

## Resumen

La pandemia de la COVID-19 marcará un antes y un después en el entorno y el desarrollo de la política monetaria del BCE. Este artículo comienza por repasar y valorar de forma concisa las principales medidas de política monetaria instrumentadas para hacer frente al impacto económico de la pandemia. Tras ello, el análisis trata de enmarcar el debate sobre dos de los retos a los que el BCE habrá de hacer frente en los próximos años. En primer lugar, deberá de prepararse para normalizar los tipos y la composición de su balance, minimizando el impacto sobre la estabilidad financiera y resistiendo las presiones para que retrase el necesario ajuste. En segundo lugar, deberá de prevenir la materialización de los riesgos al alza para la estabilidad de precios, desde una posición aún más confortable que los bancos centrales de otras economías avanzadas. Probablemente, el BCE sea el banco central mejor preparado para evitar cualquier sombra de dominancia fiscal y financiera. Sin embargo, cualquier complacencia en este frente podría ir en detrimento del logro de su mandato fundamental. Tras explorar estas cuestiones con una perspectiva de medio plazo, el artículo valora brevemente los principales elementos de la nueva estrategia de política monetaria del BCE, subrayando la trascendencia de los cambios más relevantes y también aquellos otros aspectos que en un futuro deberán recibir atención.

*Palabras clave:* Política monetaria, BCE, COVID-19, estabilidad de precios, estabilidad financiera, impacto económico.

## Abstract

The COVID-19 pandemic marks a before and an after in the economic environment and the stance of the monetary policy of the ECB. This article starts by reviewing and assessing the main monetary policy measures aimed at cushioning the economic impact of the pandemic. Next the analysis intends to frame the debate surrounding two of the challenges ahead of the ECB in the coming years. First, the central bank should prepare to normalize policy rates and the composition of its balance sheet, while minimizing the impact on fiscal and financial stability and resisting pressures to delay the necessary adjustment. And second, the ECB ought to prevent the materialization of risks to price stability, admittedly from a more comfortable position than other central banks in advanced economies. Arguably, the ECB is the central bank best prepared to dispel any shadow of fiscal and financial dominance. However, any complacency on this front could be detrimental to the achievement of its main mandate. After exploring this issues with a medium term perspective, the article briefly assesses the key elements of the new monetary policy strategy of the ECB, emphasizing the relevance of the most important changes, as well as other aspects that will need to receive attention going forward.

*Keywords:* monetary policy, ECB, COVID-19, financial stability, price stability, economic impact.

*JEL classification:* E52, E58.

# LA POLÍTICA MONETARIA Y LA PANDEMIA: CLAVES DEL DEBATE ACTUAL

José Manuel GONZÁLEZ-PÁRAMO

IESE y UCM

## I. INTRODUCCIÓN

La pandemia de la COVID-19 ha determinado y marcará un antes y un después en el entorno y el desarrollo de la política monetaria del Banco Central Europeo (BCE). El banco central de la eurozona, uno de los más jóvenes del mundo, hubo de desplegar su instrumental para hacer frente a las consecuencias y a los riesgos derivados de la brutal recesión a la que el cierre de la actividad económica abocaba a nuestras economías. Las lecciones aprendidas de la crisis anterior resultaron, sin duda, de gran utilidad para la misión encomendada a un banco central que ya venía luchando desde tiempo atrás con riesgos a la baja para la estabilidad de precios.

En parte como resultado de las políticas desplegadas, desde algunos ámbitos de opinión influyentes se ha comenzado a suscitar una cierta inquietud acerca de los riesgos de que en el futuro la política fiscal condicione las decisiones de política monetaria. Asimismo, en buena medida debido a los efectos de la pandemia, las tasas de inflación están alcanzando niveles no registrados desde hace muchos años, fenómeno en principio temporal. Sin embargo, hay tendencias de fondo que anticipan un futuro menos pacífico en el frente de la estabilidad de precios. Por último, un compromiso que el BCE había asumido antes

del inicio de la pandemia era el de revisar la estrategia de política monetaria. La COVID-19 no ha sido excusa para retrasar este débito, cuyo cumplimiento se produjo en julio de 2021.

A continuación, se repasan y valoran de forma concisa las principales medidas de política monetaria instrumentadas para hacer frente a la pandemia, que, por otra parte, están muy bien cubiertas en otro trabajo dentro de este mismo número de *Papeles de Economía Española*. Tras ello, se enmarca el debate sobre el riesgo de «dominancia fiscal» en el futuro desarrollo de la política monetaria. ¿Qué decir, por otro lado, de los riesgos inflacionistas en tiempos en los que las expectativas de inflación se encuentran todavía por debajo del 2 por 100? Tras abordar esta cuestión con una perspectiva de medio plazo, se tratan esquemáticamente los principales elementos de la nueva estrategia de política monetaria del BCE, subrayando la trascendencia de los cambios más relevantes y también aquellos otros aspectos que en un futuro deberán recibir atención. El artículo concluye con unos breves comentarios finales.

## II. MEDIDAS MONETARIAS

Antes de irrumpir la pandemia en nuestras vidas, el BCE tenía en cartera algo menos de 2,4 billones de euros en su programa *APP* (*Asset Purchase Program*) de título

los públicos y privados, así como unas operaciones de financiación repo (fundamentalmente *TLTRO-II*, siglas correspondientes a su denominación en inglés, *targeted longer-term refinancing operations*) por algo más de 600.000 millones de euros. En total, unos tres billones de euros. Con los tipos de interés de la facilidad de depósito y de las operaciones principales de financiación en negativo, la expansión cuantitativa (*QE*) y la «guía hacia adelante» (*forward guidance*) constituyen hoy los instrumentos fundamentales de la política monetaria.

La justificación de este tipo de política tiene su origen en las limitaciones del manejo de los tipos de interés cuando estos se encuentran a niveles muy bajos o negativos, y cercanos al límite inferior en que cabría fijarlos. Es sabido que en esta zona de tipos los efectos de bajadas ulteriores sobre la inflación y el crecimiento son pequeños (Borio y Hoffmann, 2017). Es más, en esta situación no cabe excluir la posibilidad de que los descensos llegasen a tener más costes que beneficios (Van den End *et al.*, 2020). Una política de compras de títulos, por el contrario, tiene propiedades de estabilización financiera, y contribuye a conjurar los riesgos de deflación (Hoffmann *et al.*, 2021).

Cuando en febrero de 2020 se produce el impacto de la pandemia, esta era la situación de contexto para el BCE. Se trataba de elevar la tasa de inflación desde niveles alejados del 2 por 100 utilizando, esencialmente, compras, financiación bancaria y comunicación a los mercados sobre el compromiso de mantener estas medidas por el tiempo necesario. Siendo adecuada esta política, era inevitable cierta per-

cepción de rendimientos decrecientes en su instrumentación. Pero ante lo abrupto y acelerado de los efectos del deterioro de la economía, el BCE dio prueba de que no estaba inerme. La velocidad de reacción, la magnitud del conjunto de las medidas y el despliegue de distintas líneas de actuación vinieron a demostrar que estaba preparado para combatir una recesión atípica. El carácter global de la crisis vino a exigir esfuerzos comparables de los bancos centrales de todo el mundo (Cantú *et al.*, 2021), que en muchos casos estrenaron medidas no convencionales bien conocidas en Europa, para acompañar las actuaciones de las autoridades que debían protagonizar la respuesta en los frentes sanitario y fiscal.

La respuesta del BCE desde marzo de 2020 tuvo un triple objetivo. Primero, estabilizar los mercados para impedir que la reacción de estos a la pandemia derivase en una nueva crisis financiera. Segundo, contrarrestar la contracción económica asegurando condiciones de financiación favorables al conjunto de los agentes económicos, públicos y privados. Y, en tercer lugar, alcanzar un objetivo idiosincrático de la eurozona que se reconoce de forma cada vez más abierta: el de concentrar las expectativas del mercado en torno al «equilibrio bueno», en el que ni la fragmentación financiera ni las diferentes posiciones fiscales de partida debieran interferir en las condiciones de acceso a la financiación en toda el área (Schnabel, 2021a; Lane, 2021).

