

El nuevo *look* del BCE

Erik Jones*

El Banco Central Europeo (BCE) anunció en julio los resultados de la revisión de su estrategia de política monetaria. Como aspecto destacado, el Consejo de Gobierno ha definido un objetivo de inflación simétrico del 2 %. No obstante, la forma en que los responsables de la política monetaria reaccionan ante las desviaciones de su objetivo no es simétrica. La nueva estrategia prevé también incluir en un futuro la vivienda en régimen de propiedad en el cálculo de la inflación. La estrategia introduce tres limitaciones a la capacidad de maniobra del Consejo de Gobierno: la primera se deriva de la “proporcionalidad de sus decisiones y de los posibles efectos indirectos”; la segunda es la necesidad de mantener el funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria; y la tercera responde a la necesidad de mantener la estabilidad financiera. Por último, la nueva estrategia pone el foco en los tipos de interés oficiales y dice menos sobre el uso de otros instrumentos no convencionales, como las compras directas de activos y las *TLTRO*. La distinción entre estos instrumentos es importante, porque la lógica de su recalibración puede diferir y por su influencia en la proporcionalidad de las actuaciones monetarias. Lagarde puede haber cumplido su promesa de transformar la forma de llevar a cabo la política monetaria, pero la prueba de fuego será la retirada en un futuro de sus instrumentos de política monetaria no convencionales.

Cuando Christine Lagarde tomó el relevo de Mario Draghi como presidenta del Banco Central Europeo (BCE) en septiembre de 2019, prometió que cambiaría la forma de operar del banco y su comunicación con el mundo exterior. Ha tardado

casi dos años en cumplir su promesa, debido en gran medida a la pandemia de la COVID-19, pero en el verano de 2021 estaba ya preparada para desvelar el nuevo *look* del BCE. Los resultados de la revisión de la estrategia se hicieron públicos el 8 de

* Director del Centro Robert Schuman de Estudios Avanzados en el Instituto Universitario Europeo. Profesor de Estudios Europeos y Economía Política Internacional en la Escuela de Estudios Internacionales Avanzados Johns Hopkins (en excedencia).

julio¹ y la primera reunión del Consejo de Gobierno con las nuevas normas se celebró apenas dos semanas después.

Para la mayoría de los observadores, no obstante, la magnitud del cambio se hizo evidente durante la conferencia de prensa celebrada el 22 de julio². En ella, Lagarde expuso los resultados de la reunión del Consejo de Gobierno empleando un lenguaje y un formato que se apartaban radicalmente de la tradición. En el posterior turno de preguntas, los periodistas trataron de concretar las implicaciones de las palabras de la presidenta, a pesar de que esta había expresado su esperanza de que su mensaje fuera claro. En la conferencia de prensa del 9 de septiembre, el nuevo estilo de comunicación resultaba ya más familiar³ y se hacía evidente que el BCE de Lagarde es ahora muy diferente.

El nuevo look del BCE será probablemente más transparente y con mayor rendición de cuentas, pero también más predecible y lento en sus movimientos. Lagarde resumió el nuevo enfoque como “pulso firme” y “paciencia para conseguir confianza”. Lo que está aún por ver es si este enfoque se mantiene suficientemente flexible para responder a unas circunstancias que pueden ser rápidamente cambiantes.

La nueva forma de adoptar y comunicar la política monetaria del BCE se caracteriza por tres rasgos. El primero es la definición de la estabilidad de precios y el enfoque que los responsables de la política monetaria deben adoptar para tratar de alcanzar este objetivo. El segundo es la vinculación entre los tipos

de interés y las compras de bonos, o entre los instrumentos y planteamientos de política monetaria convencionales y menos convencionales. Y el tercero es la estructura de las indicaciones sobre la orientación futura de la política monetaria, que comprende tanto las explicaciones sobre el modo en que los datos económicos se traducen en actuaciones de política como el lenguaje en que se formulan estas explicaciones. Lógicamente, este último elemento incluye también el control sobre los mensajes emitidos por la presidencia del BCE y por otros miembros del Consejo de Gobierno.

