

¿Cumplirá el BCE con su nuevo objetivo de inflación?

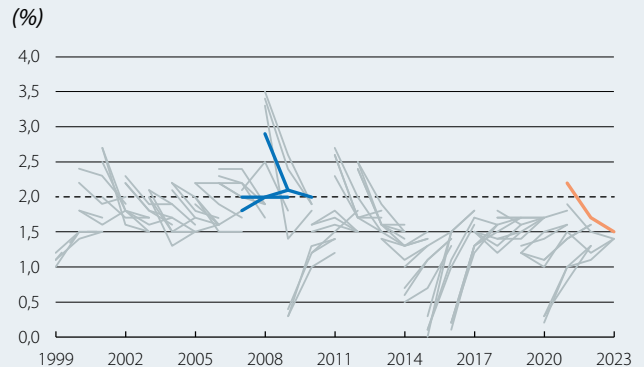
El BCE modificó la estrategia de política monetaria el pasado julio tras 18 años sin hacerlo. Además, lo hizo ajustando el objetivo de inflación: abandonó el borroso objetivo de «por debajo, pero cerca, del 2%» por un «simétrico 2%», que deja mucho menos margen de error en su interpretación. Asimismo, para combatir el efecto asimétrico que tiene la *effective lower bound* (el tipo de interés mínimo que puede ofrecer el banco central se estima que se sitúa alrededor del -1,0%), el BCE dejó claro que tolerará desviaciones de la inflación por encima del objetivo. Con este cambio, pretende dar respuesta a fenómenos estructurales que han cambiado el marco en el cual opera: la caída de los tipos de interés de equilibrio y de las expectativas de inflación.¹

Adicionalmente al cambio en el objetivo de inflación, el BCE modificó la orientación futura de los tipos de interés (*forward guidance*). Anteriormente, el BCE indicaba que no subiría los tipos de interés hasta que en el horizonte de sus proyecciones (tres o cuatro años vista, dependiendo del trimestre de las proyecciones) no se observara una convergencia hacia niveles por debajo, pero cerca, del 2%. Ahora, con la nueva *forward guidance*, para que el BCE suba los tipos de interés será necesario que se cumplan tres condiciones: (i) se deberá proyectar una inflación al 2% en el año anterior al final del horizonte de las proyecciones, (ii) la inflación deberá mantenerse en este nivel hasta el final de las proyecciones y (iii) las presiones inflacionistas (inflación subyacente o aumentos salariales, entre otros indicadores) observadas en el momento de subir los tipos de interés deberán ser consistentes con el objetivo de inflación a medio plazo. Estas nuevas condiciones para poder subir los tipos de interés son más exigentes que las anteriores. De hecho, desde 2002 solamente se han proyectado en tres ocasiones unas proyecciones de inflación consistentes con estas condiciones, marcadas en azul en el primer gráfico.

Pese a esta mayor exigencia para subir los tipos, los mercados financieros ya anticipan una subida de los tipos de interés oficiales en 2023 (según los implícitos de mercado), mientras que antes del anuncio de la revisión estratégica la primera subida se situaba a finales de 2024.² Este movimiento ha ido acompañado de un aumento en las expectativas de inflación (tanto las basadas en cotizaciones financieras como las basadas en encuestas), motivado, a su vez, por el vigor de la recuperación económica, los cuellos de botella en la oferta, el repunte de los precios de la energía e, incluso, por el propio cambio en la estrategia

1. Para más detalles sobre la motivación de esta revisión estratégica, véase «[BCE y Fed: dos mandatos, un objetivo](#)» en el IM02/2020.
 2. Incluso, en algunos momentos del verano, los implícitos llegaron a situar la primera subida de tipos del BCE en 2026.

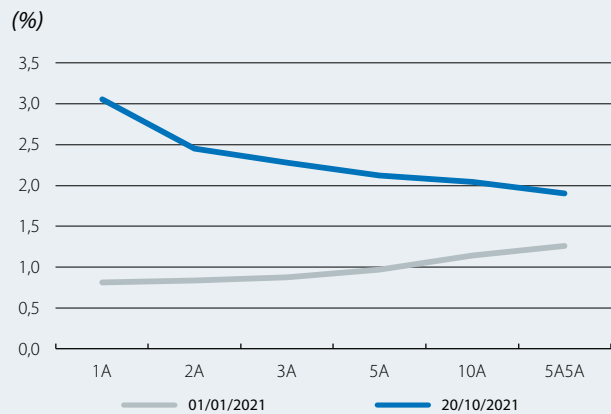
Proyecciones de inflación del BCE y nueva forward guidance



Nota: En azul marcamos las únicas veces que las proyecciones del BCE han sido consistentes con poder subir los tipos de interés oficiales según la orientación futura actual y en naranja, las últimas previsiones de septiembre de 2021.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BCE.