Las medidas de provisión de liquidez y financiación anunciadas y aplicadas desde el principio de la crisis –analizadas de manera detallada en otro artículo de

este número– pueden agruparse en dos grandes bloques más un tercero de acompañamiento, que comprendería esencialmente la cooperación con otros bancos centrales de fuera de la zona del euro a través de *swaps* en divisas y repos. El primer conjunto lo constituyen las operaciones de financiación a más largo plazo vinculadas a objetivos de crédito (*TLTROs*). Las condiciones ligadas a esta vía de liquidez mejoraron notablemente: se añadieron rondas (incluidas las nuevas *PELTROs*, siglas de *pandemic emergency longer-term refinancing operations*), se recalibraron favorablemente las condiciones de tipo de interés y se flexibilizaron temporalmente las exigencias y recortes sobre los activos de garantía.

El segundo bloque de medidas incluye, principalmente, la extensión del programa de compras *APP* y la introducción de un nuevo programa de compras especial ligado a la pandemia, el *PEPP*, *pandemic emergency purchase programme*, ampliado en dos ocasiones hasta un total de 1,85 billones de euros con el horizonte de marzo de 2022. Este programa ha sido esencial, dados su flexibilidad en la distribución de compras netas en el tiempo y entre jurisdicciones, incluida Grecia, y su significativo volumen. El simple anuncio del *PEPP* provocó una compresión de las primas de riesgo comparable a la que se registró tras el recordado *whatever it takes* de Mario Draghi en el verano de 2012. Para países constreñidos por niveles de deuda y de déficit elevados como España, las compras del BCE han proporcionado un apreciable margen adicional a la política fiscal.

Las medidas descritas se han dirigido a garantizar unas condiciones de financiación favorables,

concepto que ha devenido en central como objetivo intermedio de la política monetaria, así como en la comunicación y la guía a futuro (Hernández de Cos, 2021). Este compromiso se refiere al conjunto de indicadores que reflejan el mecanismo de transmisión de la política monetaria: tipos de interés libres de riesgo, rendimientos de la deuda soberana y de los bonos corporativos, y costes del crédito bancario. Así, la aceleración de las compras realizadas en el marco del *PEPP* en marzo de 2021 respondió explícitamente al objetivo de contrarrestar el endurecimiento de las condiciones experimentadas desde finales de diciembre de 2020, así como al empeoramiento de las proyecciones de inflación, más bajas de lo esperado.

### III. DOMINANCIA FISCAL

La significativa expansión del balance del BCE resultante de las medidas descritas, hasta alrededor de siete billones de euros, ha suscitado en algunos foros y especialistas cierta inquietud, abonada por la constatación de que, desde el comienzo de la pandemia hasta la primavera de 2021, el BCE había realizado compras de deuda soberana por importe significativamente superior al total del conjunto de las emisiones netas de los países de la eurozona. Los tres economistas jefes del BCE que han precedido al actual, Philip Lane, han manifestado su preocupación, desde Issing («La dominancia fiscal es hoy una realidad en Europa») a Praet («Mi expectativa es que el BCE se adherirá a su mandato, pero solo lo sabremos *a posteriori*»), pasando por Stark («El BCE tolerará la inflación cuando esta se haga presente») (Treeck, 2021). No es sencillo valorar la pertinencia

de estas afirmaciones, pero en su contenido literal no hace sino confirmar una sensibilidad idiosincrática centroeuropea que comenzó a ponerse de manifiesto en la Gran Crisis Financiera (GCF) de los años 2008 y siguientes, con la participación del BCE en la *troika* como observador y los posteriores programas limitados de compras de bonos de Grecia, Irlanda, Portugal, Italia y España de 2010 y 2011. Se trata de una visión no meramente declarativa, como prueban las sonadas dimisiones de miembros del Consejo de Gobierno y del Comité Ejecutivo registradas desde entonces. Así pues, ¿existe, aunque sea parcialmente, dominancia fiscal? Y ¿hay riesgos de que este sea un problema en un futuro?

Desde la década de los noventa el diseño institucional de la política monetaria se ha basado en la llamada «dominancia monetaria». De acuerdo con este enfoque de la política macroeconómica, asegurar la estabilidad de precios tiene un valor significativo para la sociedad, de forma que ese objetivo no debe ser puesto en riesgo por una política monetaria sometida a la política fiscal, o simplemente condicionada por esta. A este fin, a los bancos centrales de los principales países se les dotó de independencia institucional, legal, financiera y personal. Establecida la meta de estabilidad de precios, los bancos centrales deberían utilizar con total independencia sus instrumentos para alcanzarla, con plena sujeción a requerimientos de transparencia y de rendición de cuentas ante el gobierno o el parlamento. Con la perspectiva de tres décadas, la evidencia permite afirmar con suficiente confianza que este diseño ha funcionado (por ejemplo, Masciandaro y Romelli, 2018).

Un régimen de dominancia monetaria como el que instituye el Tratado y el Estatuto del BCE no es incompatible con la existencia de relaciones económicas y financieras entre el banco central y el Tesoro. De hecho, el compromiso de este consistente en recapitalizar el banco central cuando las operaciones de política monetaria lo hicieran necesario es una condición necesaria para la independencia financiera. Asimismo, los beneficios del banco central se transfieren casi íntegramente al Tesoro. Casi todos los bancos centrales utilizan de manera convencional las operaciones de mercado abierto con títulos de deuda soberana, pues el tipo de interés libre de riesgo es una variable de política monetaria esencial. Y de forma extraordinaria, la expansión cuantitativa basada en compras públicas es un ingrediente necesario para cumplir con el mandato del BCE, que exige conjurar los riesgos de deflación.

Por último, es también importante subrayar que el banco central no debería contrarrestar el impulso de la política fiscal —por ejemplo, siendo contractiva cuando el Gobierno aumenta el déficit— solamente para hacer patente su independencia, pues ello podría ir en contra de su mandato. Con los tipos de interés en cero o en niveles negativos, asegurar la máxima potencia de la política fiscal requiere precisamente de una política monetaria que mantenga unas condiciones financieras favorables para todos los agentes económicos.

En el contexto actual, no existen indicaciones de que la política monetaria esté supeditada a las necesidades de los Gobiernos (Schnabel, 2021b). Los bajos tipos de interés no parecen estar expulsando inversión privada,

como es usual cuando hay represión financiera, sino al contrario. Asimismo, no hay ninguna correlación entre las emisiones de los distintos estados y el volumen de compras del BCE. Por otra parte, si los mercados creyesen que estamos en un régimen de dominancia fiscal, asistiríamos a un brusco movimiento al alza de las expectativas de inflación, fenómeno que no se observa, pues continúan situadas en niveles inferiores al 2 por 100 a medio y largo plazo. Estos mismos mercados siguen reflejando en las primas de riesgo de cada país los *shocks* idiosincráticos y las sorpresas macroeconómicas, algo que no se esperaría de plegarse el banco central a las necesidades del Gobierno.

En suma, no se observan indicios de que la dominancia fiscal sea un hecho. Muy al contrario, es difícil contradecir la afirmación de que los dos brazos de la política macroeconómica están remando en la dirección apropiada para sacar a nuestras economías de la trampa del bajo crecimiento acompañado de una inflación excesivamente reducida. Y como subraya el FMI, los riesgos inflacionarios asociados a las compras de deuda financiadas con base monetaria son muy reducidos en el caso de bancos centrales independientes, como el BCE (FMI, 2021a; Box 1.3).

Sentado lo anterior, la respuesta al segundo interrogante debe ser más matizada. La independencia por sí sola no protege plenamente contra el riesgo de dominancia, pero es ciertamente una precondition. A este respecto, a diferencia de otras áreas económicas del mundo, en las que la independencia del banco central puede ser eliminada o condicionada mediante la apro-

bación de una ley ordinaria, en la eurozona tiene rango constitucional. Está en el Tratado y en el Estatuto. Así, desde las perspectivas institucional y legal no hay mucho margen para que los Gobiernos interfirieran en la autonomía con la que el banco central debe tomar sus decisiones.

