

# LA POLÍTICA MONETARIA EN EL ÁREA DEL EURO: SITUACIÓN Y RETOS

**X Reunión de Responsables de Política Monetaria. CEMLA  
19 y 20 Junio de 2014  
Banco Central de Paraguay. Asunción**

**Juan Ayuso**

Director del Departamento de Estudios Monetarios y Financieros

DIRECCIÓN GENERAL DEL SERVICIO DE ESTUDIOS

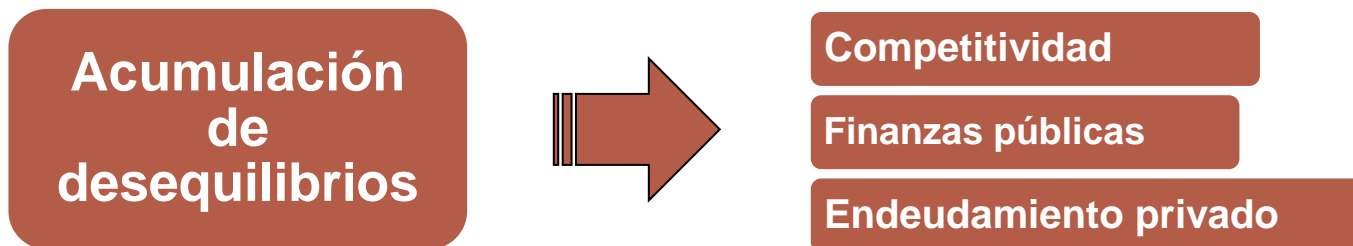


- I. La singularidad de la crisis en la zona del euro**
- II. La evolución de la situación macroeconómica**
- III. La actuación del BCE**
- IV. Los retos de la política monetaria**

# LA SINGULARIDAD DE LA CRISIS EN LA ZONA DEL EURO

La moneda única introdujo una fase prolongada de crecimiento económico, pero propició la acumulación de desequilibrios macroeconómicos en algunos países.  
¿Por qué?

1. **Políticas nacionales** inapropiadas en una unión monetaria
2. **Deficiencias en la arquitectura institucional de la unión monetaria**
  - Ineficacia en la disciplina fiscal (Pacto de Estabilidad y Crecimiento)
  - Vigilancia escasa del resto de políticas (no fiscales, no monetarias)
  - Ausencia de un marco de gestión de crisis
3. **Los mercados financieros** no disciplinaron