Contemplados en su conjunto, estos aspectos indican que el nuevo *look* del BCE con Lagarde será probablemente más transparente y con mayor rendición de cuentas, pero también más predecible y lento en sus movimientos. En su conferencia de prensa del 22 de julio, Lagarde resumió el nuevo enfoque como “pulso firme” y “paciencia para conseguir confianza⁴”. Lo que está aún por ver es si este enfoque se mantiene suficientemente flexible para responder a unas circunstancias que pueden ser rápidamente cambiantes. La liquidez de los bancos centrales generada durante la crisis económica y financiera mundial, la crisis de la deuda soberana europea y la pandemia de la COVID-19 pueden traducirse en una inflación acelerada de precios y salarios, de modo que este nuevo marco de la política monetaria puede verse muy pronto puesto a prueba.

Cumplir el mandato

La estrategia de política monetaria anunciada el 8 de julio contiene varias novedades⁵. El Consejo de Gobierno tendrá un objetivo simétrico de inflación

¹ La conferencia de prensa en la que se anuncia la nueva estrategia puede encontrarse aquí: <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2021/html/ecb.sp210708~ab68c3bd9d.en.html>.

² La conferencia de prensa sobre la política monetaria de 22 de julio de 2021 está disponible en: <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2021/html/ecb.is210722~13e7f5e795.es.html>.

³ La conferencia de prensa sobre la política monetaria del 9 de septiembre de 2021 puede encontrarse aquí: <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2021/html/ecb.is210909~b2d882f724.es.html>.

⁴ Véase nuevamente: <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2021/html/ecb.is210722~13e7f5e795.en.html>.

⁵ La declaración oficial sobre la nueva estrategia de política monetaria en: https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/ecb.strategyreview_monpol_strategy_statement.es.html

esperada a medio plazo del dos por ciento anual, en lugar del antiguo objetivo asimétrico que definía la estabilidad de precios como “cerca, pero por debajo del 2 %”. La distinción es sutil. El nuevo objetivo no define la estabilidad de precios como la existencia de una tasa de inflación del 2 % anual o el 2 % más o menos una determinada variación fija al alza o a la baja, sino que describe las condiciones en las que se alcanzará la “estabilidad de precios” como objetivo de política. De ello se infiere que la cifra real de inflación no constituye una medida del éxito de la política. La inflación real podrá ser superior o inferior al 2 % anual, dependiendo de las circunstancias. Con tal de que la inflación esperada se aproxime al objetivo, el Consejo de Gobierno estará cumpliendo su mandato.

La cuestión es cuándo comenzará el Consejo de Gobierno a aumentar sus tipos oficiales para aproximarlos más a la normalidad. Con la nueva estrategia, esta recalibración sólo puede comenzar a producirse cuando haya signos claros de que las tasas de inflación se están acelerando de forma suficientemente constante como para superar el objetivo del 2 % a medio plazo.

El objetivo de inflación es simétrico. Esto significa que el Consejo de Gobierno debe preocuparse tanto si la inflación es demasiado alta como si es demasiado baja. El motivo es asegurar en todo momento un margen de inflación positivo. Una tasa de inflación demasiado baja presiona a la baja los salarios y estos, a su vez, los tipos de interés, lo que limita la capacidad de maniobra de los responsables de la política monetaria. Por otro lado, los tipos de interés excesivamente elevados tienden a acelerarse, al trasladarse a las negociaciones salariales y la fijación de precios. Esta simetría de repercusiones explica la relación entre un objetivo prospectivo y la estabilidad de precios. En la medida en que los operadores económicos anticipen que el margen de inflación se mantendrá positivo y constante, dejarán a su vez espacio suficiente para que los operadores respondan frente a cualquier desviación en el sector

privado y para que las autoridades monetarias reaccionen a los excesos.