Hay que admitir, sin embargo, que desde ciertos sectores intelectuales y políticos la independencia está hoy siendo criticada con cierta intensidad. Tras ello hay multitud de razones. Así, se cuestiona que los bancos centrales hayan demostrado su capacidad técnica para asegurar la estabilidad de precios en tiempos de inflación baja o negativa. Como señala Borio (2021), este reproche es más intenso en países que valoran poco o rechazan el orden económico multilateral. Con enormes volúmenes de deuda pública en sus balances e intervenciones de gran potencia, se ponen en ocasiones en tela de juicio los impactos redistributivos de su actuación. Por otro lado, se han convertido, sin buscarlo, en instituciones muy poderosas –quizá demasiado, según algunos–, pues como consecuencia de la GCF adquirieron competencias adicionales en los ámbitos micro y macroprudencial, como fue el caso del BCE. Y siempre se espera demasiado del banco central, que en tiempos pasados fue la única opción disponible (*the only game in town*) para luchar contra las crisis. Sin duda, el consenso acerca de las virtudes de una banca central independiente y dirigida por técnicos, con toda la sabiduría macroeconómica a su favor, está siendo amenazado. Más que desarrollar un trabajo aburrido de puro técnico y rutinario (King, 2000), los bancos centrales tienen ante sí un futuro de retos como nunca han contemplado desde hace tres decenios.

Uno de esos retos será el de resistir las presiones que inevitablemente surgirán cuando se cumplan las condiciones para proceder a un cambio en la orientación de la política monetaria. Una interrupción de las compras de bonos más temprana de lo anticipado o un anuncio del inicio en la normalización de los tipos de interés podrían tener efectos sobre la estabilidad financiera y, en particular, sobre la posición financiera tanto del Gobierno como del banco central. Nótese que tras la irrupción de la pandemia los principales bancos centrales del mundo prácticamente han doblado el volumen de activos en sus balances, hasta el 60 por 100 del PIB (FMI, 2021b). Los colchones de capital del banco podrían quedar comprometidos precisamente en el momento en que la carga de la deuda de los Gobiernos, obligados en principio a recapitalizar la institución, comenzase a elevarse como consecuencia de las acciones de la autoridad monetaria.

El aumento del déficit y los posibles problemas de sostenibilidad de la deuda en los países con mayores primas de riesgo y menores ritmos de crecimiento económico son factores que podrían influir en las actitudes de los miembros del Consejo de Gobierno de la institución. De acuerdo con Heinemann y Kemper (2021), una vez se clasifican los gobernadores del consejo del BCE de acuerdo con sus posiciones públicas –respecto del PEPP, los tipos de interés a largo plazo, y los riesgos de inflación– en «halcones», «palomas» y «neutrales», usándose una base de 33.000 medios informativos, se concluye que hay una diferencia estadísticamente significativa que se asocia a niveles de deuda pública sobre el PIB menores en el

caso de los «halcones» y mayores en los llamados «palomas». Pese a no ser un análisis muy sólido, pues hay factores idiosincráticos que pueden estar influyendo en los niveles de deuda y la elección de gobernadores en cada país simultáneamente, el argumento no ha dejado de influir en el debate actual.

Análisis de este tipo no hacen sino alentar dudas acerca de la elección del BCE entre mantener la estabilidad de precios, por un lado, y la sostenibilidad de la deuda pública, la estabilidad financiera y la cohesión de la unión monetaria, por otra (Fiedler, Gern y Stolzenburg, 2020). Como subraya Haldane (2021), desplegar las medidas extraordinarias de compras y financiación con rapidez y gran volumen, pero replegar estas medidas con morosidad y de forma muy gradual es inconsistente temporalmente. Si en el futuro nos enfrentamos a perturbaciones con una cierta frecuencia, o bien se agota la deuda que se puede comprar, o bien la preocupación sobre cómo hacer frente al servicio de la deuda podría comenzar a contaminar las percepciones sobre el compromiso de la política monetaria con la estabilidad de precios.

Por este motivo, en los tiempos que vienen van a tener una importancia difícil de exagerar la pedagogía y la comunicación dirigidas al público, a los mercados y a los Gobiernos. La pedagogía es necesaria para manifestar con claridad que la prohibición de la financiación monetaria de los Gobiernos no guarda relación alguna con la compra de bonos públicos por motivos de política monetaria, y que dejar de hacer esto último cuando es necesario hubiera sumido a la zona del euro en la deflación. Y es también

necesaria para explicar que, pese a que las políticas de QE han contribuido a comprimir las primas de riesgo, el mercado sigue disciplinando las finanzas públicas de los países con mayores desequilibrios, pero sin llegar a poner en riesgo la integridad del euro en un contexto de mercados todavía muy fragmentados.

Y en el terreno de la comunicación, es imprescindible transmitir a los ciudadanos confianza en que el BCE continuará velando por el valor de su dinero y por la estabilidad económica y financiera, como ha venido haciendo desde hace un cuarto de siglo. A los Gobiernos hay que insistirles en que deben preparar programas de consolidación y ajuste del déficit y la deuda para cuando desaparezcan los efectos macroeconómicos de la pandemia, y a las autoridades europeas que avancen con rapidez en el diseño de unas normas fiscales más sencillas, menos sujetas a interpretación y menos políticas. Debe recordárseles, asimismo, que hay compromisos cuyo cumplimiento redundaría en una política monetaria más sencilla de instrumentar y explicar, como son los de completar la unión bancaria y la unión del mercado de capitales europeos. Y sería de ayuda también demandar la introducción de reglas claras que garantizaran que los Gobiernos recapitalizarán a los bancos centrales si incurriesen en pérdidas por razones de política monetaria, un mandato del Tratado que carece aún de concreción (Reichlin *et al.*, 2021). Y de cara a los mercados, el BCE debería perseverar en las mejoras en su política de comunicación, incluyendo la guía hacia adelante en el momento más crítico, que será el de la preparación del cambio de ciclo.

#### IV. ¿RIESGOS INFLACIONISTAS?

La tasa de inflación en EE. UU. en octubre alcanzó el 6,2 por 100 y la subyacente un 4,6 por 100. En la eurozona, los respectivos índices en octubre (flash HICP) fueron 4,1 por 100, en máximos de 13 años, y 2 por 100. En ambos casos la evolución del índice general de precios estaba considerablemente por encima de las referencias del 2 por 100 a medio plazo que la Reserva Federal y el BCE comparten. La opinión aún dominante entre banqueros centrales y analistas es que se trata de un resurgimiento temporal causado por efectos estadísticos de base, cuellos de botella en la producción (por ejemplo, escasez de semiconductores o de mano de obra en ciertos sectores, y encarecimiento del transporte marítimo, entre otros), y elevados precios de algunos *inputs*, en particular los energéticos, así como la rapidez relativa en la normalización de las tasas de ahorro. Aunque el mercado sigue confiado en una actitud acomodante por parte de la Reserva Federal y el BCE, la primera ya ha anunciado el comienzo en la retirada de estímulos antes de finalizar 2021 (US Federal Reserve, 2021), y el mercado anticipa una o dos subidas de tipos en 2022. En el BCE el proceso avanza con cierto retraso, pues no se esperan subidas hasta dentro de más de dos años (Radde y Stehn, 2021), aunque haya previsiones que adelantan la normalización a finales de 2023 (Schmieding, 2021), o incluso antes. Por su parte, el Fondo Monetario Internacional (FMI, 2021) espera que la normalización de las tasas de inflación a niveles previos a la pandemia se produzca a mediados de 2022.

Estas diferencias reflejan el grado de incertidumbre en el que nos ha sumido una crisis única, que ha afectado a la demanda, la oferta y las expectativas de inflación en formas que todavía no podemos calibrar con precisión. De ahí que discrepen economistas tan relevantes como Blanchard (2020), Summers (2021), Haldane (2021) o Reinhart (2021), pesimistas en cuanto a las presiones de la inflación a medio plazo, y Gopinath y sus equipos del FMI (FMI, 2021a, capítulo 2), alineados con el consenso de la banca central.

