



Flossbach von Storch
RESEARCH INSTITUTE

MACRO 27/08/2026

La Fed debería seguir el ejemplo del BCE en sus inicios

por PABLO DUARTE & THOMAS MAYER

Resumen

Kevin Warsh quiere reorientar la Fed. El modelo de dos pilares de los inicios del BCE ofrece un marco para una política monetaria más amplia.

Abstract

Kevin Warsh wants to reshape the Fed. The early ECB's two-pillar framework offers a blueprint for a broader approach to monetary policy.

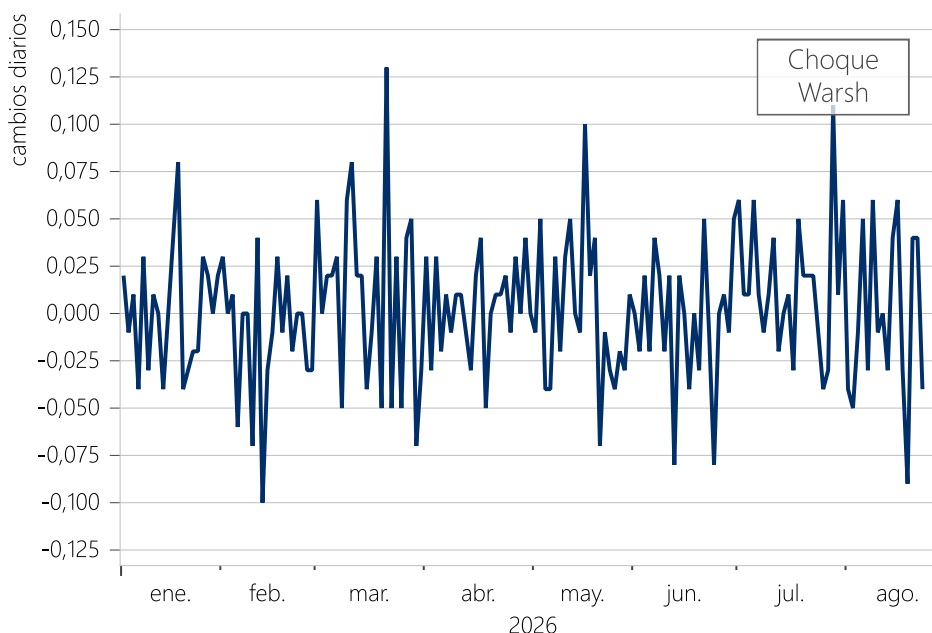


La Reserva Federal de Estados Unidos tiene el mandato de garantizar la estabilidad de precios y el pleno empleo. Su principal instrumento para alcanzar estos objetivos es el tipo de interés que paga sobre las reservas de los bancos en el banco central. La tasa de los fondos federales influye en los tipos de interés de los bancos; estos, a su vez, afectan a la rentabilidad de los bonos estadounidenses, que influye en el mercado bursátil de Estados Unidos. Ambos terminan repercutiendo en los mercados de capitales de todo el mundo. Esto convierte a la Fed en la principal autoridad de planificación de tipos de interés del mundo. No sorprende, por tanto, que el mundo preste atención cuando esta institución estrena presidente.

El “choque Warsh”

Incluso antes de que Kevin Warsh asumiera el cargo, ya se sabía que quería reducir el balance de la Fed, inflado por las compras de bonos, y eliminar las indicaciones anticipadas sobre la trayectoria futura de los tipos de interés, la llamada “forward guidance”. Sin embargo, su afirmación en la primera rueda de prensa de que la formación de los tipos debería depender más del mercado que de la política de la Fed desconcertó a algunos observadores y al mercado de bonos. El aumento de la rentabilidad del bono a 30 años tras la rueda de prensa fue el tercero más fuerte desde comienzos de año (ver gráfico). Mientras la Fed utilice el tipo de interés como instrumento de política monetaria, seguirá siendo el actor más importante de este mercado. La afirmación de Warsh resultó, por tanto, incoherente.