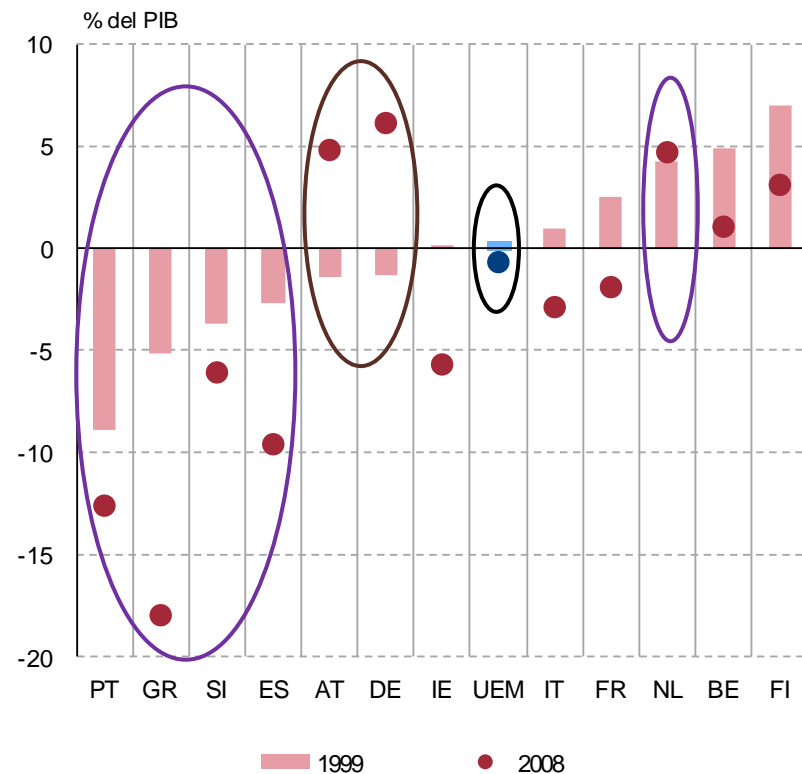


# LA ACUMULACIÓN DE DESEQUILIBRIOS: PÉRDIDAS DE COMPETITIVIDAD

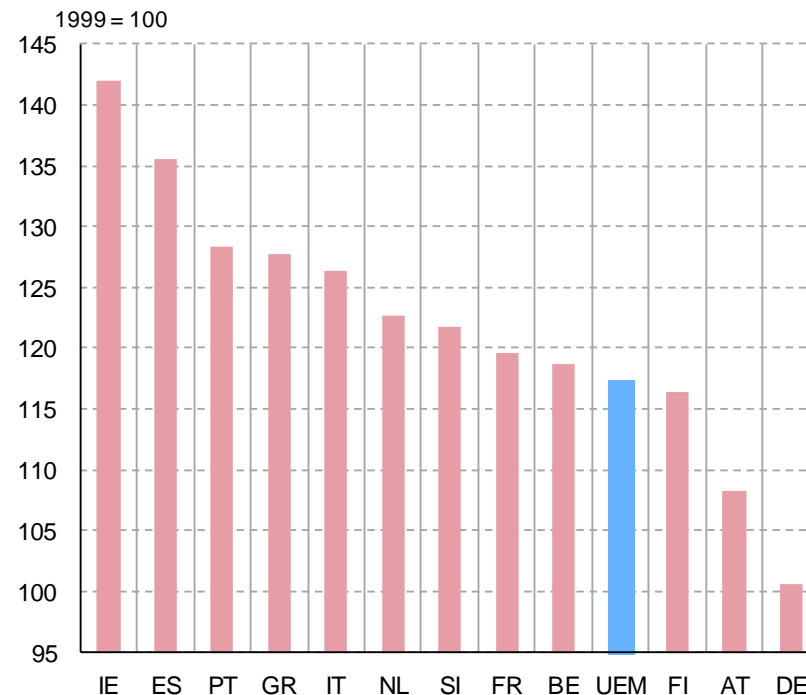


Las tendencias de precios y costes agravaron los desequilibrios de partida

BALANZA POR CUENTA CORRIENTE



COSTES LABORALES UNITARIOS TOTAL ECONOMÍA. 2008

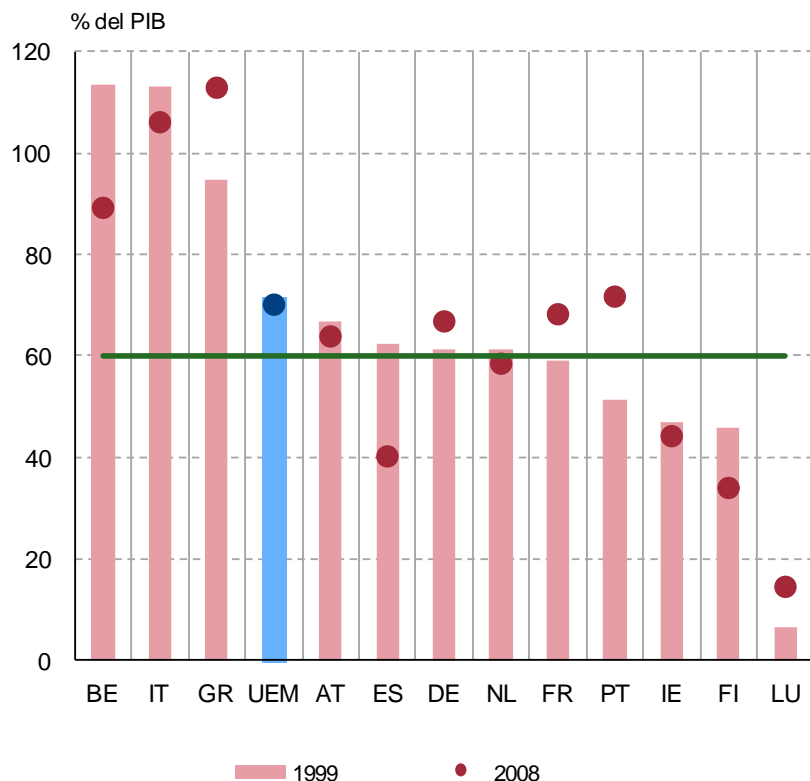


# LA ACUMULACIÓN DE DESEQUILIBRIOS: NO SE SANEAN LAS FINANZAS PÚBLICAS Y SE SOBREENDEUDA EL SECTOR PRIVADO

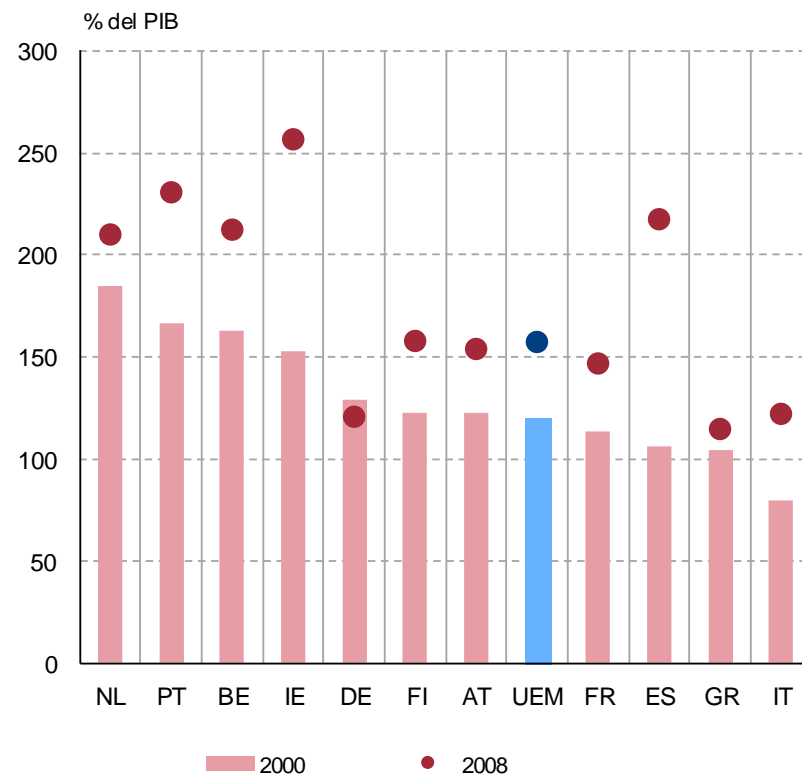


El crecimiento económico no sirvió para encauzar las finanzas públicas y la rápida expansión de la deuda privada no siempre financió gasto productivo

