

BCE y Fed: dos mandatos, un objetivo

- El BCE y la Fed han iniciado un proceso de revisión de su estrategia cuyos resultados publicarán a lo largo de 2020. Ciertos cambios estructurales en las economías avanzadas, como la caída del tipo de interés de equilibrio o el aplanamiento de la curva de Phillips, han motivado esta revisión.
- Aunque no prevemos cambios disruptivos, es probable que la Fed refuerce la simetría de su objetivo de inflación y el BCE adopte un modelo parecido, con el objetivo de apuntalar las expectativas de inflación.

Christine Lagarde anunció formalmente en enero una revisión estratégica de la política monetaria del BCE. En EE. UU., la Fed inició este mismo proceso a principios de 2019, y ambas instituciones tienen previsto publicar sus conclusiones entre mediados y finales de 2020.¹ ¿Podrían incrementar sus objetivos de inflación (por ejemplo, hasta el 4%)? ¿E incorporar nuevas herramientas de política monetaria (como la ampliación de las compras de activos)?

Qué puede cambiar en esta revisión... y qué no

Para analizar las revisiones estratégicas de la Fed y el BCE hay que distinguir entre el mandato y el objetivo de los bancos centrales. Por un lado, **sus mandatos vienen determinados por el Congreso de EE. UU. y el Tratado de la UE, respectivamente, algo que ni la Fed ni el BCE pueden modificar.**² Por ejemplo, en el caso del BCE, el artículo 105 del Tratado le asigna garantizar primordialmente la estabilidad de precios y, en el caso de la Fed, el Congreso le encomienda la estabilidad de precios, el máximo empleo y tipos de interés moderados a largo plazo.

Por otro lado, el objetivo de un banco central exige la interpretación cuantitativa de este mandato, y aquí la institución monetaria sí que tiene margen de maniobra. Por ejemplo, tras una primera revisión estratégica en 2003, el BCE pasó de definir su objetivo de estabilidad de precios como una inflación «por debajo del 2%» a «por debajo, pero cerca, del 2% a medio plazo».

¿Por qué ambos bancos centrales revisan ahora su estrategia?

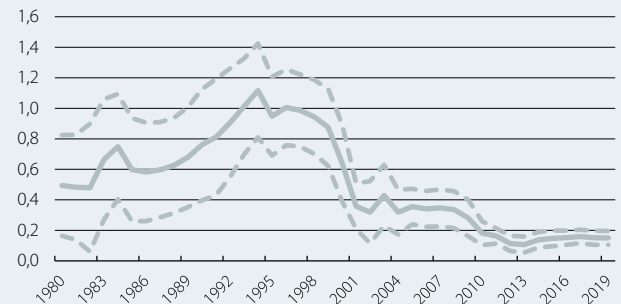
Distintas transformaciones estructurales han modificado el entorno y la capacidad de actuación de los bancos centrales. En primer lugar, **la caída del tipo de interés de equilibrio en las principales economías avanzadas**³ aumenta la probabilidad de encontrarse el tipo mínimo factible (*effective lower bound*) y reduce el margen de maniobra de los bancos centrales para estimular la economía en futuras recesiones.

En segundo lugar, **la relación entre el desempeño de la actividad y la inflación se ha debilitado**, tal y como ilustra el primer gráfico para el caso de EE. UU. Las razones son múltiples,⁴ y entre ellas destacan la disminución de

1. El Banco de Inglaterra y el Banco de Canadá también han empezado una revisión de sus estrategias.
 2. En este sentido, es poco probable que el proceso conlleve la incorporación de la estabilidad financiera dentro del mandato.
 3. Esta caída se debe a factores como el envejecimiento, el menor crecimiento de la productividad o una mayor aversión al riesgo. Véase el Dossier «El futuro de las condiciones financieras: ¿cambio de paradigma?» en el IM02/2019.
 4. Draghi, M. (2018). «Monetary policy in the euro area». Discurso pronunciado en Sintra.