La visión dominante de los bancos centrales tiene su fundamento en la brillante historia del control de la inflación desde los noventa. Hoy son pocos los que, en las economías avanzadas, guardan memoria de tasas de inflación de dos dígitos. De acuerdo con el consenso, mientras se mantenga el régimen de dominancia monetaria que fue hecho posible por la actuación, durante tres décadas, de unos bancos centrales independientes orientados al logro de metas de inflación, no debería preocupar el surgimiento de las presiones de inflación a corto plazo. Quienes abrigan dudas al respecto, sin embargo, con frecuencia recuerdan que la política monetaria necesita cierto grado de fortuna en las perturbaciones que incidan sobre la economía (Ravenna e Ingholt, 2021), como podría ocurrir a medio plazo, así como que las tendencias de largo plazo que han contribuido a contener la inflación desde los noventa no reviertan en los próximos años.

La inflación tiene esencialmente dos determinantes: el exceso o insuficiencia de demanda, o *output gap*, y las expectativas

de inflación. Si nos centramos en el medio plazo, estando por el momento las expectativas ancladas a niveles no incompatibles con los objetivos de inflación, si las perturbaciones de oferta se regularizasen con rapidez podríamos dar por justificado el escenario benigno. Sin embargo, si la oferta agregada tardase en normalizarse en un contexto de demanda muy dinámica –la elasticidad de la inflación respecto del *gap* de empleo la estima el FMI (2021a) en 0,2–, los bancos centrales podrían encontrarse en una situación complicada. En efecto, la política monetaria no tiene impacto directo sobre la oferta –únicamente puede influir indirecta y gradualmente al condicionar la financiación de la inversión–, pero tras una perturbación de oferta prolongada, podría verse forzada a responder para mantener el anclaje de las expectativas de inflación.

¿Cuáles son los riesgos a medio plazo para la estabilidad de precios? En primer término, hay que mencionar las cicatrices duraderas de la pandemia en los mercados de productos y de trabajo. Las tensiones que hemos visto durante 2021 podrían prolongarse un tiempo, amplificando el exceso de demanda. Los precios de los fletes marítimos (Plimmer y Dempsey, 2021) o las prolongadas dificultades en cubrir vacantes en algunos sectores industriales y de servicios por razones que van desde las limitaciones a la inmigración a retiros anticipados (Mitchell, Weber y Chaney, 2021), ofrecen indicaciones al respecto. En segundo lugar, deben mencionarse los precios de la energía, cuyo dinamismo podría mantenerse durante más tiempo del esperado, apoyado en unas menores inversiones en exploración, los

efectos de la transición energética y un invierno más frío de lo anticipado. Por otra parte, también herencia de la pandemia ha sido un papel disminuido de los mercados y la competencia, que se ha producido de manera correlativa al aumento del peso de las decisiones del sector público en la economía en muchos países. En cuarto lugar, hay que resaltar el impacto retardado de las formidables políticas fiscales y monetarias instrumentadas por la mayoría de los países como respuesta a los efectos de la pandemia. Deben mencionarse, por último, los posibles efectos sobre la inflación asociados a la divergencia de políticas monetarias a nivel internacional. Como recordaba Draghi (2021) recientemente, debemos de estar atentos «ante el riesgo de divergencias entre la eurozona y la economía norteamericana, y lo que de ello se derivaría para la actitud de los respectivos bancos centrales».

Si como consecuencia de todo lo anterior se registrasen durante más tiempo del esperado tasas de inflación elevadas, las expectativas podrían comenzar a reflejar la inflación pasada y no solo el objetivo del banco central, primer paso hacia el desanclaje de las expectativas de inflación (Carstens, 2021). Los agentes económicos tienden a ser racionalmente inatentos a los cambios en el entorno económico cuando la inflación se mueve establemente a niveles bajos, pero hay un umbral de desviación al alza, mantenida durante cierto tiempo, a partir del cual comienzan a prestar atención a la inflación corriente y a tratar de defenderse frente a sus efectos (Bracha y Tang, 2019). Sería el comienzo de lo que llamamos efectos de segunda ronda, de los que aún no existe evidencia sólida pero sí indicaciones, como

son el dinamismo de las expectativas de aumentos de precios al consumo y en los distintos sectores, en máximos históricos en la eurozona (Comisión Europea, 2021), y también los movimientos bruscos al alza de las expectativas de inflación a medio plazo que registra la Fed New York (2021) para EE. UU. desde junio de 2021. En el mismo sentido, entre el final de 2020 y octubre de 2021 las probabilidades implícitas de que la inflación se mantenga por encima del 2 por 100 han subido del 54 por 100 al 82 por 100 en EE. UU. y del 12 por 100 al 41 por 100 en la eurozona (FMI, 2021b, Fig.1.4).

Afortunadamente, hay también riesgos en sentido contrario o mitigantes. Así, los aumentos salariales son todavía moderados, y los salarios reales se mantienen por debajo de los niveles previos a la pandemia, lo que lleva a esperar que la tasa de ahorro retorne a niveles de 2019 de manera gradual (Voinea y Loungani, 2021). Relacionado con lo anterior, el nivel de sindicación se conserva relativamente bajo. Y los esquemas automáticos o semiautomáticos de indicación a la inflación pasada son reducidos comparados con los existentes en el pasado, aunque hay indicios de que están retornando en el caso de las pensiones y los salarios pagados por el sector público.

El escenario central es que a corto y medio plazo los bancos centrales, apoyados en su credibilidad antiinflacionista, lograrán contrarrestar, al menos en parte, los riesgos precedentes. Pero incluso en este contexto la complacencia carece de justificación, pues los datos y las políticas anunciadas a nivel global anticipan un futuro de gran complejidad para la estabilidad de precios a medio y largo pla-

zos. Podemos hablar, en efecto, de la detención o la reversión de cuatro grandes tendencias que durante décadas han ayudado a mantener la inflación estabilizada a niveles reducidos.

En primer lugar, se observa un cierto retroceso de la integración comercial internacional, que ya comenzara hace una década con la drástica reducción en la firma de tratados comerciales, la disminución de la inversión extranjera directa a niveles de los noventa y la adopción masiva de medidas comerciales favorecedoras de los intereses de las compañías locales en los países del G20 (Global Trade Alert, 2021). Es, aparentemente, el tránsito de la globalización a la *slowbalization*. El retorno de medidas proteccionistas como los aranceles y las trabas a la inmigración, intensificadas en muchos casos durante la pandemia, están creando fricciones a los intercambios que podrían tener un reflejo creciente en precios. Y en el mismo sentido actuarían el acortamiento de las cadenas de aprovisionamiento de las compañías. Del tradicional modelo *just in time*, que perseguía la minimización de costes, está transitándose hacia el modelo *just in case*, con repatriación de actividades y múltiples proveedores, lo que tendrá un impacto alcista en los costes (Tett, 2021).

La segunda inversión de tendencias se relaciona con la demografía. El aumento de la dependencia ligado a la disminución del peso de la población en edad de trabajar en la población total por el envejecimiento presionará al alza sobre los costes laborales y contendrá la oferta, un efecto similar al de las limitaciones a la inmi-

gración (Goodhart y Pradhan, 2020). Esta reversión de tendencia comenzó hace una década en Europa y EE. U.U., se está generalizando a los países emergentes, y en los próximos años solo puede acelerarse.

El tercer cambio de escenario a medio y largo plazos tiene que ver con la sostenibilidad medioambiental y la «transición verde». El nuevo modelo energético, además de sus enormes beneficios a largo plazo, traerá consigo –ya lo está haciendo– una tensión alcista sobre los precios de las emisiones de CO<sub>2</sub> y otros gases de efecto invernadero, así como también una gran presión durante la próxima década sobre el coste de los materiales necesarios para producir y consumir con energías limpias, como el cobre, el níquel, el cobalto o el litio (FMI, 2021a). Se trata de una transición relativamente larga hasta que las nuevas tecnologías de generación y uso de la energía alcancen plena madurez y eficiencia. Entre tanto, la red de bancos centrales comprometidos con la sostenibilidad climática (Network for Greening of the Financial System, NGFS) estima que el precio de las emisiones de CO<sub>2</sub> se duplicará en 2030 y aumentará entre 5 y 7 veces en 2050. Y el escenario básico de los bancos centrales cuenta con un aumento de la inflación anual progresivo que alcanzará su máximo poco antes de 2030, con una contribución superior al 1 por 100, y que no desaparecerá hasta mediados de la década de 2040 (NGFS, 2021). Es cierto que podría encontrarse alguna compensación en una traslación solo parcial a precios de productor (McKibbin y otros, 2021), y en el descenso de precios de algunos servicios y bienes de consumo duradero, así como

de la demanda debido a la influencia de los precios energéticos en la renta disponible real (Reichlin *et al.*, 2021). Pero cabría esperar también efectos opuestos si esta transición provocase disrupciones en la oferta agregada.