DEUDA PÚBLICA



DEUDA DEL SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO





**I. La singularidad de la crisis en la zona del euro**

**II. La evolución de la situación macroeconómica**

**III. La actuación del BCE**

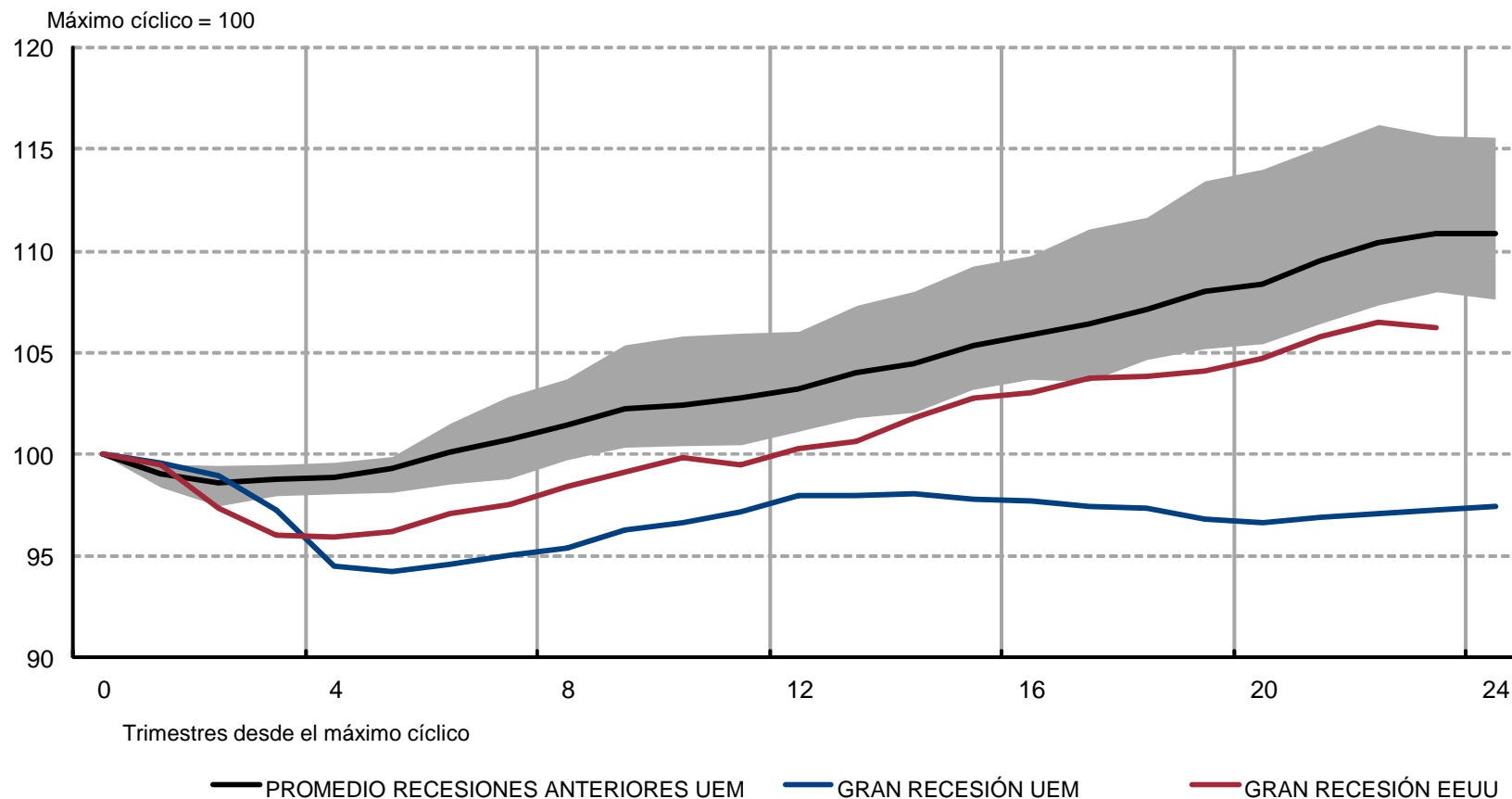
**IV. Los retos de la política monetaria**

# LA CRISIS EN LA ZONA DEL EURO ESTÁ SIENDO PARTICULARMENTE SEVERA



La crisis económica ha sido profunda. La salida está siendo lenta y débil

## PIB

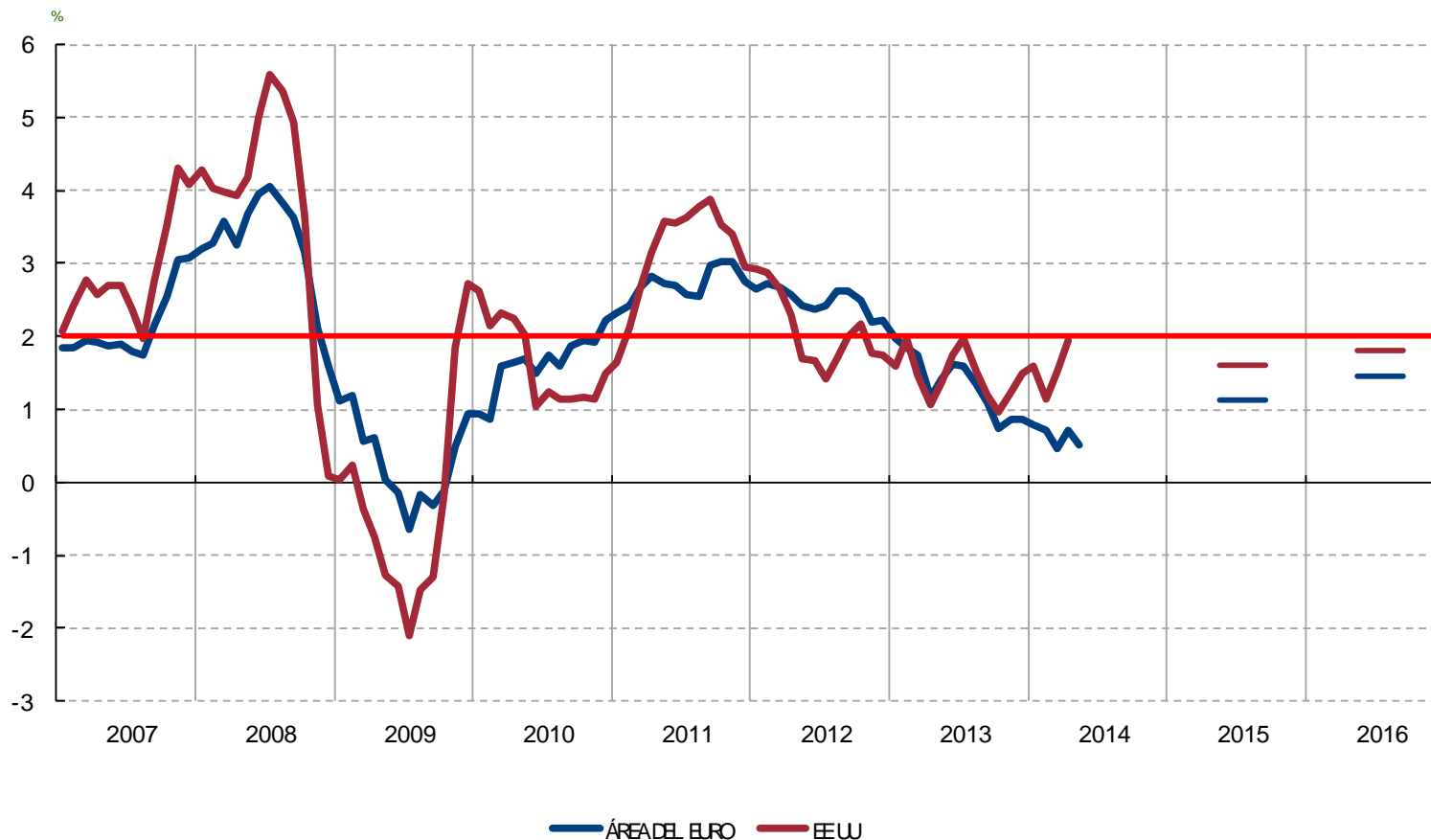


# LA INFLACIÓN SE ALEJA DE LA REFERENCIA DE MEDIO PLAZO



La inflación retrocede y se aleja del objetivo de estabilidad de precios con perspectivas de una vuelta lenta a niveles cercanos al 2%