Rentabilidad de los bonos del Tesoro de EE. UU. a 30 años



Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, U.S. Treasury. Datos a 24.08.2026.



La política monetaria necesita un reajuste

Aun así, Warsh tiene buenas razones para reajustar la política monetaria. Con un balance superior al 20 por ciento del producto interno bruto, la Fed se ha convertido en un pesado fondo de bonos del Estado y títulos hipotecarios respaldados por el Gobierno, que distorsiona la formación de precios en el mercado y está expuesto a la influencia política. En segundo lugar, anunciar por adelantado una senda futura de tipos puede inducir a los inversores a asumir más riesgos. Y, en tercer lugar, un reajuste se justifica porque la inflación lleva cinco años por encima del objetivo del dos por ciento (ver gráfico). Durante este periodo, las previsiones de inflación de la Fed han resultado sistemáticamente demasiado optimistas. El regreso al objetivo del 2 por ciento tuvo que posponerse durante cinco años consecutivos. Hoy, los miembros de la Fed no esperan alcanzarlo hasta 2028 (ver gráfico).

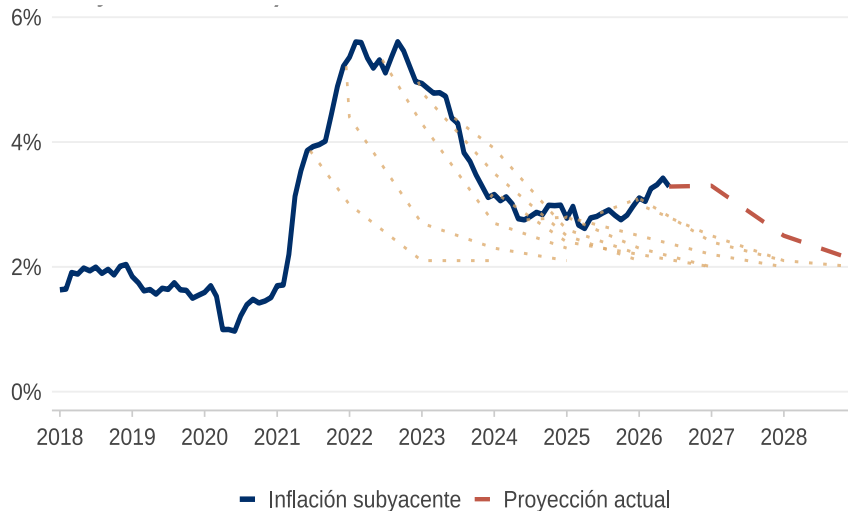
EE. UU.: inflación de los precios al consumidor



Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, BLS. Datos a 07.2026.



Reserva Federal: inflación subyacente frente a previsión (PCE subyacente, interanual,



Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Fed, BEA. Datos: 05.2026.

Para revisar el enfoque de política monetaria, Warsh ha creado cinco grupos de trabajo que examinarán, entre otras cuestiones, el balance de la Fed, los modelos para explicar la inflación y la comunicación. Sería coherente que estos grupos recomendaran una nueva reducción del balance y el abandono de la “forward guidance”. El Banco Central Europeo y el Banco de Inglaterra ya se han movido en esa dirección.

La inflación tiene varios motores

De las recomendaciones más interesantes podrían ser las del grupo de trabajo encargado de explicar la inflación y diseñar la estrategia para combatirla. Hay buenas razones para pensar que la inflación puede tener varios motores, que cobran importancia en situaciones distintas. A veces son los aumentos salariales en un mercado laboral recalentado; otras, una creación excesiva de dinero; y otras, shocks de oferta, como una subida del precio del petróleo, que elevan el nivel de precios (Mayer 2024). Si la inflación tiene varias dimensiones, no puede explicarse ni combatirse con un modelo unidimensional. Se necesitan explicaciones distintas y, en consecuencia, distintos puntos de ataque. El enfoque de la política monetaria debe ser más amplio.