La última reversión de tendencia, que sería deseable solo fuese temporal, es la erosión en el respaldo técnico y político a la independencia de los bancos centrales aludido más atrás al tratar de la dominancia fiscal. De cara al futuro va a resultar más necesario que nunca fortalecer las líneas de demarcación entre las políticas monetaria y fiscal, puesto que las presiones para retrasar la normalización de la política monetaria van a producirse muy probablemente. Argumentos de estabilidad financiera, de oportunidad política o contrarios al excesivo poder que aparentemente han alcanzado los bancos centrales no van a faltar. No escasean pesimistas que auguran que las autoridades monetarias resistirán aferradas al mástil de la estabilidad de precios, pero al final cederán (Goodhart y Pradhan, 2020). No es sencillo aceptar esta conclusión, pero debe admitirse que las circunstancias actuales y previsibles alejan la tarea de los bancos centrales del afán técnico y rutinario del que hablaba Mervyn King.

En suma, si la narrativa inflacionaria se instalase en la conversación de los agentes económicos, tras desviaciones prolongadas y significativas sobre el objetivo del 2 por 100, el riesgo de una deriva al alza de las expectativas de inflación sería muy real. Por el momento, de acuerdo con los indicadores de Google Trends (2021), no estamos en esa situación, aunque

en distintos países europeos se han alcanzado máximos de preocupación en los últimos meses. Para contrarrestar estas tensiones, la primera línea de defensa es la comunicación. La comunicación debe referirse al objetivo del banco central (D'Acunto *et al.*, 2021) y al análisis que este hace para justificar sus proyecciones (Schnabel, 2021c). Y la segunda línea de defensa es la explicación clara de la estrategia de retirada de los estímulos condicionada a la situación económica, a fin de que los agentes económicos puedan reajustar sus estrategias

## V. REVISIÓN DE LA ESTRATEGIA

Tras una única revisión de la estrategia original de 1998, realizada en 2003 con el fin de aclarar algunos aspectos de la formulación inicial, han debido transcurrir casi dos décadas para adaptarse al nuevo entorno macroeconómico y unas distintas necesidades de instrumentación y comunicación. La estrategia vigente hasta 2021 tenía tres elementos esenciales: primero, la definición de la referencia de la política monetaria como la consecución de una tasa de crecimiento interanual del índice armonizado de precios al consumo (IAPC) inferior pero cercano al 2 por 100; segundo, una orientación a medio plazo, para reflejar los desfases en la transmisión de los impulsos monetarios; y, tercero, un esquema de análisis basado en dos pilares, económico y monetario, cuya información se contrastaba en busca de la consistencia de un juicio global.

La segunda revisión de la estrategia del BCE (BCE, 2021a; 2021b) ha venido determinada por la necesidad de tener en

cuenta los profundos cambios estructurales experimentados por el área del euro en los últimos años, y que han derivado en unos tipos de interés reales de equilibrio muy reducidos, lo que ha limitado considerablemente la capacidad del BCE para alcanzar sus objetivos exclusivamente a través de las variaciones en los tipos de interés oficiales. Estos cambios estructurales tienen que ver, fundamentalmente, con los factores demográficos, la tendencia de la productividad y las consecuencias de la GCF de 2008 que explican el descenso en la tasa de crecimiento tendencial de la economía. La digitalización, las amenazas a la sostenibilidad medioambiental y los cambios en la globalización representan, asimismo, retos para la política monetaria que venían reclamando ajustes.

Entre los cambios aprobados por el Consejo de Gobierno del BCE, destacan dos modificaciones esenciales. Primero, el objetivo de inflación del 2 por 100 a medio plazo pasa a ser simétrico, en el sentido de que las desviaciones positivas y negativas respecto del 2 por 100 se consideran igualmente indeseables. Hay, sin embargo, un elemento de asimetría, y este se concreta en el segundo cambio fundamental: es necesario que las medidas de política monetaria sean especialmente contundentes o persistentes cuando la economía se sitúe cerca del límite inferior efectivo de los tipos de interés nominales, para evitar que se enquisten las desviaciones negativas respecto del 2 por 100. Esta asimetría en la instrumentación refleja la trascendencia del límite inferior, que es aquel suficientemente reducido o negativo en el cual compañías, individuos y ahorradores pierden el incentivo a depositar su dinero en el sistema financiero. Cerca



de ese límite, la política basada en reducciones de tipos pierde eficacia, pudiendo llegar a ser incluso contraproducente si rebasa el llamado «tipo de reversión» (Heider y Leonello, 2021). La contundencia de la reacción de la política monetaria y su persistencia podrían llevar a breves períodos de inflación ligeramente por encima de la referencia del 2 por 100. Así pues, un objetivo simétrico requiere una política monetaria asimétrica y más potente cuando los tipos de interés se encuentran cerca de límite inferior efectivo (Maih *et al.*, 2021).

La presente revisión de la estrategia ha sido un ejercicio conjunto del Eurosistema, cuya apoyatura doctrinal se encuentra documentada en una serie de 18 documentos que vieron la luz dos meses después de anunciarse públicamente (BCE, 2021c). En estos trabajos se establece que la baja inflación que sigue a los años posteriores a la GCF, especialmente desde 2013, tiene causas fundamentalmente coyunturales, por más que la globalización, la digitalización y la demografía hayan jugado un papel. La sobreestimación de la utilización de la capacidad –y los correspondientes errores sistemáticos a la baja en las previsiones de inflación–, así como cierto desanclaje a la baja de las expectativas de inflación no identificado en tiempo real, explican una insuficiente reacción expansiva de la política monetaria. Se trata de un cándido reconocimiento de un diagnóstico de cierto peso entre la profesión (por ejemplo, Bini Smaghi, 2020).

Dentro de la nueva estrategia se revalida el papel central de los tipos de interés oficiales como instrumentos principales de política monetaria, elevando a la ca-

tegoría de convencionales otros instrumentos que vienen usándose desde la pasada década: guía hacia adelante, compras de activos y operaciones de financiación más largo plazo. El BCE está abierto a considerar nuevos instrumentos según se juzgue necesario para alcanzar el objetivo de estabilidad de precios.

Como en las versiones previas de la estrategia del BCE, se confirma la orientación a medio plazo, que permite acomodar tanto las desviaciones a corto plazo de la inflación respecto del 2 por 100 como otros aspectos específicos de los movimientos de los precios que pueden resultar relevantes (por ejemplo, su origen, su persistencia, etcétera). En esta ocasión, sin embargo, el documento de estrategia hace referencia a ciertos *trade-offs* con el empleo y la estabilidad financiera, así como al resultado de una eventual evaluación de proporcionalidad de los instrumentos empleados, a la luz de sus posibles efectos colaterales. La referencia al principio de proporcionalidad recuerda los argumentos de la Corte Constitucional alemana al enjuiciar el programa *APP*. En cuanto al medio plazo, en la rueda de prensa posterior a la presentación de la estrategia la presidenta Lagarde afirmó que «(...) es probablemente un poco más largo que el horizonte de las proyecciones» y permite «(...) tener en cuenta otros factores que no tienen que ver con el cálculo de la inflación, pero sí con el empleo, el cambio climático (...)».

Queda la impresión de que la interpretación del medio plazo se extiende más allá de los 18-24 meses, que es convencionalmente el horizonte en el que se transmiten los efectos de la

política monetaria, lo que suscita algunos interrogantes acerca de la función de reacción del BCE ante desviaciones prolongadas de la inflación respecto del objetivo. En particular, se reconoce la importancia de la estabilidad financiera para el objetivo de estabilidad de precios, al punto de admitirse la conveniencia de enriquecer de consideraciones de estabilidad financiera el análisis de política monetaria (BCE, 2021c). En el contexto actual, con unos elevados niveles de endeudamiento y las consecuencias inciertas de la pandemia sobre la resiliencia financiera de las empresas, y sin una utilización intensa de las medidas macroprudenciales, existe cierta inquietud a medio plazo acerca del riesgo de que la política monetaria se vea confrontada con una «trampa de tipos de interés bajos» (Giavazzi y Giovannini, 2010). Esto es, que se vea impelida a adoptar una orientación demasiado laxa por demasiado tiempo, aumentando los riesgos para la estabilidad de precios (Lewis y Roth, 2018). La ejecución de la estrategia deberá ir despejando esta incógnita.

