

FOCUS · La estrategia del BCE a debate

De la misma manera que en un partido de fútbol muchos seguidores se sienten capaces de diseñar la mejor estrategia para ganar al rival desde las gradas, lo mismo sucede con la política monetaria que debe llevar a cabo el BCE: hay tantas opiniones como artículos se han escrito sobre el tema. La intensidad que ha adquirido el debate refleja la relevancia de la política monetaria en la toma de decisiones de inversión y consumo. En los últimos años, además, la disparidad de criterios también refleja el desconcierto que ha generado la excepcionalidad de la situación económica.

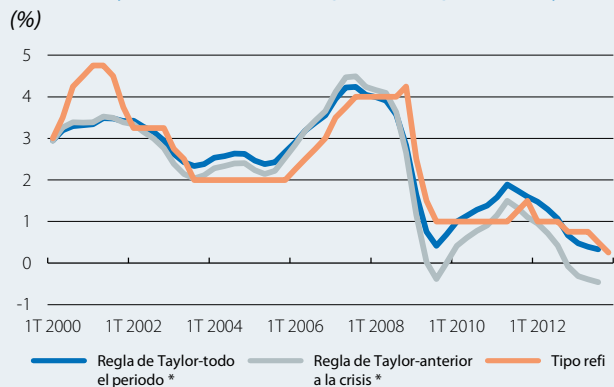
El abanico de herramientas con las que cuenta el BCE para fijar el rumbo de la política monetaria se ha ido ampliando recientemente, pero el tipo de interés de referencia de las principales operaciones de refinanciación (también conocido como *refi rate*) sigue siendo la más importante. Una forma relativamente sencilla de determinar si el nivel en el que se encuentra hoy por hoy es el adecuado consiste en analizar si la inflación y el *output gap* son buenas referencias para predecirlo. Como argumentó J. Taylor a principios de los años ochenta, el rumbo de la política monetaria debe fijarse, sobre todo, en función de estas dos variables: en general, el tipo de interés debe subir cuando la inflación aumenta y cuando la producción se sitúa por encima de la capacidad productiva potencial de la economía. Como se observa en el primero de los gráficos que ilustran este artículo, la capacidad predictiva de estas dos variables ha sido elevada a lo largo de los últimos años. Más interesante es el hecho de que el nivel actual del tipo refi se pueda explicar a partir del comportamiento que ha seguido el BCE hasta ahora. Dicho de otra forma, el único momento en el que el tipo de interés se desvió del patrón general fue el año 2001, al ser más alto de lo que las condiciones económicas sugerían.

Otra manera de analizar si el BCE ha modificado el criterio con el que fija el tipo refi consiste en estimar cómo respondió a cambios de la inflación y del *output gap* hasta 2007 y extrapolar este comportamiento a la situación actual. Como se observa en el primer gráfico, si el BCE hubiera respondido a la inflación y al *output gap* de la misma manera que antes de la crisis, el tipo refi se situaría en niveles ligeramente más bajos que los actuales, entre el -0,25% y el -0,50%.¹ Aunque técnicamente sea posible, de momento el BCE ha evitado fijar tipos de interés negativos. Para compensar lo que *a priori* parece una política monetaria más restrictiva de lo que las condiciones económicas requieren, el BCE ha puesto en marcha otros instrumentos como el *forward guidance*, que ha ayudado a reducir los tipos de interés a largo plazo.

1. Este resultado se obtiene de estimar la misma regla de Taylor que en el caso anterior, pero manejando datos hasta el 4T 2007, y utilizando los coeficientes estimados para determinar el tipo de interés que predeciría con datos hasta 4T 2013.

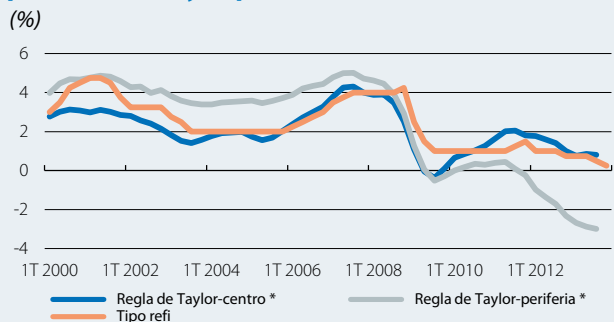
Por tanto, si bien se podría argumentar que el BCE podría llevar a cabo una política monetaria un poco más laxa, no parece que el tipo refi se encuentre muy por encima de lo que exigen las condiciones económicas del conjunto de la eurozona. Las discrepancias emergen a causa de la divergencia de las condiciones económicas entre los distintos países. Si el conjunto de países periféricos tuviera un banco central que respondiera a la inflación y al *output gap* igual que hace el BCE para el conjunto de la eurozona, el tipo refi se encontraría claramente por debajo del nivel actual. En cambio, el tipo de interés de referencia que precisan los países del núcleo (o *core*) es más similar al actual, aunque en parte esto es normal, ya que estos tienen un mayor peso que los de la periferia.

Tipo refi y predicciones según la regla de Taylor



Nota: * Para la predicción del tipo refi se estima una regla de Taylor utilizando la inflación subyacente y el *output gap*. En el caso «Todo el periodo» se estima con datos entre el año 2000 y 2013. Para el caso «Anterior a la crisis» se estima utilizando datos entre 2000 y 2007.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del BCE, la OCDE y Oxford Economics.

Tipo refi y predicciones de la regla de Taylor para el centro y la periferia



Nota: * En «Regla de Taylor-centro» se utilizan los coeficientes estimados en la regla de Taylor para el conjunto de la eurozona y se aplican a los países del centro. Lo mismo se hace para el caso «Periferia».
Centro es Alemania, Austria, Bélgica, Finlandia, Francia, Luxemburgo y Holanda. Periferia es España, Grecia, Irlanda, Italia y Portugal.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del BCE, la OCDE y Oxford Economics.