## INFLACIÓN



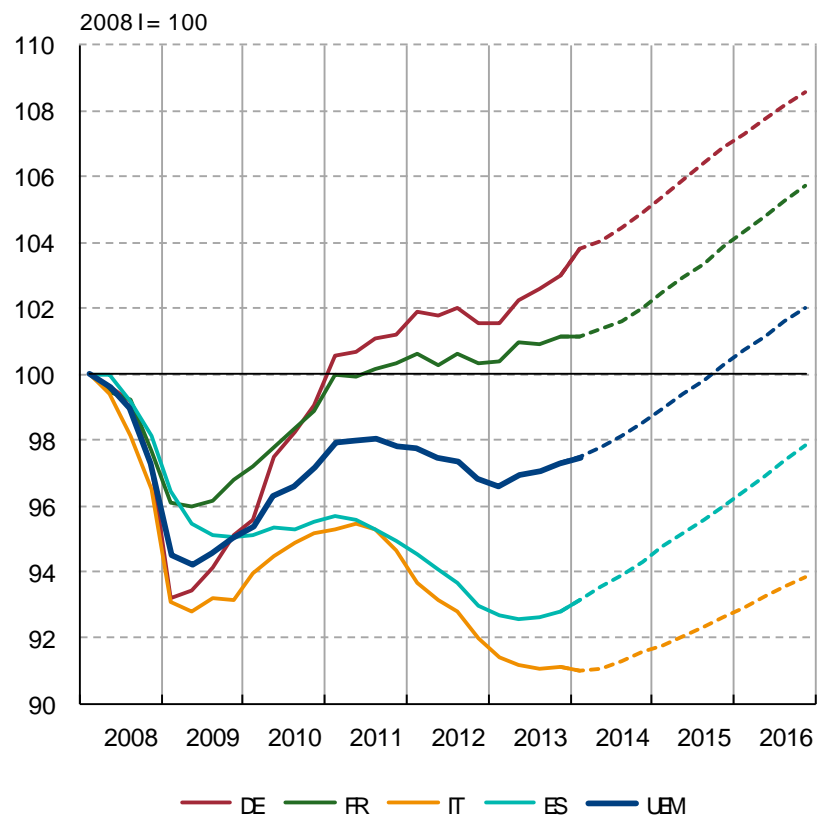


# UNA DIFICULTAD AÑADIDA: FALTA DE HOMOGENEIDAD ENTRE PAÍSES

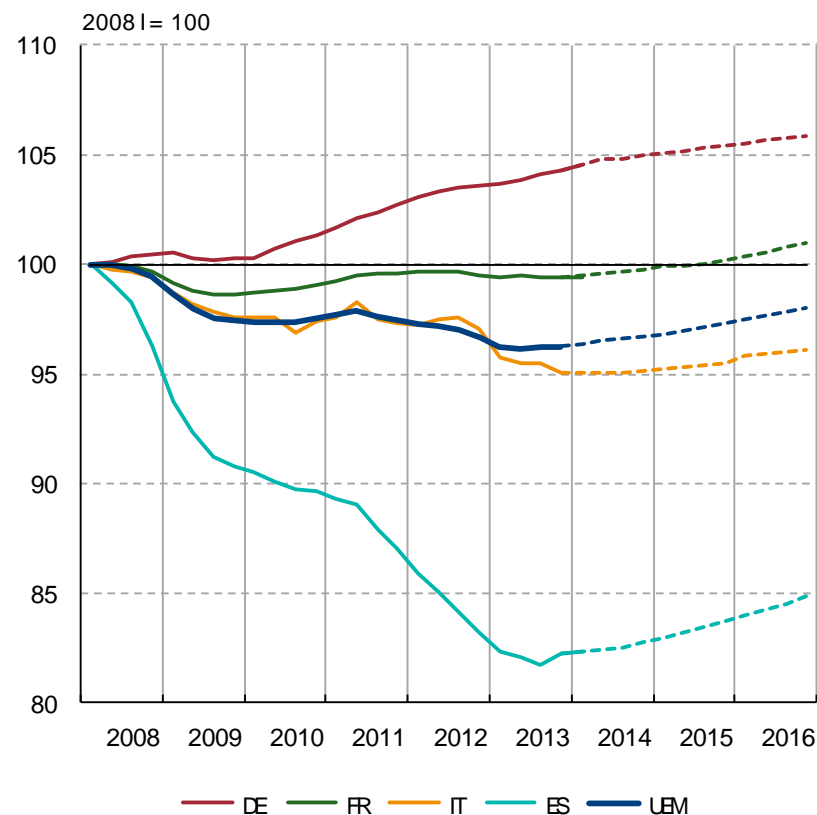


La crisis ha sido más profunda en los países con mayores desequilibrios. Algunos tardarán bastante aún en recuperar los niveles de PIB y empleo previos