Se mantienen el análisis económico y el monetario y financiero, considerados de forma conjunta, para sustanciar las decisiones de política monetaria, así como del índice de referencia, el IAPC. Hay un importante matiz respecto de este, pues se reconoce que el índice actual no incluye adecuadamente el reflejo de los costes de uso de la vivienda en propiedad. La plena inclusión de estos costes, que se analizarán en todo caso desde ahora, es un proyecto que se extenderá durante años. De acuerdo con algunas estimaciones, estos costes de vivienda podrían añadir entre 0,3 por 100 y 0,4 por 100 a la infla-

ción anual (Gros y Shamsfakhr, 2021).

Se formaliza en la nueva estrategia una decisión adelantada por la presidenta en el otoño de 2020: el cambio climático y sus implicaciones pasan a tenerse en cuenta de lleno en la política monetaria. Los documentos de estrategia incluyen un ambicioso plan de acción climática 2021-2024 (BCE, 2021d). Este plan cubre desde la incorporación de factores climáticos a la modelización y las evaluaciones de política monetaria, a la propia instrumentación, la divulgación de información, la evaluación de riesgos, las compras de activos y el sistema de activos de garantía. Como se ha indicado, no cabe excluir que la transición energética, además de ser exigente en términos generales con el banco central, lo sea de modo particular en los próximos años al incidir directamente en el objetivo de inflación.

Es de gran interés, aunque no exenta de algún riesgo, la iniciativa de adaptar la política de comunicación del banco para dirigir eficazmente sus mensajes al gran público. Tradicionalmente, los bancos centrales formulan sus comunicados para públicos especializados, sean estos agentes de mercado o analistas, sean analistas de la administración pública. De ahí su formato técnico y preciso, que es analizado palabra por palabra por los expertos para deducir la función de reacción de las autoridades monetarias. Pero el principal destinatario de los resultados de la política monetaria es la ciudadanía, cuyo poder adquisitivo debe proteger el banco central. A fin de divulgar entre el público general los comunicados de política monetaria, el contenido de la conferencia de prensa del presidente, los men-

sajes del boletín económico de la institución y otros aspectos de la actividad del BCE, se ha adoptado el compromiso de explorar y lanzar versiones visuales y nuevos productos.

Los cambios que introduce la nueva estrategia, que afortunadamente se evaluará y adaptará si es necesario en 2025 sin esperar casi dos décadas, son importantes, pese a que no hayan tenido un impacto sustancial en los mercados tras el anuncio. ¿Quién ha ganado con la revisión, los «halcones» o las «palomas»? Tenemos análisis opuestos por parte de los especialistas (por ejemplo, Marsh y Kyriakopoulou, 2021; Sánchez, 2021), lo que probablemente significa que no hay un sesgo nítido en la dirección de más laxitud o más rigor. Tendremos que esperar a la implementación de la nueva estrategia para calibrar la orientación de las novedades, que en principio son adecuadas y bienvenidas. Un ejemplo de esta mayor concreción nos lo dio el Consejo de Gobierno del BCE celebrado inmediatamente tras el anuncio, con la mayor claridad que se ha tenido hasta la fecha en la guía hacia adelante sobre los tipos de interés. Estos se mantendrán a los niveles actuales o inferiores hasta que el objetivo de inflación del 2 por 100: 1) se alcance significativamente antes del fin del horizonte de proyecciones del BCE, punto temporal que podría ser el punto medio del intervalo de proyección, actualmente 2021-2023; 2) se mantenga duraderamente durante el resto del horizonte de proyección; y 3) con un nivel de inflación subyacente (*core inflation*) consistente con el objetivo de estabilizar la inflación en el 2 por 100 a medio plazo. Los análisis de consenso situaban en septiembre de 2020 la primera

subida en la segunda mitad de 2024, aunque los datos de octubre han adelantado esta fecha en unos trimestres.

Hay muchos aspectos que a los observadores del BCE les hubiese gustado ver reflejados en la nueva revisión (por ejemplo, Reichlin *et al.*, 2021). Ejemplos abundan. Así, se han mencionado como ausentes el futuro papel y los límites de la asistencia de liquidez de emergencia o las líneas de *swaps* en divisas, el uso de las agencias de calificación en la política de colaterales, el papel de las interacciones con la política fiscal, y la necesidad de fortalecer la demarcación con la política monetaria, etcétera. Al mismo tiempo, hay que decir que se trata de una revisión profunda que aclara y ajusta el marco de respuesta de la política monetaria ante el bravo mundo que nos espera, con los nuevos retos del cambio climático, la digitalización y la reversión demográfica, y el viejo reto de mantener ancladas las expectativas de inflación tras años de crecimientos de precios muy alejados del 2 por 100. La puesta a prueba de la estrategia ofrecerá nuevos elementos para afinar la anunciada revisión de 2025.

## VI. COMENTARIOS FINALES

El año 2020 ha venido a marcar un antes y un después en nuestras vidas, nuestra economía y, sin duda, también en nuestra banca central. El BCE, uno de los bancos centrales de más reciente creación, hubo de desplegar su instrumental para hacer frente a las consecuencias y a los riesgos derivados de la acelerada y brutal recesión a la que el cierre de la actividad económica abocaba a nuestras economías. La velocidad de la reacción del BCE, el

despliegue de diferentes líneas de actuación y la magnitud del conjunto de medidas adoptadas vinieron a demostrar que estaba preparado para combatir una recesión atípica. Las lecciones aprendidas de la crisis anterior resultaron, sin duda, de gran utilidad para la misión encomendada a un banco central que ya venía luchando desde tiempo atrás con riesgos a la baja para la estabilidad de precios.

Ahora corresponde mirar hacia el futuro papel del BCE a medida que se afiance el crecimiento. Las políticas desplegadas han sido extraordinarias, por lo que corresponde pensar en la normalización en un contexto complejo, marcado por un volumen sin precedentes de deuda pública en el balance del Eurosistema y riesgos al alza para la estabilidad de precios. Desde algunos ámbitos de opinión influyentes se ha comenzado a suscitar una cierta inquietud acerca de los riesgos de que en el futuro la política fiscal condicione las decisiones de política monetaria. Asimismo, en parte debido a los efectos de la pandemia, las tasas de inflación están alcanzando niveles no registrados desde hace muchos años, fenómeno en principio temporal. Sin embargo, hay tendencias de fondo que anticipan un futuro menos pacífico en el frente de la estabilidad de precios a medio y largo plazo.

Para hacer frente a ambos riesgos, el BCE deberá ser proactivo. Para ello habrá de reforzar su política de comunicación y su guía hacia adelante. Intensificar los mensajes que enfatizan el compromiso irrenunciable del BCE con la estabilidad de precios, y guiar cuidadosamente al mercado mediante anuncios claros sobre la estrategia de salida, en

un marco incertidumbre aún elevada, son retos que la autoridad monetaria deberá arrostrar sin dilación. Y habrá de hacerlo en el marco de la nueva estrategia publicada en julio de 2021. Esta guía de actuación, que debe ser bienvenida, ofrece los márgenes de flexibilidad y los instrumentos que serán necesarios para esta exigente tarea.