La estrategia monetaria original de la BCE

Por suerte, no hace falta reinventar la rueda. Bajo su primer economista jefe, Otmar Issing, el Banco Central Europeo ya había reconocido que un enfoque amplio podía hacer mayor justicia a la complejidad de los motores de la inflación. En su Boletín Mensual de noviembre de 2000, la BCE señaló:

“Debido a las considerables incertidumbres en la estructura de la economía y en el mecanismo de transmisión de la política monetaria dentro de esta estructura, los bancos centrales no deberían depender de un único indicador, modelo o regla política para adoptar las decisiones de política monetaria. Antes bien, sería deseable un



enfoque diversificado para analizar la información en la que se basan dichas decisiones”. BCE, Boletín Mensual, noviembre de 2000, p. 51.

Issing diseñó un marco que vinculaba los aspectos de la economía real con los monetarios. El análisis monetario debía desempeñar un “papel destacado” porque, a mediano plazo, la inflación es un fenómeno monetario. Este pilar debía complementarse con un segundo, dedicado a analizar cómo los desarrollos de la economía real, como las tensiones en el mercado laboral o los shocks externos, afectaban a la inflación.

Como era habitual también en otros bancos centrales, el instrumento de política monetaria de la BCE era el tipo de interés sobre las reservas de los bancos en el banco central. Los bancos utilizan dinero de banco central para liquidar transferencias de dinero bancario mediante los correspondientes movimientos de reservas en sus cuentas en el banco central, sin tener que refinanciar esas transferencias en el mercado monetario interbancario. Además, la regulación les obliga a mantener unas “reservas mínimas” en dinero de banco central.

Como era habitual en aquella época, la BCE mantenía escasa la oferta de dinero de banco central. Los bancos tenían que obtenerlo cada semana mediante operaciones repo al tipo oficial de la BCE. Las necesidades imprevistas de reservas podían cubrirse a un tipo más alto mediante la facilidad marginal de crédito. Los excedentes podían depositarse a un tipo más bajo en la facilidad de depósito. El tipo del mercado monetario se orientaba por el tipo de las operaciones principales de financiación.

Al principio, el BCE proporcionaba dinero de banco central mediante sus operaciones principales de financiación semanales a un tipo fijo, inicialmente del 3,0%. Cuando las solicitudes superaban el importe disponible, asignaba a cada entidad solo una parte de lo solicitado. Con este procedimiento quería dar a los bancos una referencia en el nuevo entorno. Pero al fijar el tipo de forma exógena, el banco central sustituye el proceso de mercado de formación del precio. Por eso, tras la fase inicial de adaptación, la BCE pasó en el año 2000 a subastas a tipo variable.

En las subastas a tipo variable, los bancos presentan ofertas por la cantidad de dinero de banco central que desean y por el tipo de interés que están dispuestos a pagar. El banco central asigna el dinero al tipo ofertado y recorta la adjudicación individual cuando alcanza la cantidad total que desea suministrar. Los bancos que necesitan liquidez con urgencia ofrecen tipos altos; los que la necesitan menos, tipos más bajos. Con las subastas a tipo variable, el banco central puede controlar bien la cantidad de dinero de banco central, mientras el tipo de interés surge de forma endógena del equilibrio entre oferta y demanda.



La BCE diluye su enfoque

Que exista un buen enfoque no significa que vaya a perdurar. La evolución posterior de la BCE muestra lo rápido que puede abandonarse un marco de este tipo. Desde el principio, los partidarios de la escuela nekeynesiana criticaron con dureza el modelo de dos pilares de la BCE. Según ellos, la cantidad de dinero era irrelevante para la inflación y el análisis monetario, una reliquia del pasado. La inflación podía explicarse únicamente con la curva de Phillips. La crítica constante no quedó sin efecto. Con la crisis financiera, en 2008 la BCE pasó a subastas a tipo fijo con adjudicación plena: desde entonces satisfacía toda la demanda de liquidez al tipo que ella misma fijaba.