EE. UU.: sensibilidad de la inflación a la tasa de desempleo

Coefficiente

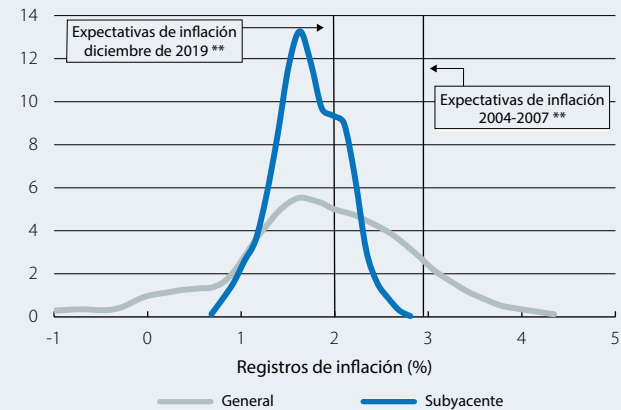


Nota: Mostramos la evolución del coeficiente β_1 de la ecuación $\pi_t = \beta_0 - \beta_1 * slack_t + \beta_2 * \pi_{t-1} + u_t$, donde *slack* es la diferencia entre la tasa de desempleo y la tasa de desempleo de equilibrio según el Congressional Budget Office, π es la inflación IPC y u es un término de error. Los datos son anuales y cada punto es la estimación de la ecuación con los datos de los 20 años previos al año mostrado. Las líneas discontinuas muestran una desviación estándar de la estimación de β_1 .

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg y la Reserva Federal de St. Louis.

EE. UU.: distribución de los registros de inflación *

Frecuencia (%)



Notas: * Inflación según el Personal Consumption Expenditure (PCE) y con datos entre 2000 y 2019. ** Expectativas según los swaps de inflación 5y5y.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del U.S. Bureau of Economic Analysis y Bloomberg.

los márgenes empresariales, el impacto de la globalización (que aumenta la proporción de bienes y servicios importados) y la incertidumbre alrededor del grado de saturación del mercado laboral. De hecho, sobre este último punto distintos estudios muestran que las dinámicas de la inflación en la eurozona se explican mejor cuando consideramos medidas más amplias del desempleo.⁵ Además, en este contexto, **las expectativas de inflación han pasa-**

5. Véase el Focus «La inflación y sus determinantes: una medida de nuestra ignorancia» en el IM02/2018.

do a ser mucho más importantes para la determinación de la inflación.

Estas transformaciones contribuyen a explicar el incumplimiento reiterado de los objetivos de inflación de la Fed y el BCE durante los últimos años (en la eurozona, no se ha alcanzado el objetivo desde 2012) y han provocado una caída de las expectativas de inflación (véanse el segundo y tercer gráfico), reforzando la necesidad de revisar las estrategias de política monetaria una vez superadas las turbulencias económicas de la última década.

Las preguntas a las que darán respuesta

En primer lugar, ¿se debe redefinir el objetivo de inflación? Frente a los bajos registros de los últimos años, se ha abogado tanto por un incremento de los objetivos (con el fin de elevar las expectativas de inflación) como por su disminución (aceptando que la inflación es estructuralmente más baja). No obstante, difícilmente los bancos centrales querrán asumir la pérdida de credibilidad que conllevaría modificar el objetivo cuando no se es capaz de alcanzarlo. Así, es probable que mantengan los objetivos de inflación del 2% e incorporen alguna pequeña recalibración. Por un lado, la Fed ha anunciado que conservará el objetivo del 2% del PCE pero estudiará si es posible refinarlo con reglas que persigan compensar las desviaciones previas alrededor del 2% (por ejemplo, fijar el objetivo en términos del nivel de precios o de un promedio de inflación del 2% a lo largo de un periodo dado).