#### BIBLIOGRAFÍA

- BCE (2021a). The ECB's monetary policy statement, julio. [https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/ecb.strategyreview\\_monopol\\_strategy\\_statement.en.html](https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/ecb.strategyreview_monopol_strategy_statement.en.html)
- BCE (2021b). An overview of the ECB's monetary policy strategy. *ECB Economic Bulletin*, 5/2021, julio. [https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/articles/2021/html/ecb.ebart202105\\_01~d813529721.en.html](https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/articles/2021/html/ecb.ebart202105_01~d813529721.en.html)
- BCE (2021c). Strategy review. *ECB Occasional Paper Series*, 263-280, September. [https://www.ecb.europa.eu/home/search/html/strategy\\_review.en.html](https://www.ecb.europa.eu/home/search/html/strategy_review.en.html)
- BCE (2021d). Annex: Detailed roadmap of climate change-related actions, julio. [https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.pr210708\\_1\\_annex~f84ab35968.en.pdf](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.pr210708_1_annex~f84ab35968.en.pdf)
- BLANCHARD, O. (2021). In defense of concerns over the \$1.9 trillion relief plan, Real Time Economic Issues Watch. Peterson Institute for International Economics. <https://www.piie.com/blogs/realtime-economic-issues-watch/defense-concerns-over-19-trillion-relief-plan>
- BINI SMAGHI, L. (2020). Is the ECB at risk of becoming an underachiever?, Luiss School of European Political Economy. *Policy Brief* 1, enero. <https://sep.luiss.it/brief/2020/01/10/l-bini-smaghi-ecb-risk-becoming-underachiever>
- BORIO, C. (2021). Central banking in challenging times. *SUERF Annual Lecture Conference on «Populism, Economic Policies and Central Banking» SUERF/BAFFI CAREFIN*

*Centre Conference, Milan, 8 Noviembre 2019.* <https://www.bis.org/speeches/sp191108a.pdf>

- BORIO, C. y HOFFMANN, B. (2017). Is monetary policy less effective when interest rates are persistently low? *BIS Working Papers*, n.º 628, abril. <https://www.bis.org/publ/work628.pdf>
- BRACHA, A. y TANG, J. (2019). Inflation thresholds and inattention, Federal Reserve Bank of Boston. *Working Papers*, n.º 19-14, septiembre. <https://www.bostonfed.org/-/media/Documents/Workingpapers/PDF/2019/wp1914.pdf>
- CANTÚ, C., CAVALLINO, P., DE FIORE, F. y YETMAN, J. (2021). A global database on central banks' monetary response to Covid-19. *BIS Working Papers*, n.º 934, marzo. <https://www.bis.org/publ/work934.pdf>
- CARSTENS, A. (2021). Central banks facing pandexit challenges. *BIS, 91<sup>st</sup> Annual General Meeting*, 29 Junio <https://www.bis.org/speeches/sp210629.pdf>
- COMISIÓN EUROPEA (2021). Business and consumer survey results for October 2021. EU Commission, Economic and Financial Affairs (DG ECFIN), 29 septiembre [https://ec.europa.eu/economy\\_finance/db\\_indicators/surveys/documents/2021/bcs\\_2021\\_10\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/economy_finance/db_indicators/surveys/documents/2021/bcs_2021_10_en.pdf)
- D'ACUNTO, F., HOANG, D., PALOVIITA, M. y WEBER, M. (2021). Effective policy communication: Targets versus instruments, *Karlsruher Institut für Technologie. Working Paper Series in Economics*, n.º 147, marzo. [https://econpapers.wiwi.kit.edu/downloads/KITe\\_WP\\_147\(1pdf\)](https://econpapers.wiwi.kit.edu/downloads/KITe_WP_147(1pdf))
- DRAGHI, M. (2021). Intervento del Presidente Draghi al Cercle d'Economia, 18 junio. <https://www.governo.it/it/articolo/intervento-del-presidente-draghi-al-cercle-deconomia/17206>
- FIEDLER, S., GERN, K.-J. y STOLZENBURG, U. (2020). Blurred boundaries between monetary and fiscal policy. Monetary Dialogue, ECON Committee, European Parliament, noviembre. [https://www.ifw-kiel.de/fileadmin/Dateiverwaltung/IfW\\_Publications/Salomon\\_Fiedler/Blurred\\_Boundaries\\_Between\\_Monetary\\_and\\_Fiscal\\_Policy/2020-11-Blurred\\_Boundaries\\_Between\\_Monetary\\_and\\_Fiscal\\_Policy.pdf](https://www.ifw-kiel.de/fileadmin/Dateiverwaltung/IfW_Publications/Salomon_Fiedler/Blurred_Boundaries_Between_Monetary_and_Fiscal_Policy/2020-11-Blurred_Boundaries_Between_Monetary_and_Fiscal_Policy.pdf)