Eurozona: expectativas de inflación en los mercados financieros



Nota: Swaps de inflación a distintos vencimientos.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

del BCE. Por un lado, las expectativas de inflación cotizadas en los mercados financieros a través de *swaps* se sitúan ya en niveles superiores a los previos a la pandemia y, sobre todo en el tramo corto de esta curva, se sitúan por encima del 2%. Por otro lado, de entre las basadas en encuestas, la que el BCE realiza a expertos de previsión económica (SPF, por sus siglas en inglés) otorga una mayor probabilidad a que la inflación a largo plazo se sitúe en niveles superiores al 2% (véase el tercer gráfico). Ahora bien, ¿qué elementos podrían llevarnos a este escenario de mayor inflación?

Algunos cambios estructurales de la economía iniciados en los últimos años son de naturaleza inflacionista (por ejemplo, el eventual retroceso en la globalización o la transición hacia una economía descarbonizada), pero también elementos coyunturales podrían llevar a la economía a situarse en este escenario contemplado por el SPF y las cotizaciones financieras y empujar al alza la inflación

a medio plazo. En concreto, los cuellos de botella que se están observando en las cadenas de producción de diversas industrias y el repunte de los precios energéticos podrían tener efectos de segunda ronda sobre la inflación.

Por el momento, el impacto de estos dos elementos en la inflación de la eurozona está siendo moderado, en el caso de los cuellos de botella, y limitado al componente energético en el caso del repunte del precio de la energía. Sin embargo, diversos analistas y el propio BCE consideran que estos elementos, aunque de naturaleza transitoria, podrían tener persistencia a través de los efectos de segunda ronda. A modo ilustrativo, en el último gráfico vemos cómo un aumento de los precios de producción de los bienes no energéticos similar al visto en 2021 puede llegar a empujar el precio del componente de los servicios, con un peso del 45% y 61% de la cesta general y subyacente del IPC, respectivamente, en hasta 0,8 p. p. en dos años.³

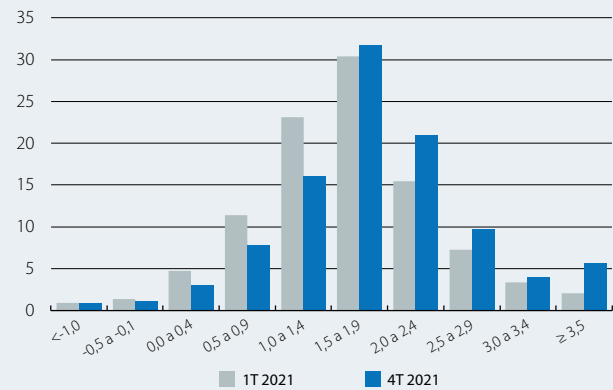
Pero no es solamente a dos años vista que al BCE le interesa ver la inflación más cerca del 2%, lo desearía ver más a medio plazo. Hay que recordar que uno de los problemas de fondo de la economía prepandemia europea ha sido el de la baja inflación, por lo que entrar en un nuevo escenario de inflaciones más altas podría llegar incluso a ser deseable desde el punto de vista del BCE. De hecho, siempre y cuando las expectativas de inflación a largo plazo se mantengan ancladas alrededor del 2% y las mayores tasas de inflación tengan origen en una recuperación de la demanda, el BCE podría recibir estas noticias como positivas.

Y es que, en los últimos años, tanto los participantes de los mercados financieros como los analistas apuntábamos a la primera subida de tipos del BCE de forma más bien prematura y sistemáticamente la hemos ido posponiendo. Con la curva de Phillips medio dormida, había pocos elementos sobre los cuales apoyar el repunte en la inflación de la eurozona y la consecuente subida de los tipos de interés. Ahora, pese a que el BCE ha endurecido las condiciones para realizar una subida de los tipos de interés, existen más elementos sobre los que apoyar la idea de que la inflación a medio plazo se sitúe en el 2% y el BCE pueda, tras más de una década sin hacerlo, subir los tipos de interés.

Ricard Murillo Gili

3. Para el caso de los precios energéticos, hemos realizado un ejercicio similar y vemos cómo el aumento del componente energético del IPC también se traslada al componente de los servicios, aunque en menor cuantía.

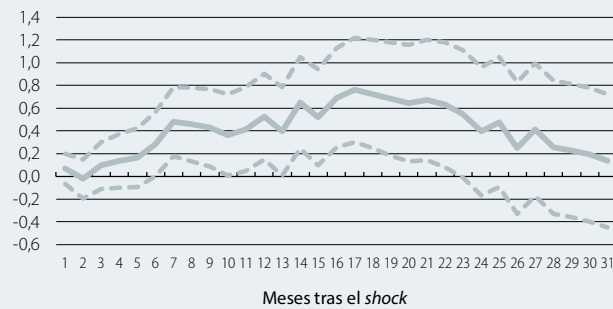
Eurozona: expectativas de inflación a largo plazo del Survey of Professional Forecasters
Probabilidad (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BCE.

Eurozona: respuesta del precio del componente de los servicios a un repunte de los precios de producción*

Impacto sobre la variación interanual (p. p.)



Nota: * Aumento del índice de precios de producción sin bienes energéticos de 6 p. p., en línea con lo observado en el 3T 2021. Las líneas discontinuas muestran un intervalo de confianza del 95%.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.