**PIB**



**EMPLEO**

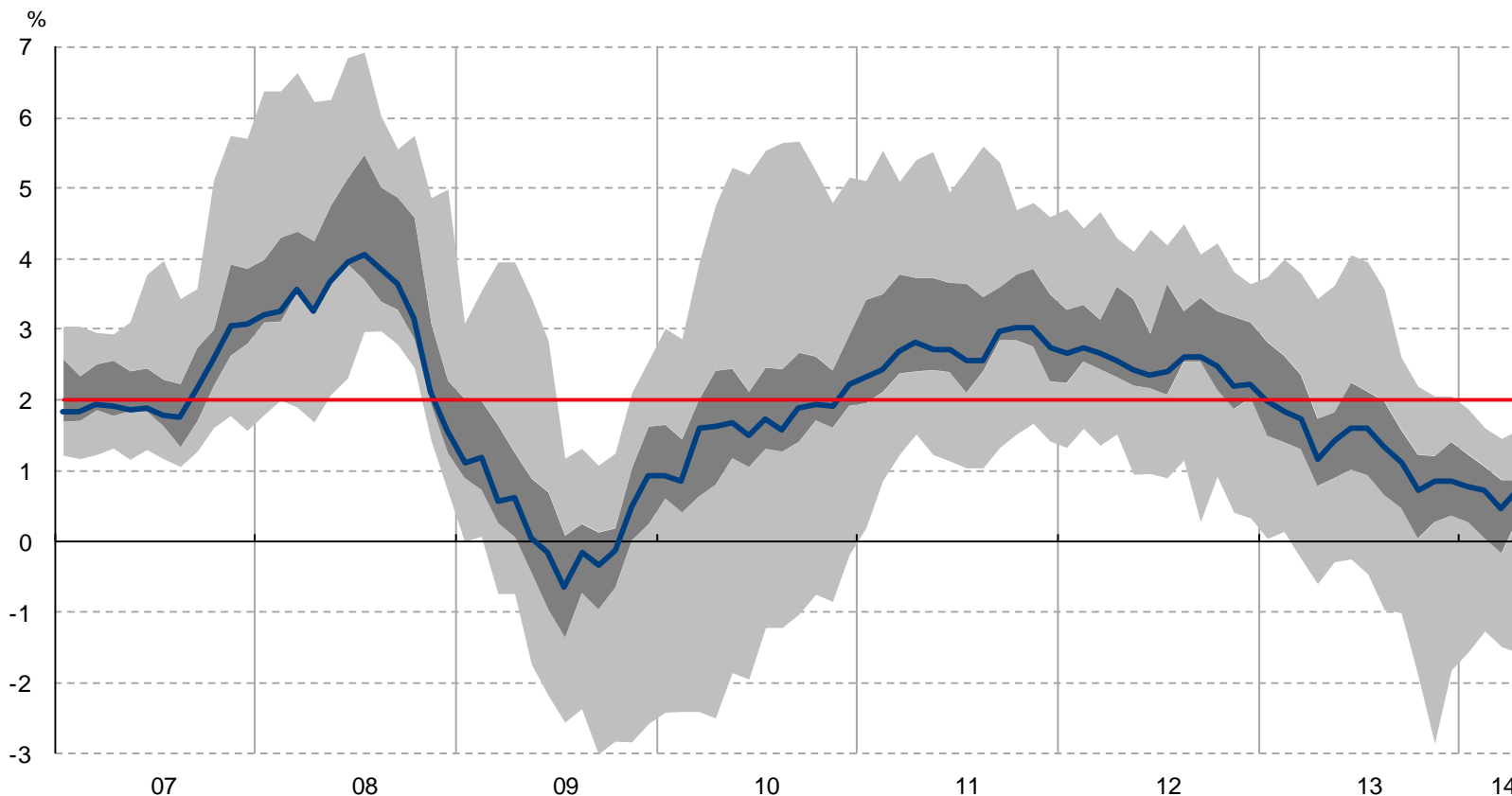


# LA HETEROGENEIDAD AFECTA TAMBIÉN A LA EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS



Los niveles bajos de inflación se instauran de manera generalizada lo que supone una dificultad para el proceso de ajuste de competitividad intra-área