No obstante, la forma en que los responsables de la política monetaria reaccionan a las desviaciones de su objetivo no es simétrica. Por el contrario, el enfoque frente a este objetivo es sensible a los retos a los que se enfrentan los responsables de la política monetaria cuando sus tipos oficiales principales se aproximan a cero, lo que permite excederlo en cierta medida al reaccionar frente a tasas de inflación sistemáticamente bajas. La idea es que los responsables de la política monetaria tendrán que ser más agresivos cuando sus instrumentos sean menos efectivos. Luego, una vez recuperado el margen positivo de inflación, podrán recalibrar su enfoque para centrarse más estrictamente en el objetivo. En este sentido, la capacidad de los responsables de la política monetaria para corregir el rumbo es mayor en entornos con niveles de inflación más altos que con más bajos.

La nueva estrategia modifica también la medida de la inflación. En un futuro, las estadísticas incluirán las variaciones de los precios de la vivienda en régimen de propiedad. El objetivo es que el índice de precios de consumo represente mejor el impacto sobre los hogares. De este modo, el objetivo de la estabilidad de precios se aproximará más a lo que realmente experimentan los consumidores. Esto debería hacer más transparentes las actuaciones del Consejo de Gobierno, aunque la transparencia será siempre limitada. El nuevo índice continuará reflejando las condiciones globales del conjunto de la unión monetaria, que no corresponde a la realidad de los hogares concretos, y continuará habiendo variaciones de comportamiento en torno a la media. Lo que sí hará este cambio es eliminar una parte del sesgo estructural de esa varianza para que los hogares de los países con incrementos de precios de la vivienda en propiedad sistemáticamente mayores perciban sistemáticamente menos desventajas de la política monetaria común.

La nueva estrategia comenzó a aplicarse desde el momento de su anuncio, aunque no simultáneamente en todos sus aspectos. La modificación del objetivo y del enfoque tienen efecto inmediato, mientras que la revisión de la cesta de precios

deberá esperar hasta que las autoridades estadísticas europeas y nacionales puedan establecer medidas normalizadas con las que elaborar el índice armonizado. La presidenta Lagarde dejó claro en su conferencia de prensa del 22 de julio que este ajuste estadístico es una prioridad política tanto para el BCE como para la Comisión Europea, que alberga la oficina de estadística europea, Eurostat⁶. El diseño, la recogida y la comprobación de los nuevos datos llevará un tiempo, y entre tanto el Consejo de Gobierno analizará los distintos índices de la inflación de precios de la vivienda como una de las diversas fuentes de información sobre la evolución de los precios en la zona del euro.

La estrategia introduce tres limitaciones a la capacidad de maniobra del Consejo de Gobierno. La primera se deriva de la “proporcionalidad de sus decisiones y de los posibles efectos indirectos”⁷. La idea es que la búsqueda de la estabilidad de precios no debe perjudicar innecesariamente a la economía real, concretamente al crecimiento y al empleo, y no debe imponer tampoco costes financieros indebidos a los ahorradores y los inversores. Esta es una limitación blanda, en la medida en que este análisis se integra regularmente en la elaboración de la política monetaria, especialmente a la hora de evaluar la necesidad de las actuaciones concretas de política.

Las otras dos limitaciones son más estrictas. La primera de ellas es la necesidad de mantener el funcionamiento del “mecanismo de transmisión de la política monetaria”, que es el conjunto de canales financieros a través de los cuales se trasladan las decisiones de política monetaria a la actividad económica. El BCE no podría utilizar este instrumento para conducir la economía si se rompe el mecanismo de transmisión. La segunda limitación estricta es la necesidad de mantener la estabilidad de precios. La nueva estrategia resalta que “la estabilidad financiera es una condición indispensable para la estabilidad de precios”⁸. Esto es cierto no

solo porque no hay ningún mecanismo de transmisión monetaria cuando el sistema financiero está en riesgo de colapso, sino también porque un colapso del sistema financiero tiende a propagarse rápidamente a la economía real. Por tanto, el Consejo de Gobierno sólo puede cumplir su mandato si el sistema financiero es estable y el mecanismo de transmisión monetaria funciona.

