios de la energía sería transitorio.
 - Problemas temporales relacionados con la reapertura post-pandemia.
 - Subestimación de los efectos secundarios del aumento de los precios de la energía.
- Todo esto generó mucha incertidumbre sobre la evolución de la actividad y la inflación que hizo que el BCE fuese particularmente prudente:
 - Temor a las repercusiones negativas de una retirada prematura de estímulos.
 - Necesidad de mantener condiciones favorables de financiación en la zona euro.
 - Factores internos: inflación subyacente y la lentitud de recuperación en algunos sectores.
- Además, era difícil medir cuál era la respuesta adecuada por la fragmentación financiera de la zona euro (diferencias significativas en los tipos de interés entre países).

Mejor no tomar decisiones que tomar decisiones equivocadas

Conclusión

- La crisis del COVID supuso una contracción de la demanda sin precedentes en Europa e hizo que la recuperación generase fuertes presiones inflacionistas.
- Los cuellos de botella provocados por la pandemia y el repentino (e intenso) aumento en la demanda de energía fueron factores añadidos que contribuyeron a un mayor incremento de los precios.
- La falta de precedentes y la enorme incertidumbre hizo que la respuesta del BCE llegase cuando la inflación ya superaba el 8%.
 - Se consideró que los factores detrás del shock inflacionistas eran transitorios por naturaleza.
 - Nunca antes se habían cometido errores de predicción de la misma magnitud.
 - Ni era previsible una guerra en Europa. . .
 - Los compromisos adquiridos durante la pandemia (compra masiva de activos hasta marzo de 2022) limitaron la flexibilidad del banco central.
- Cuando llegó, la respuesta del BCE se caracterizó por ser gradual y nos dejó un nuevo marco de estrategia de política monetaria y una nueva herramienta, el TPI.

¿Preguntas?