INFLACIÓN EN LA UEM

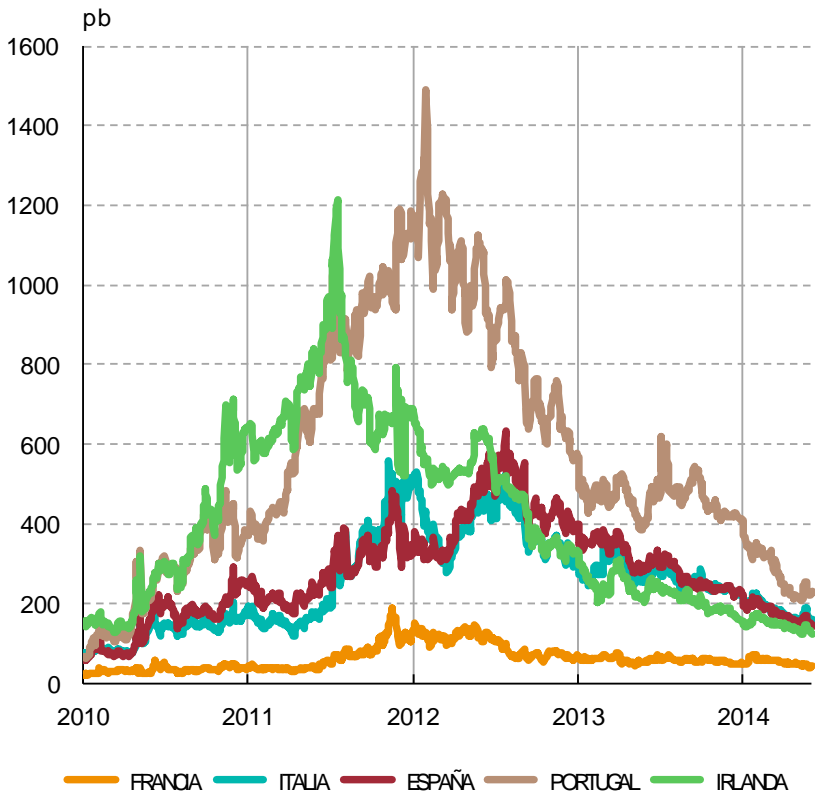


# PARA LA POLÍTICA MONETARIA, EL PROBLEMA ES LA FRAGMENTACIÓN FINANCIERA

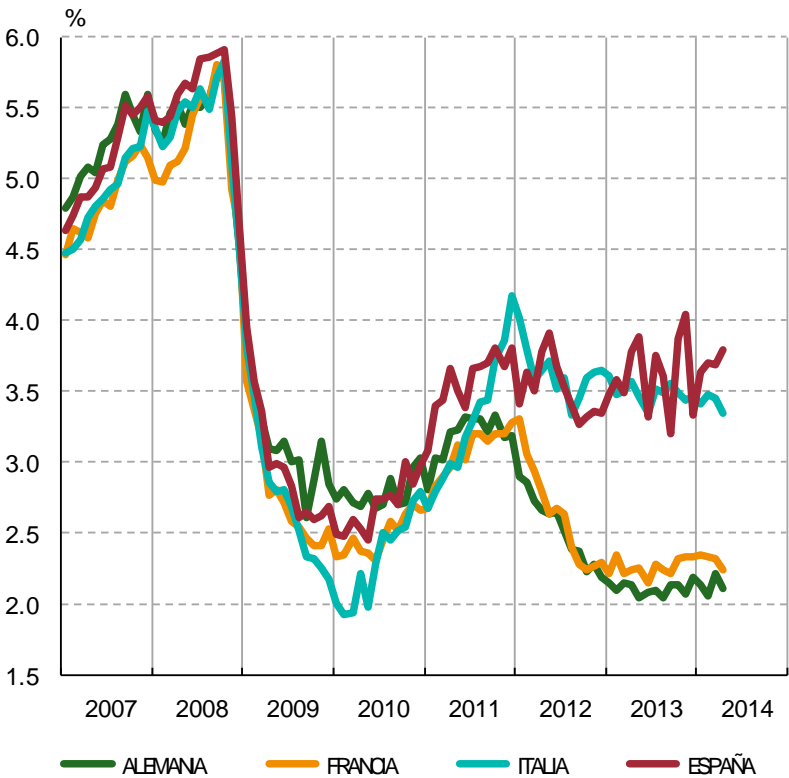


La crisis ha fragmentado los mercados financieros, lo que obstaculiza la normal transmisión de los impulsos de política monetaria

DIFERENCIALES SOBERANOS FRENTE A ALEMANIA A DIEZ AÑOS



TIPOS DE INTERÉS DE PRÉSTAMOS BANCARIOS A SOCIEDADES NO FINANCIERAS





**I. La singularidad de la crisis en la zona del euro**

**II. La evolución de la situación macroeconómica**

**III. La actuación del BCE**

**IV. Los retos de la política monetaria**



La respuesta del BCE se adaptó a lo largo de la crisis

2007-2008

- Se desencadena la crisis financiera internacional que dará paso a la Gran Recesión

Mayo 2010

- Primeras manifestaciones de la crisis de deuda soberana en el área del euro

Verano 2012

- La crisis de deuda soberana en el área adquiere carácter sistémico

Julio 2013

- *Tapering* de la Fed desacopla las expectativas de tipos en el área del euro

Junio 2014

- Necesidad de estímulos adicionales en un contexto de “zero lower bound”



El BCE asume un papel de intermediador en la distribución de liquidez en la zona del euro, introduce una política monetaria expansiva, y despliega programas selectivos de compra de activos

## ➤ 2007-2009

- Provisión generosa de liquidez: Subastas a tipo fijo y adjudicación plena, operaciones en divisas, ampliación del colateral admisible, operaciones a plazos más largos (hasta 1 año)
- Rápida reducción de tipos de interés (octubre 2008)
- Programa de compra de *Covered Bonds* (CBPP y CBPP2)

## ➤ 2010-2012

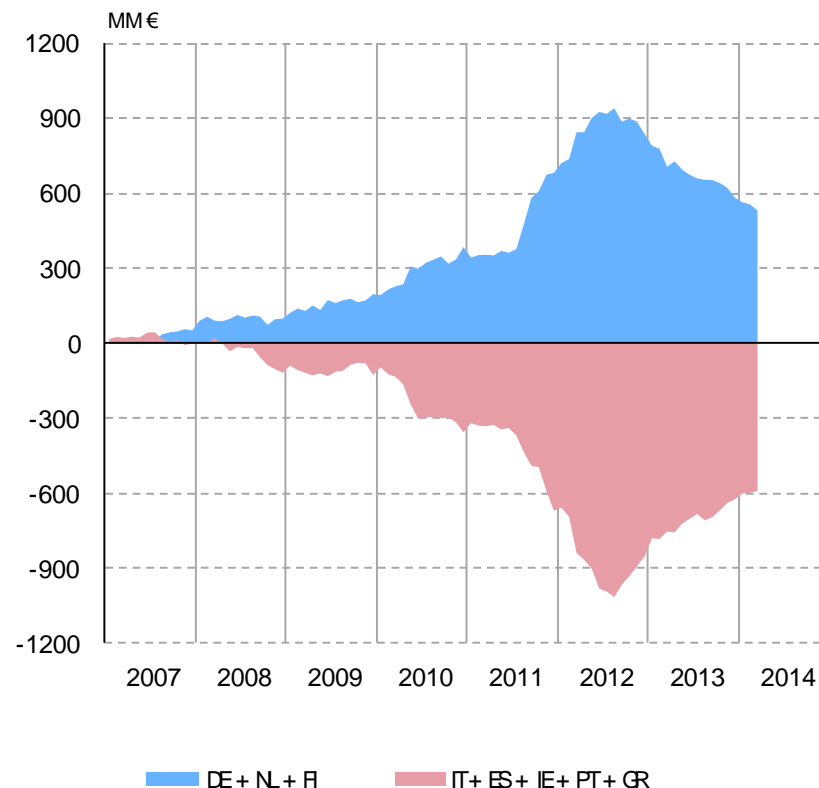
- Programa de compra selectiva de activos SMP: deuda países bajo presión.
- LTROs a 3 años.