Calibrar los instrumentos

La nueva estrategia monetaria pone el foco en los tipos de interés oficiales. Esto incluye el tipo de depósito pagado a los bancos por mantener el exceso de reservas en el BCE (facilidad de depósito), el tipo principal de refinanciación cobrado a los bancos comerciales que toman dinero prestado del BCE para cubrir sus necesidades de mantenimiento de la liquidez (operaciones principales de refinanciación) y el tipo marginal de crédito cobrado a los bancos que necesitan tomar fondos adicionales para cubrir sus necesidades durante el período de mantenimiento de la liquidez (facilidad marginal de crédito). Estos son instrumentos ordinarios de la política monetaria que los bancos centrales utilizan en situación de normalidad para conducir la economía, aumentando o reduciendo el tipo de depósito para cambiar los incentivos a los bancos comerciales para que mantengan un exceso de liquidez y moviendo los tipos de préstamo para influir en el coste del endeudamiento y, por tanto, el coste que los bancos nos trasladan cuando pedimos un préstamo.

Actualmente, los niveles de estos instrumentos no responden al patrón normal. El tipo de la facilidad de depósito es negativo, por lo que actúa como un impuesto sobre el exceso de reservas, en lugar de una forma de remuneración. El tipo principal de refinanciación es cero, pero los bancos prácticamente nunca acceden a él porque pueden obtener

⁶ Véase: <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2021/html/ecb.is210722~13e7f5e795.en.html>.

⁷ La cita está tomada de la declaración oficial: https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/ecb.strategyreview_monpol_strategy_statement.es.html

⁸ Las citas de este párrafo están tomadas de la declaración oficial: https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/ecb.strategyreview_monpol_strategy_statement.es.html

Cuadro 1

Tipos de interés básicos del BCE

(En porcentaje)

Facilidad de depósito	-0,50
Operaciones principales de refinanciación	0,00
Facilidad marginal de crédito	0,25
Fecha del último ajuste del tipo de interés	18 de septiembre de 2019

Fuente: BCE.

liquidez más barata entre ellos, pues las entidades con exceso de liquidez pagan así menos impuestos por sus tenencias. Y aunque la facilidad marginal de crédito continúa siendo positiva, se utiliza con aún menor frecuencia (cuadro 1).

La cuestión es cuándo comenzará el Consejo de Gobierno a aumentar sus tipos oficiales para aproximarlos más a la normalidad. Esto supondría un tipo de depósito cero o positivo y los dos tipos de crédito claramente por encima de cero. Con la nueva estrategia, esta recalibración sólo puede comenzar a producirse cuando haya signos claros de que las tasas de inflación se están acelerando de forma suficientemente constante como para superar el objetivo del 2 % a medio plazo. Explicar este panorama corresponde a las indicaciones sobre la orientación futura de la política monetaria (*forward guidance*), no a la calibración de la política: explican a los participantes en el mercado cómo prever un cambio de política, en lugar de indicar a los responsables de la política en qué medida deben modificar la configuración de sus instrumentos. En consecuencia, la decisión efectiva de reajustar los instrumentos se producirá en algún momento futuro. Cuando el Consejo de Gobierno debatió este punto en la reunión de política monetaria de julio, las principales cuestiones giraron en torno a cuándo y cómo reconocerían los responsables de las políticas que había llegado el momento de actuar.

La nueva estrategia dice menos sobre el uso de otros instrumentos de política, como las compras directas de activos o las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (*TLTRO*). Estos son los instrumentos desarrollados

por el Consejo de Gobierno cuando los tipos de interés se aproximaban al límite inferior de cero. Su objetivo es hacer frente a las limitaciones con que operan los responsables de la política monetaria. Las operaciones de refinanciación a plazo más largo se crearon inicialmente para mantener la estabilidad financiera. Las compras directas de activos tenían el mismo objetivo y, además, garantizaban el funcionamiento continuado del mecanismo de transmisión de la política monetaria. El uso de estos instrumentos aumentó durante la pandemia, cuando los gobiernos de los países de la eurozona trataban de contener las consecuencias económicas de los confinamientos y las prolongadas exigencias de distanciamiento social. Su utilización ha sido drástica, con más de 4 billones de euros de compras directas desde 2015 (cuadro 2).