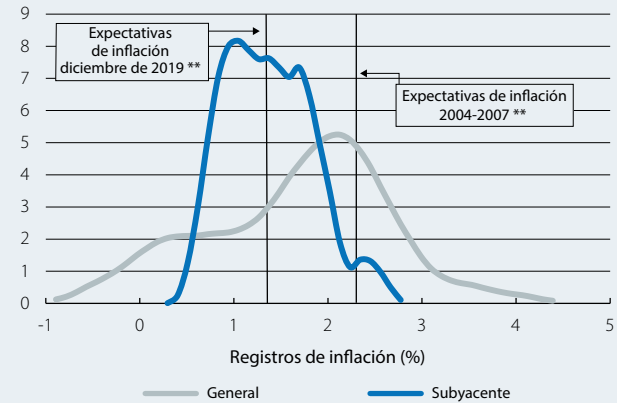
Por su parte, la definición del BCE (por debajo, pero cerca, del 2%) ha sido criticada por ser poco clara (¿cuán cerca del 2%?) y tener un sesgo bajista (de hecho, desde el año 2000, más de un 60% de los registros de inflación han sido inferiores al 2%). Así, el BCE podría recalibrar el objetivo de inflación para precisar que es un objetivo simétrico alrededor del 2%. Además, conservar la referencia del 2% (en vez de concretarla un decimal más hasta, por ejemplo, el 1,9%) mantendría una cierta vaguedad en el objetivo, lo cual daría flexibilidad al BCE.⁶

Asimismo, quizá también sea necesario que ambos bancos se planteen si sus índices de referencia miden la inflación correctamente. Problemas como la influencia de la globalización en la formación de precios o la representatividad de la cesta de consumo (por ejemplo, el IPCA captura el precio de la vivienda, esencialmente, a través de los alquileres y con un peso de solo un 6,5%) son retos que el banco central debe tener en cuenta.

En segundo lugar, ¿tienen que modificar las herramientas con las que implementan la política monetaria? Ambos bancos centrales utilizaron medidas no convencionales tras la Gran Recesión (compra de activos y forward guidance) y pueden aprovechar sus revisiones para formalizar su incorporación en el conjunto de instrumentos disponibles (lo que permitiría anticipar mejor sus funciones de reacción). Asimismo, también pueden analizar mane-

Eurozona: distribución de los registros de inflación *

Frecuencia (%)



Notas: * Inflación según el índice armonizado de precios al consumo y con datos entre 2000 y 2019. ** Expectativas según los swaps de inflación 5y5y. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat y Bloomberg.

ras para implementar más eficientemente la política monetaria. Por ejemplo, el BCE decidió en 2008 modificar la forma en la que ofrecía liquidez a corto plazo y desde entonces lo hace con un sistema que satisface todas las peticiones (full allotment). La Fed, por su parte, tras decidir en enero de 2019 que operaría en un entorno de reservas abundantes, podría reajustar la forma en la que utiliza sus tipos de interés oficiales para influenciar mejor el tipo de interés objetivo.⁷

En tercer lugar, ¿hay que mejorar la comunicación de la política monetaria? La comunicación es un aspecto en el que, posiblemente, la Fed esté más avanzada que el resto de los bancos centrales. Por este motivo, es de esperar que esta cuestión tenga mayor presencia en la revisión del BCE, con propuestas que lo acercarán a su homóloga americana, como la introducción de votaciones regulares para aprobar las decisiones de política monetaria o la publicación de las expectativas de los miembros del BCE sobre los tipos de interés a largo plazo (especialmente relevantes para reducir la incertidumbre en el momento en el que se inicie una senda de incrementos de tipos).

Con todo, lo más probable es que ni la Fed ni el BCE sean muy disruptivos. En lo que respecta al BCE, el cambio más significativo podría ser una redefinición del objetivo de inflación a un rango simétrico en torno al 2,0% (quizás 1,5%-2,5%). Asimismo, es poco probable que la Fed abandone el objetivo de inflación actual, y posiblemente opte por enfatizar todavía más la simetría del objetivo del 2%. En cualquier caso, ambos habrán dado un primer paso para adaptarse a unas transformaciones del entorno económico sobre las que la incertidumbre es elevada, por lo que es posible que más adelante, a medida que mejore su comprensión de estos cambios estructurales, ajusten de nuevo sus estrategias.

Adrià Morron Salmeron y Ricard Murillo Gili

6. Véase Cœuré, B. (2019). «Monetary policy: lifting the veil of effectiveness». Discurso pronunciado en Fráncfort.
7. Véase el Focus «¿Controla la Fed los tipos de interés?» en el IM09/2018.