La crisis pasa a ser sistémica y la respuesta es contundente en el verano de 2012 eliminando el “riesgo de redenominación”

- “... whatever it takes to preserve the euro” Draghi (Londres 26 julio)
- Se diseña el programa (OMT) de adquisición selectiva de deuda pública... que no se llega a activar

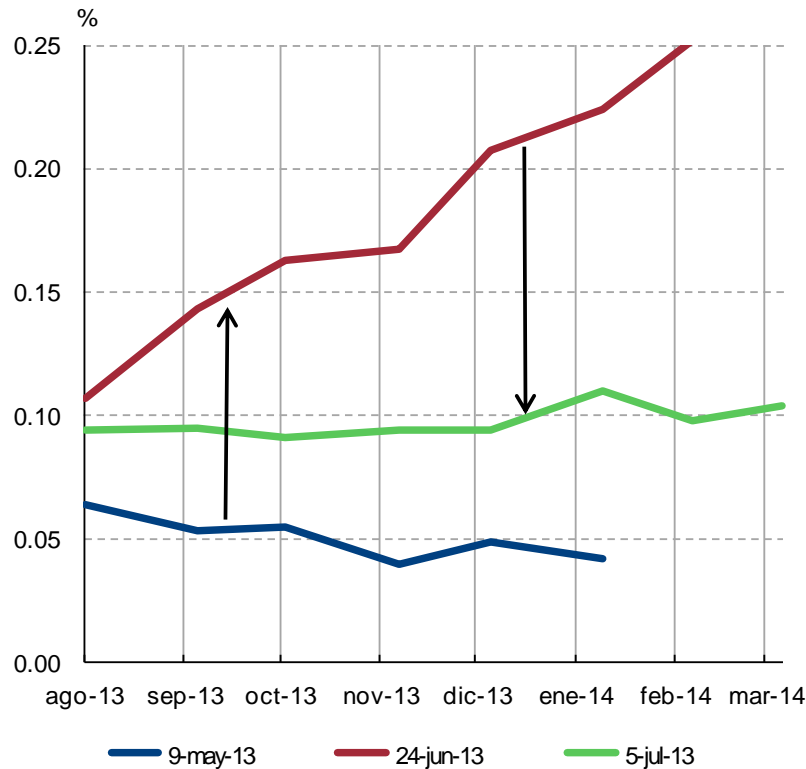
SALDO TARGET2 AGREGADO DE LOS BANCOS CENTRALES NACIONALES EN EL EUROSISTEMA





El *tapering* de la FED desacopla las expectativas en el mercado monetario. El BCE reacciona con una política de *forward guidance*, que se mantiene hasta la actualidad

TIPO EONIA ESPERADO PARA LAS 8 SIGUIENTES REUNIONES



- **BCE 4 Jul 2013**

*“The Governing Council expects the key ECB interest rates to remain at present or lower levels for an extended period of time. This expectation is based on the overall subdued outlook for inflation extending into the medium term, given the broad-based weakness in the real economy and subdued monetary dynamics”*