Lagarde admitió que las cuestiones reales sobre el PEPP no se abordarán hasta diciembre. Este será también el momento en que el Consejo de Gobierno debatirá el futuro del programa de compras de activos en general y de las TLTRO.

La distinción entre instrumentos estándar y menos convencionales es importante en la nueva estrategia porque la lógica de la recalibración de estos instrumentos puede ser diferente. Por ejemplo, la elevación de los tipos de interés dependerá de que el Consejo de Gobierno consiga el objetivo de estabilidad de precios. Por su parte, la recalibración de las compras de activos en el marco del "programa de compras de emergencia frente a la

Cuadro 2

Tenencias del Eurosistema en los programas de compras de activos

(Miles de millones de euros)

Programa de compras de activos (APP)	3.038,6
Bonos de titulización de activos	28,3
Bonos garantizados	293,8
Renta fija privada	287,2
Títulos públicos (incluida deuda pública)	2.429,3
Programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP)	1.341,8
Total compras de activos (APP más PEPP)	4.380,4

Fuente: BCE

pandemia" (PEPP) refleja el final de la emergencia derivada de la pandemia gracias a la eficacia del programa de vacunación. Esta distinción es esencial en las decisiones de política monetaria adoptadas en septiembre, cuando el Consejo de Gobierno anunció una reducción del ritmo de sus compras en el marco del PEPP durante el cuarto trimestre de 2021, pese a reconocer estar aún lejos de la consecución de su mandato⁹.

En relación con las tasas de inflación, centrarse en el momento actual puede introducir demasiada volatilidad en la política monetaria, lo que, a su vez, debilita su orientación al medio plazo. Pero centrarse en el futuro puede reducir la capacidad de respuesta y dañar así la credibilidad de la política monetaria.

La distinción entre instrumentos estándar y no estándar es importante también para interpretar la proporcionalidad de las actuaciones monetarias. En la conferencia de prensa del mes de julio se preguntó a Lagarde cómo defendería al BCE frente a la acusación de que sus compras de activos durante la pandemia constituyen una financiación monetaria

del déficit público. Su respuesta fue rechazar la premisa: dada la escala de la crisis económica, "había que hacer lo que había que hacer"¹⁰. Las salvaguardas frente a la financiación monetaria podrán aplicarse cuando pase la crisis. A este respecto, la "proporcionalidad" de las actuaciones del Consejo de Gobierno opera en ambos sentidos.

El reto de utilizar instrumentos de política monetaria por diferentes razones es mantener la coherencia de la acomodación o el endurecimiento monetarios. El PEPP puede estar diseñado para responder a las especiales circunstancias creadas por la pandemia, pero las compras de activos adicionales están teniendo, en cualquier caso, un impacto sobre las expectativas de inflación del mercado. Por consiguiente, la retirada de estas compras tendrá un impacto inverso. El Consejo de Gobierno puede considerar la reducción del ritmo de compras anunciada en septiembre como una "recalibración", en palabras de Lagarde, pero los participantes en el mercado seguirán contemplándolo como un (ligero) endurecimiento monetario.

Explicar la lógica específica de la decisión es también un reto. Ya en julio, los periodistas preguntaban a Lagarde por los "conocimientos sobre pandemias" del Consejo de Gobierno¹¹; planteada nuevamente

⁹ Véase: <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2021/html/ecb.is210909~b2d882f724.es.html>.

¹⁰ Véase: <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2021/html/ecb.is210722~13e7f5e795.en.html>

¹¹ Véase: <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2021/html/ecb.is210722~13e7f5e795.en.html>

la cuestión en septiembre, Lagarde giró el foco hacia el momento en que “la economía se habrá recuperado de modo que se habrá reabsorbido el impacto a la baja de la pandemia sobre nuestras perspectivas de inflación¹²”. A continuación, admitió que las cuestiones reales sobre el PEPP no se abordarán hasta diciembre. Este será también el momento en que el Consejo de Gobierno debatirá el futuro del “programa de compras de activos” en general y las *TLTRO*. En otras palabras, mientras que la reunión de julio se centró estrictamente en la nueva estrategia sobre los tipos de interés, el Consejo de Gobierno de diciembre pondrá su atención en estos instrumentos menos convencionales.