<p>FMI (2021a). <i>World Economic Outlook</i>. <a href="https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/WEO/2021/October/English/ch2.ashx">https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/WEO/2021/October/English/ch2.ashx</a></p> <p>FMI (2021b). <i>Global Financial Stability Report</i>, octubre. <a href="https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2021/10/12/global-financial-stability-report-october-2021">https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2021/10/12/global-financial-stability-report-october-2021</a></p> <p>GIAVAZZI, F. y GIOVANNINI, A. (2010). The low-interest-rate trap. <i>VoxEu</i>, 19 julio. <a href="https://voxeu.org/article/low-interest-rate-trap">https://voxeu.org/article/low-interest-rate-trap</a></p> <p>GLOBAL TRADE ALERT (2021). The 27<sup>th</sup> global trade alert report, 2 junio. <a href="https://www.globaltradealert.org/reports/75">https://www.globaltradealert.org/reports/75</a></p> <p>GOODHART, C. y PRADHAN, M. (2020). <i>The great demographic reversal: Aging societies, waning inequality, and inflation revival</i>. Palgrave Macmillan.</p> <p>GROS, D. y SHAMSAKHAR, F. (2021). The rising cost of housing. <i>CEPS in Brief</i>, julio. <a href="https://www.ceps.eu/the-rising-cost-of-housing/">https://www.ceps.eu/the-rising-cost-of-housing/</a></p> <p>HALDANE, A. (2021). Thirty years of hurt, never stopped me dreaming. Bank of England, junio. <a href="https://www.bankofengland.co.uk/speech/2021/june/andy-haldane-speech-at-the-institute-for-government-on-the-changes-in-monetary-policy">https://www.bankofengland.co.uk/speech/2021/june/andy-haldane-speech-at-the-institute-for-government-on-the-changes-in-monetary-policy</a></p> <p>HEIDER, F. y LEONELLO, A. (2021). Monetary policy in a low interest rate environment: Reversal rate and risk taking. <i>ECB Working Paper Series</i>, n.º 2593, octubre <a href="https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2593~c97d059554.en.pdf">https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2593~c97d059554.en.pdf</a></p> <p>HEINEMANN, F. y KEMPER, J. (2021). The ECB under the threat of fiscal dominance – The individual central banker dimension. <i>ZEW Mannheim, Economists' Voice</i>, September. <a href="https://www.degruyter.com/document/doi/10.1515/ev-2021-0014/html">https://www.degruyter.com/document/doi/10.1515/ev-2021-0014/html</a></p> <p>HERNÁNDEZ DE COS, P. (2021). Las perspectivas del área del euro, la política monetaria en la coyuntura actual y lecciones para la revisión de la estrategia del BCE. <i>EY Insights Forum</i>, abril <a href="https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/IntervencionesPublicas/Gobernador/Arc/Fic/hdc230421en.pdf">https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/IntervencionesPublicas/Gobernador/Arc/Fic/hdc230421en.pdf</a></p>	<p>HOFFMANN, B., LOMBARDI, M., MOJÓN, B. y ORPHANIDES, A. (2021). Fiscal and monetary interactions in a low interest rate world. <i>BIS Working Papers</i>, n.º 954, julio. <a href="https://www.bis.org/publ/work954.pdf">https://www.bis.org/publ/work954.pdf</a></p> <p>KING, M. (2000). <i>Monetary policy: Theory in practice</i>, 7 de enero. <a href="https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/speech/2000/monetary-policy-theory-in-practice.pdf">https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/speech/2000/monetary-policy-theory-in-practice.pdf</a></p> <p>LANE, P. (2021). The resilience of the euro. <i>Journal of Economics Perspectives</i>, 35(2), pp. 3-22. <a href="https://pubs.aeaweb.org/doi/pdfplus/10.1257/jep.35.2.3">https://pubs.aeaweb.org/doi/pdfplus/10.1257/jep.35.2.3</a></p> <p>LEWIS, V. y ROTH, M. (2018). Interest rate rules under financial dominance. <i>Discussion Paper</i>, n.º 29/2018. Deutsche Bundesbank. <a href="https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3249940">https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3249940</a></p> <p>MAIH, J., MAZELIS, F., MOTTO, R. y RISTINIEMI, A. (2021). Asymmetric monetary policy rules for the euro area and the US. <i>ECB Working Paper Series</i>, n.º 2587. Septiembre <a href="https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2587~88adc09aae.en.pdf?3b80a10158c6b6919427bbdd9fd7aad8">https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2587~88adc09aae.en.pdf?3b80a10158c6b6919427bbdd9fd7aad8</a></p> <p>MARSH, D. y KYRIAKOPOULOU, D. (2021). Hawks succeed in ECB review – but can they win the next battle? <i>OMFIF</i>, julio. <a href="https://www.omfif.org/2021/07/hawks-succeed-in-ecb-review-but-can-they-win-next-battle/">https://www.omfif.org/2021/07/hawks-succeed-in-ecb-review-but-can-they-win-next-battle/</a></p> <p>MASCIANDARO, D. y ROMELLI, D. (2018). Beyond the central bank independence veil: new evidence. <i>Bocconi Working Paper Series</i>, n.º 71, enero. <a href="https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3126179">https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3126179</a></p> <p>McKIBBIN, W., KONRADT, M. y WEDER DI MAURO, B. (2021). Climate policies and monetary policies in the Euro Area. <i>ECB Sintra Forum 2021</i>, octubre. <a href="https://www.ecb.europa.eu/pub/conferences/ecbforum/shared/pdf/2021/McKibbin_paper.en.pdf">https://www.ecb.europa.eu/pub/conferences/ecbforum/shared/pdf/2021/McKibbin_paper.en.pdf</a></p> <p>MITCHELL, J., WEBER, L. y CHANEY, S. (2021). 4.3 million workers are missing. Where did they go? <i>Wall Street Journal</i>, 14 octubre. <a href="https://www.wsj.com/articles/labor-shortage-missing-workers-jobs-pay-raises-">https://www.wsj.com/articles/labor-shortage-missing-workers-jobs-pay-raises-</a></p>	<p><a href="https://www.wsj.com/articles/labor-shortage-missing-workers-jobs-pay-raises-economy-11634224519?mod=hp_lead_pos5">economy-11634224519?mod=hp_lead_pos5https://www.wsj.com/articles/labor-shortage-missing-workers-jobs-pay-raises-economy-11634224519?mod=hp_lead_pos5</a></p> <p>NGFS (2021). NGFS climate scenarios for central banks and supervisors, junio. <a href="https://www.ngfs.net/sites/default/files/medias/documents/820184_ngfs_scenarios_final_version_v6.pdf">https://www.ngfs.net/sites/default/files/medias/documents/820184_ngfs_scenarios_final_version_v6.pdf</a></p> <p>PLIMMER, G. y DEMPSEY, H. (2021). The waiting game: where are the world's worst delays. <i>Financial Times</i>, 15 octubre. <a href="https://www.ft.com/content/24583d1b-7c65-40ec-8516-711c54495163">https://www.ft.com/content/24583d1b-7c65-40ec-8516-711c54495163</a></p> <p>TETT, G. (2021). «Just in time» planning has to give way to «just in case». <i>Financial Times</i>, 7 julio. <a href="https://www.ft.com/content/eda5ced2-41c9-4a84-b3d0-b8d3ceb8f84b">https://www.ft.com/content/eda5ced2-41c9-4a84-b3d0-b8d3ceb8f84b</a></p> <p>TRECK, J. (2021). Former ECB chief economists warn of Eurozone debt trap if inflation comes back. <i>POLITICO</i>, May 14. <a href="https://www.politico.eu/article/former-ecb-chief-economists-warn-of-eurozone-debt-trap-inflation/">https://www.politico.eu/article/former-ecb-chief-economists-warn-of-eurozone-debt-trap-inflation/</a></p> <p>RAVENNA, F. e INGHOLT, M. (2021). The impact of inflation targeting: Testing the good luck hypothesis. <i>Canadian Journal of Economics</i>, marzo. <a href="https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/caje.12488">https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/caje.12488</a></p> <p>RADDE, S. y STEHN, S. J. (2021). ECB – A post-pandemic bridge. <i>European Economics Analyst</i>, 11 October.</p> <p>REICHLIN, L., ADAM, K., McKIBBIN, W. J., McMAHON, M., REIS, R., RICCO, G. y WEDER DI MAURO, B. (2021). The ECB strategy. The 2021 review and its future, CEPR, septiembre. <a href="https://voxeu.org/content/ecb-strategy-2021-review-and-its-future">https://voxeu.org/content/ecb-strategy-2021-review-and-its-future</a></p> <p>REINHART, C. (2021). No veo la inflación como algo transitorio. <i>El País</i>, 11 octubre. <a href="https://elpais.com/economia/2021-10-11/carmen-reinhart-no-veo-la-inflacion-como-algo-transitorio.html">https://elpais.com/economia/2021-10-11/carmen-reinhart-no-veo-la-inflacion-como-algo-transitorio.html</a></p> <p>SÁNCHEZ, C. (2021). Ganan las palomas, pierden los halcones: el BCE garantiza tipos de interés ultra bajos. <i>El Confidencial</i>, 9 julio. <a href="https://www.elconfidencial.com/economia/2021-07-09/bce-garantiza-interes-ultra-bajo-revisa-es">https://www.elconfidencial.com/economia/2021-07-09/bce-garantiza-interes-ultra-bajo-revisa-es</a></p>
--	--	---

<p><a href="#">trategia_3174856/#:~:text=Pierden por 10020los por 10020halcones por 1002C por 10020como por 10020el capacidad por 10020para por 10020adaptarse por 10020al por 10020contexto</a></p> <p>SCHMIEDING, H. (2021). Too complacent about inflation?, Chart of the Week, Berenberg, 1 octubre. <a href="https://research.berenberg.com/report/6836AC2C2F1C4347126DA12784695">https://research.berenberg.com/report/6836AC2C2F1C4347126DA12784695</a></p> <p>SCHNABEL, I. (2021a). Unconventional fiscal and monetary policy at the zero lower bound, Third Annual Conference on High debt, low rates and tail events. European Fiscal Board, febrero <a href="https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2021/html/ecb.sp210226~ff6ad267d4.en.html">https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2021/html/ecb.sp210226~ff6ad267d4.en.html</a></p>	<p>SCHNABEL, I. (2021b). The shadow of fiscal dominance: Misconceptions, perceptions and perspectives, Centre for European Reform and Eurofi Financial Forum, Berlín, septiembre. <a href="https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2020/html/ecb.sp200911~ea32bd8bb3.en.html">https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2020/html/ecb.sp200911~ea32bd8bb3.en.html</a></p> <p>SCHNABEL, I. (2021c). Prospects for inflation: Sneezes and breezes. ECB and Federal Reserve Bank of Cleveland's «Inflation: Drivers and dynamics conference 2021», 7 octubre. <a href="https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2021/html/ecb.sp211007~ab617e7d60.en.html">https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2021/html/ecb.sp211007~ab617e7d60.en.html</a></p> <p>SUMMERS, L. (2021). The Biden stimulus is admirably ambitious. But it brings some risks too, Opinion. <i>Washington Post</i>, 4 febrero.</p>	<p>US FEDERAL RESERVE (2021). Minutes of the Federal Open Markets Committee, 21-22 septiembre. <a href="https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcminutes20210922.pdf">https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcminutes20210922.pdf</a></p> <p>VAN DEN END, W., KONIETSCHKE, P., SAMARINA, A. y STANGA, E. (2020). Macroeconomic reversal rate: Evidence from a nonlinear IS curve. <i>Working Paper Series</i>, n.º 684, mayo. <a href="https://www.dnb.nl/media/s24nn1vd/working-paper-no-684-tcm47.pdf">https://www.dnb.nl/media/s24nn1vd/working-paper-no-684-tcm47.pdf</a></p> <p>VOINEA, L. y LOUNGANI, P. (2021). Predicting inflation using cumulative wage gaps. <i>VoxEu</i>, 16 agosto. <a href="https://voxeu.org/article/predicting-inflation-using-cumulative-wage-gaps">https://voxeu.org/article/predicting-inflation-using-cumulative-wage-gaps</a></p>
--	--	---