Con ello, abandonó de facto el control de la cantidad de dinero de banco central, que había desempeñado un papel importante en el modelo de dos pilares. Con el inicio de las compras de bonos dentro de la “expansión cuantitativa” en 2015, la BCE pasó a controlar el tipo de interés mediante la creación de un exceso de reservas de dinero de banco central en el sistema bancario. Desde entonces, el “tipo de depósito” pasó a determinar el tipo del mercado monetario interbancario y, en última instancia, también los tipos de crédito de la economía.

Finalmente, en la revisión de su estrategia a comienzos de la década de 2020, la BCE fusionó los dos pilares en una “evaluación de todos los factores relevantes” para el objetivo de inflación. La “Declaración sobre la estrategia de política monetaria” de 2021 señala:

“El Consejo de Gobierno basa sus decisiones de política monetaria, incluida la evaluación de la proporcionalidad de sus decisiones y de los posibles efectos indirectos, en una evaluación integral de todos los factores relevantes. Esta evaluación se apoya en dos análisis interdependientes: el análisis económico y el análisis monetario y financiero. En este marco, el análisis económico se centra en la evolución económica real y nominal, mientras que el monetario y financiero examina los indicadores monetarios y financieros, poniendo el foco en el funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria y en los posibles riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo derivados de los desequilibrios financieros y de factores monetarios. La presencia generalizada de relaciones macrofinancieras en los desarrollos económicos, monetarios y financieros exige que se incorporen plenamente las interdependencias entre los dos análisis. Este marco refleja los cambios que han experimentado los análisis económico y monetario del BCE desde 2003, la importancia de vigilar el mecanismo de transmisión a la hora de calibrar los instrumentos de política monetaria y el reconocimiento de que la estabilidad financiera es una condición indispensable para la estabilidad de precios.” Declaración sobre la estrategia de política monetaria de la BCE (2021).

En la práctica, la revisión de la estrategia allanó el camino para una política de tipos basada en modelos alejados de la realidad y contruidos sobre teoría postkeynesiana.



Tras el fracaso de estos modelos de inflación durante los años de la pandemia y la reacción tardía al posterior aumento de la inflación, la BCE subrayó en su nueva estrategia de política monetaria de 2025: “En particular, tiene en cuenta no solo la senda más probable de la inflación y de la economía, sino también los riesgos y la incertidumbre, también mediante el empleo adecuado de análisis de escenarios y de sensibilidad.”¹ Los modelos postkeynesianos desaparecieron del mapa. La atención a los “indicadores monetarios y financieros” se mantuvo, aunque ahora aparentemente sin teoría y simplemente “dependiente de los datos”.

Volver a las raíces

Los repetidos errores de previsión de la inflación y los fallos de política monetaria en Estados Unidos y Europa ofrecen motivos suficientes para reajustar el enfoque de política monetaria. Parece que el nuevo presidente de la Reserva Federal lo entiende mejor que la actual dirección de la BCE. No sería extraño que la Fed de Warsh recuperara la perspectiva monetaria.

Incluso antes de su nombramiento, Warsh había criticado la ausencia del dinero en el debate de política monetaria y había pedido reincorporarlo al análisis.² En el primer Monetary Policy Report bajo su dirección se señala, en consonancia con ello, que una medida de la cantidad de dinero puede “desempeñar un papel en la evaluación de las condiciones financieras y económicas”.³ Greg Mankiw, un economista destacado que forma parte del grupo de trabajo sobre inflación creado por Warsh, sostuvo en 2024 que había llegado el momento de reconsiderar el extendido abandono de los agregados monetarios.⁴

Si Warsh tomara como referencia el enfoque inicial de la BCE para este reajuste, tanto el análisis de la inflación como la política monetaria podrían volver a asentarse sobre una base más amplia. Si los desarrollos monetarios recuperaran protagonismo, también podría reducirse la fijación del banco central con establecer el tipo de interés oficial, que Warsh critica con razón. Porque, si las operaciones de liquidez se orientan hacia objetivos de cantidad, el tipo de interés surge de forma endógena, como ocurría antes en las operaciones repo de la BCE mediante subastas a tipo variable.