Gestionar las expectativas y controlar el mensaje

La comunicación del BCE con los mercados es otra herramienta de la política monetaria, en la medida en que desempeña un papel esencial en configurar las expectativas del mercado. La nueva estrategia complica ligeramente esta comunicación. El problema no es identificar el objetivo numérico, sino ponerlo en relación con los datos macroeconómicos y explicar cómo influye la variación de esos datos en los cambios de los instrumentos de política. Veamos tres ejemplos, todos ellos relacionados con el uso de los tipos de interés oficiales: la identificación del “medio plazo”, la evaluación de los cambios en las expectativas y la tolerancia del “rebasamiento”, en particular cuando los responsables de la política monetaria parten de tipos de interés próximos al límite inferior de cero.

La identificación del medio plazo resulta difícil porque entran en juego previsiones oficiales, estudios de analistas profesionales e indicadores de mercado. Cuando el Consejo de Gobierno deliberaba sobre el modo de comunicar este concepto al

mercado en su reunión de política de julio de 2021, el economista jefe, Philip Lane, propuso una prueba triple: la inflación debe alcanzar el objetivo bastante antes del final del periodo de la previsión oficial, debe ser “duradera” y debe reflejarse en los movimientos subyacentes de las partes más estables del índice de precios (es decir, las que excluyen la energía y los alimentos). Aunque los miembros del Consejo de Gobierno aceptaron en general esta formulación, se mostraron divididos respecto a si debe ponerse la atención más cerca del momento actual, sobre las tasas de inflación reales, o más hacia el futuro, sobre las tasas esperadas a más largo plazo. El problema es que centrarse en el momento actual puede introducir demasiada volatilidad en la política monetaria, lo que, a su vez, debilita su orientación al medio plazo. Por su parte, centrarse en el futuro puede reducir la capacidad de respuesta y dañar así la credibilidad de la política¹³.

Vincular el medio plazo al periodo de previsión ofrece un compromiso entre las posiciones a más corto o más largo plazo. No obstante, este compromiso introdujo ambigüedad. Al exponer Lagarde la prueba triple de Lane durante la conferencia de prensa de julio, los periodistas insistieron inmediatamente en preguntarle qué quería decir el Consejo de Gobierno al referirse a la duración del periodo de previsión y cuánto tiempo antes de ese término debía la inflación converger hacia el objetivo. En ese momento, Lagarde tuvo que admitir (respondiendo a dos preguntas diferentes) que el periodo de previsión tenía diferente duración dependiendo del momento del año. Al inicio del año natural, el periodo de previsión contempla los tres años siguientes; a mitad del año natural, contempla únicamente dos años y medio¹⁴. Lógicamente, parece más razonable esperar cambios de política en respuesta a las proyecciones de diciembre (que añaden un año al periodo de previsión) que en alguna de las reuniones que se celebran entre las previsiones, como la de octubre. Esto llevó a un periodista

¹² Véase: <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2021/html/ecb.is210909~b2d882f724.en.html>

¹³ El acta de la reunión de julio de 2021 puede encontrarse aquí: <https://www.ecb.europa.eu/press/accounts/2021/html/ecb.mg210826~16a0691c87.en.html>

¹⁴ Véase la conferencia de prensa de 22 de julio: <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2021/html/ecb.is210722~13e7f5e795.en.html>

Cuadro 3

Proyecciones de inflación de los expertos del BCE

(En porcentaje de variación anual)

	Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC)		IAPC menos energía, alimentos y variaciones de impuestos indirectos	
	Septiembre 2021	Junio 2021	Septiembre 2021	Junio 2021
2021	2,2	1,9	1,2	0,9
2022	1,7	1,5	1,4	1,2
2023	1,5	1,4	1,5	1,4

Fuente: BCE.

a preguntar qué debatirá el Consejo de Gobierno cuando se reúna en esa fecha¹⁵.