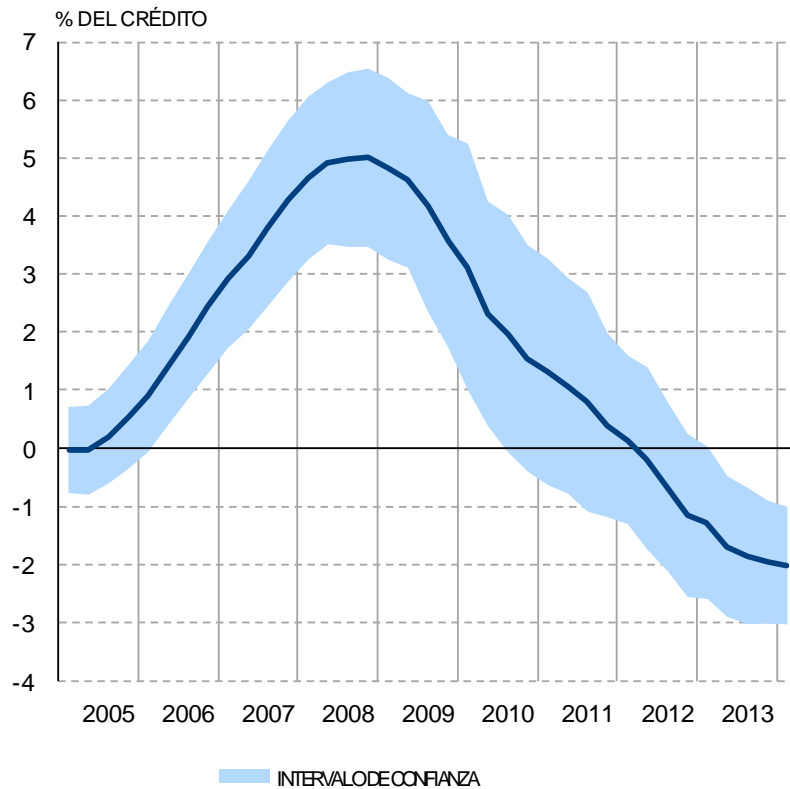


# VERANO DE 2014: EL PROBLEMA DEL CRÉDITO

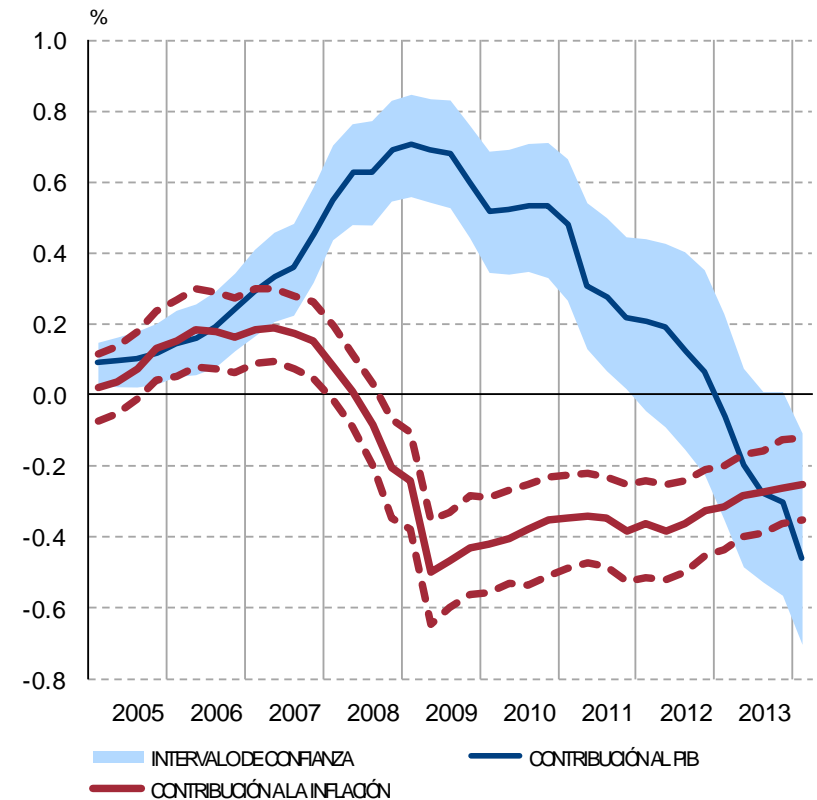


La debilidad del crédito incide negativamente sobre la situación macroeconómica

BRECHA DE CRÉDITO. SOCIEDADES NO FINANCIERAS



CONTRIBUCIÓN DE LA BRECHA DE CRÉDITO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS AL PIB Y A LA INFLACIÓN





Estímulos adicionales a través de un paquete amplio de medidas

- **Tipos a mínimos del 0,15% (tipo de la facilidad de depósito en negativo)**
- **Forward guidance**
  - *Liquidez: procedimiento de tipo fijo y adjudicación plena hasta finales 2016*
  - *Tipos de interés:*
    - “key ECB interest rates will remain at present levels for an extended period of time in view of the current outlook for inflation“*
- **Medidas adicionales de estímulo**
  - Operaciones a Largo Plazo *Targeted* (TLTROs) con plazo de 4 años:
    - *Dirigida a la financiación de hogares y empresas no financieras*
    - *Cantidad potencial 400 mm de euros*
  - Se suspende el drenaje de la liquidez inyectada bajo el SMP
  - Se intensifican trabajos preparatorios para compras de ABS.



**I. La singularidad de la crisis en la zona del euro**

**II. La evolución de la situación macroeconómica**

**III. La actuación del BCE**

**IV. Los retos de la política monetaria**

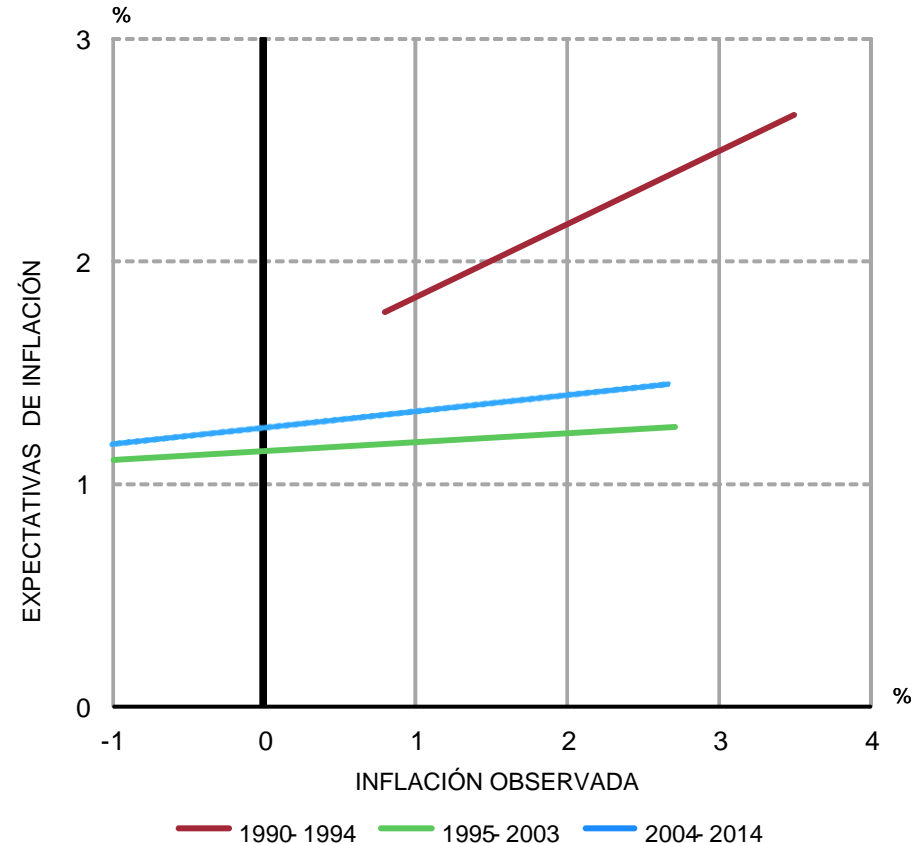
# ¿Y AHORA?: LOS RETOS DE POLÍTICA MONETARIA

El principal riesgo es la consolidación de una “inflación baja durante un periodo de tiempo prolongado” que desanclé las expectativas y degenerare en deflación

➤ Riesgos de inflación baja durante periodo prolongado:

- Obstáculo para la expansión de la demanda
- Vulnerabilidad frente a shocks, sin margen de actuación de la política monetaria convencional
- Dificulta la corrección de desequilibrios -competitividad y endeudamiento-
- Desanclaje de expectativas de inflación a medio plazo

## JAPÓN





El margen de maniobra no se ha agotado

## ❑ En el terreno convencional

- *Todavía quedaría margen para bajar tipos*
- *La provisión de liquidez se podría aumentar: coeficiente reservas mínimas, por ejemplo*

## ❑ En el terreno no convencional

- *Más medidas para contrarrestar el funcionamiento deficiente del canal de crédito: compras ABS*
- *Y, sobre todo, medidas de Quantitative Easing destinadas a proporcionar un estímulo adicional.*
  - Aunque su puesta en práctica en una unión monetaria sin unión fiscal plantea importantes dificultades

# OTRAS OPCIONES, TAMBIÉN PARA OTROS BANCOS CENTRALES, A MÁS LARGO PLAZO



¿Hay lecciones que extraer de esta crisis de cara al diseño de la estrategia de política monetaria?

## ❑ Por el momento, estos temas se encuentran todavía a nivel de discusión académica

- *Elevar el objetivo de inflación (Summers, 1991; Krugman, 1998; Blanchard et. al, 2010)*
- *Objetivos de política monetaria diferentes de la estabilidad de precios*
  - Price level targeting (Eggertson and Woodford, 2003)
  - Nominal GDP targeting (Woodford, 2012)



GRACIAS POR SU ATENCIÓN

BANCO DE **ESPAÑA**  
Eurosistema