¹ Véase la Declaración sobre la estrategia de política monetaria de la BCE (2025).

² “I think money, strangely enough, has something to do with monetary policy. It has been absent from the discussion.” Kevin Warsh, July 8, 2025. <https://www.hoover.org/research/inflation-choice-kevin-warsh-fixing-federal-reserve>.

³ Federal Reserve, Monetary Policy Report, July 2026, p. 32. Monetary Policy Report, July 2026

⁴ Mankiw, N. G. (2024). Six Beliefs I Have About Inflation: Remarks Prepared for NBER Conference on “Inflation in the Covid Era”. *Journal of Monetary Economics*, 103631.



AVISO LEGAL

La información contenida en este documento y las opiniones expresadas en él reflejan las valoraciones del autor en el momento de su publicación y pueden cambiar en cualquier momento sin previo aviso. La información relativa a declaraciones prospectivas refleja la opinión y las expectativas futuras del autor. Las opiniones y expectativas pueden diferir de las valoraciones expuestas en otros documentos de Flossbach von Storch SE. Los artículos se facilitan únicamente con fines informativos y sin obligación contractual ni de ningún otro tipo. (El presente documento no constituye una oferta de venta, compra o suscripción de valores u otros títulos). La información y las valoraciones aquí incluidas no constituyen asesoramiento de inversión ni ninguna otra recomendación. Queda excluida cualquier responsabilidad por la exhaustividad, actualidad y exactitud de los datos y valoraciones facilitados. **La evolución histórica no es un indicador fiable de la evolución futura.** Todos los derechos de autor y demás derechos, títulos y reclamaciones (incluidos los derechos de autor, marcas registradas, patentes y otros derechos de propiedad intelectual, así como cualquier otro derecho) sobre, para y derivados de toda la información contenida en esta publicación están sujetos sin restricciones a las disposiciones vigentes en cada caso y a los derechos de propiedad de los respectivos titulares registrados. Usted no adquiere ningún derecho sobre el contenido. Los derechos de autor de los contenidos publicados y elaborados por la propia Flossbach von Storch SE pertenecen exclusivamente a Flossbach von Storch SE. Queda prohibida la reproducción o el uso de dichos contenidos, ya sea en su totalidad o en parte, sin el consentimiento por escrito de Flossbach von Storch SE.

Las reimpresiones de esta publicación, así como su difusión pública —en particular, mediante su inclusión en sitios web de terceros— y las reproducciones en cualquier tipo de soporte de datos requieren el consentimiento previo por escrito de Flossbach von Storch SE

© 2026 Flossbach von Storch. Todos los derechos reservados.

AVISO LEGAL

Editor: Flossbach von Storch SE, Research Institute, Ottoplatz 1, 50679 Colonia, teléfono +49. 221. 33 88-291, research@fvsag.com; *directores ejecutivos:* Dr. Bert Flossbach, Dr. Tobias Hirsch, Dr. Tobias Schafföner, Christian Schlosser, Dr. Till Schmidt, Marcus Stollenwerk; *presidente del Consejo de Administración:* Kurt von Storch; *NIF:* DE 200 075 205; *Registro Mercantil:* HRB 120 796 (Juzgado de Primera Instancia de Colonia); *Autoridad supervisora competente:* Autoridad Federal de Supervisión de Servicios Financieros (BaFin), Marie-Curie-Straße 24 – 28, 60439 Fráncfort / Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn, www.bafin.de; *autores:* Dr. Pablo Duarte & Prof. Dr. Thomas Mayer; *fecha límite de redacción:* 27 de agosto de 2026