La forma en que el BCE evaluará las expectativas de inflación y la tolerancia frente al desbordamiento fueron también áreas de ambigüedad. Aunque el Consejo de Gobierno tiene una nueva estrategia, continúa sujeto a los mismos datos para captar el ánimo del mercado. Cuando los periodistas confrontaron a Lagarde, en su conferencia de prensa de septiembre, con los movimientos de indicadores concretos, incluido uno que había sido calificado por el anterior presidente, Mario Draghi, como especialmente importante en 2014, Lagarde respondió que “dependemos de los datos para determinar nuestra política, pero queremos contemplar una gama completa de estos datos¹⁶”. La presidenta dijo algo parecido sobre “ver más allá” de las actualmente elevadas tasas de inflación, tanto en el conjunto de la zona del euro como en algunos de sus mayores Estados miembros (cuadro 3).

Las últimas proyecciones muestran que la inflación real está rebasando ya el objetivo. No obstante, la inflación subyacente se mantiene contenida. Lagarde señaló varias razones por las que el ritmo de aumento de los precios se ralentizará probablemente durante los próximos dos años. Estos argumentos no están universalmente aceptados.

Sabemos por las actas de la política monetaria de la reunión de julio, por ejemplo, que hay miembros del Consejo de Gobierno preocupados por la posibilidad de que se produzca un rápido aumento de la inflación.

El mensaje sobre los tipos de interés es claro, pero el futuro de las compras de activos y otros instrumentos no convencionales es menos cierto. Lagarde ha cumplido su promesa de transformar la forma de llevar a cabo la política monetaria del BCE. Cuando toque retirar en un futuro estos instrumentos no convencionales, su nueva estrategia afrontará la primera prueba de fuego.

Lagarde se negó a entrar en el debate. En su lugar, admitió que puede haber percepciones diferentes a los argumentos que ella expone: “ciertamente, en muchos países de la eurozona la gente está viendo que suben los precios y lo está notando¹⁷”. También admitió que el Consejo de Gobierno debe prepararse para realizar ajustes si cambian las circunstancias. Esta es una línea de razonamiento normal, pero se encuadra dentro de una mayor apertura al desacuerdo, tanto en el seno del Consejo de Gobierno como externamente.

¹⁵ Véase la conferencia de prensa de 9 de septiembre: <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2021/html/ecb.is210909~b2d882f724.en.html>

¹⁶ Véase nuevamente: <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2021/html/ecb.is210909~b2d882f724.en.html>

¹⁷ Véase: <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2021/html/ecb.is210909~b2d882f724.en.html>

En la conferencia de prensa de julio, Lagarde admitió que había voces discrepantes. Hacia el final del encuentro, incluso invitó a los periodistas a investigarlas e informar de lo que consideren relevante. Esto se produjo en el periodo previo a la reunión de septiembre. Con la nueva estrategia de comunicación de Lagarde, no está claro que estas voces discrepantes marcaran una gran diferencia.

“La señora no está retirando los estímulos”

El nuevo *look* del BCE con la presidenta Lagarde parece revelar una mayor confianza en su capacidad de explicar y defender su estrategia monetaria. El juego de palabras con la famosa frase de Margaret Thatcher (“La señora no va a cambiar el rumbo”) en

su respuesta a los periodistas en la conferencia de prensa del 9 de septiembre reviste mayor importancia por su alusión a la política de convicción de la Dama de Hierro que por lo que nos dijo sobre el futuro de la compra de activos. Pese a las inevitables ambigüedades, también parece que Lagarde es más eficaz a la hora de comunicar la estrategia. No obstante, aún es pronto para saberlo. El mensaje sobre los tipos de interés es claro, pero el futuro de las compras de activos y otros instrumentos menos convencionales es menos cierto. Las grandes cuestiones se decidirán en la reunión de política monetaria de diciembre de 2021. Lagarde ha cumplido su promesa de transformar la forma de llevar a cabo la política monetaria del BCE. Cuando toque retirar en un futuro estos instrumentos de política monetaria no convencionales, su nueva estrategia afrontará la primera prueba de fuego.