

## FOCUS · BCE: una «política de orientación» poco concreta

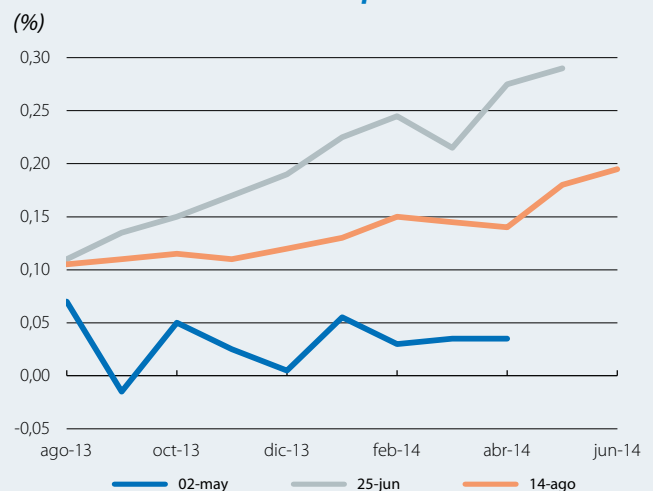
Uno de los mantras más conocidos durante la presidencia de J.C. Trichet al frente del Banco Central Europeo (BCE) era que la institución nunca se comprometía: «*we never pre-commit*», repetía una y otra vez. Pero los tiempos han cambiado. El actual presidente, Mario Draghi, se ha apartado significativamente de esa línea incorporando a la gestión monetaria una herramienta adicional: la «política de orientación» (*forward guidance*). Hay buenas razones para ello.

El principal instrumento de política monetaria (convencional) que posee el BCE es el manejo de los tipos de interés oficiales: subirlos, mantenerlos o bajarlos. Este control sobre los tipos de muy corto plazo le permite afectar, a través de las expectativas, los tipos de medio y largo plazo y, por tanto, influir en el crecimiento económico y la inflación. Sin embargo, en el actual contexto de la eurozona, donde los tipos oficiales se encuentran ya muy próximos a cero, el margen para introducir más estímulos con esta herramienta es muy limitado. Observar que de las reuniones del banco central no emana más que una decisión de «mantener los tipos» puede hacer que los agentes se formen unas expectativas sobre las intenciones del banco emisor distintas a las deseadas por este. Según hemos sabido, ya en mayo el Consejo de Gobierno del BCE detectó que las expectativas de los agentes acerca de la evolución que seguiría la política monetaria se estaban alejando de la senda que la institución contemplaba como adecuada. En consecuencia, el Consejo de Gobierno decidió hacer uso de la «política de orientación». Esta herramienta le permite comunicar al público la senda que la institución pretende seguir en materia de tipos de interés, con el grado de concreción que estime oportuno. El 4 de julio se materializó el anuncio al incluir en el comunicado de política monetaria la frase «el Consejo de Gobierno espera que los tipos de interés del BCE permanezcan en los niveles presentes o más bajos por un periodo extenso». Con ello la institución pretende clarificar su visión de la situación económica y reafirmar el compromiso con la estrategia monetaria expansiva, justo en un momento en el que los tipos de interés de mercado están teniendo presiones alcistas generadas por la Reserva Federal de EE. UU. (Fed).

La pregunta inmediata que surge cuando se conoce la razón por la que el BCE ha introducido este elemento es si ha logrado ser efectivo y creíble. Es cierto que el tiempo transcurrido es corto, pero al analizar la evolución de los tipos *forwards* EONIA se observa que la medida ha tenido el efecto deseado. Es decir, las expectativas de los agentes sobre los tipos de interés futuros han flexionado a la baja, aun cuando la fórmula de orientación haya sido poco concreta. De hecho, a pesar de que este impacto ini-

cial sea el deseado, cabe la posibilidad de que el BCE, al igual que hizo la Fed en agosto de 2011, necesite especificar la fecha en la que prevé comenzar a subir los tipos de interés. En otras palabras, concretar la finalización del «periodo extenso». El beneficio de esto es que se elimina parte de la incertidumbre que rodea a una orientación de carácter cualitativo, lo que facilita anclar los tipos de mercado en el nivel deseado. El coste es que si luego el banco central se comporta de otra manera, su credibilidad puede quedar dañada de forma duradera. Además, a medida que la economía vaya entrando en la fase expansiva del ciclo, los inversores inevitablemente se plantearán una cuestión más elaborada: qué debe acontecer a nivel macroeconómico para que el BCE considere que es el momento adecuado de girar hacia una política menos expansiva. Cuando este tipo de duda se extiende, y a fin de conseguir una claridad adecuada en la orientación, el banco central puede asociar la evolución de la estrategia monetaria al comportamiento de variables económicas consistentes con sus objetivos. La Fed y el Banco de Inglaterra —amparados en un mandato dual que les exige mantener la estabilidad de precios y apoyar el crecimiento— ya han dado este paso, anunciando qué niveles o umbrales de paro e inflación darán inicio a las subidas de tipos. A diferencia de sus homólogos anglosajones, el BCE posee un único mandato estatutario: la estabilidad de los precios. Esto le resta margen de maniobra en materia de «política de orientación», ya que resultaría polémico referirse a variables como la tasa de desempleo. Por ello, no es fácil que el BCE adopte una orientación más precisa mediante el uso de umbrales de variables económicas y, si lo hiciera, estarían referidos, en principio, a la inflación o a las expectativas de inflación.

### Eurozona: forwards sobre tipos EONIA



Fuente: Bloomberg.