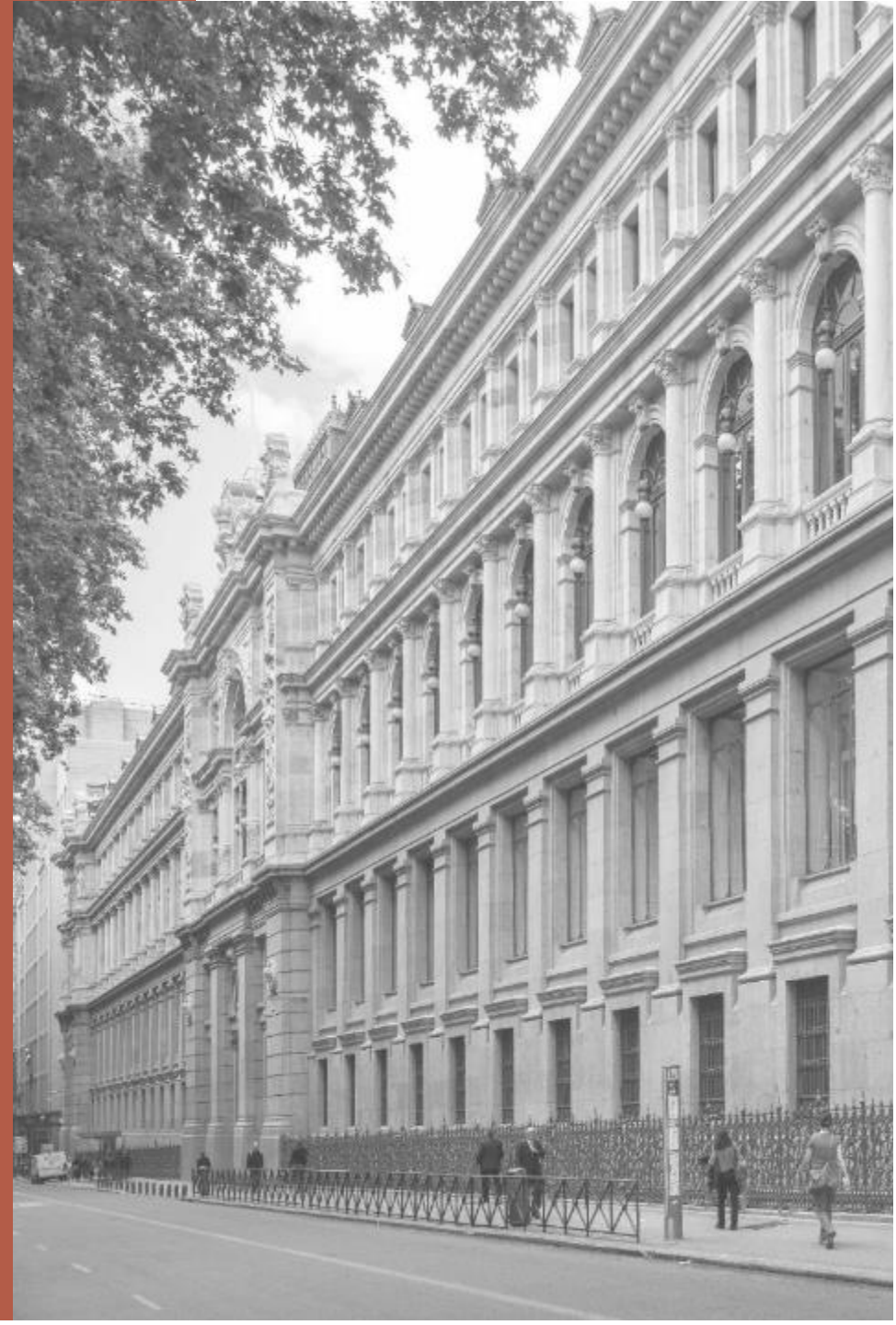


# LA ECONOMÍA EUROPEA Y LA RESPUESTA DE POLÍTICA MONETARIA TRAS MÁS DE UN AÑO DE PANDEMIA

**Pablo Hernández de Cos**  
Gobernador

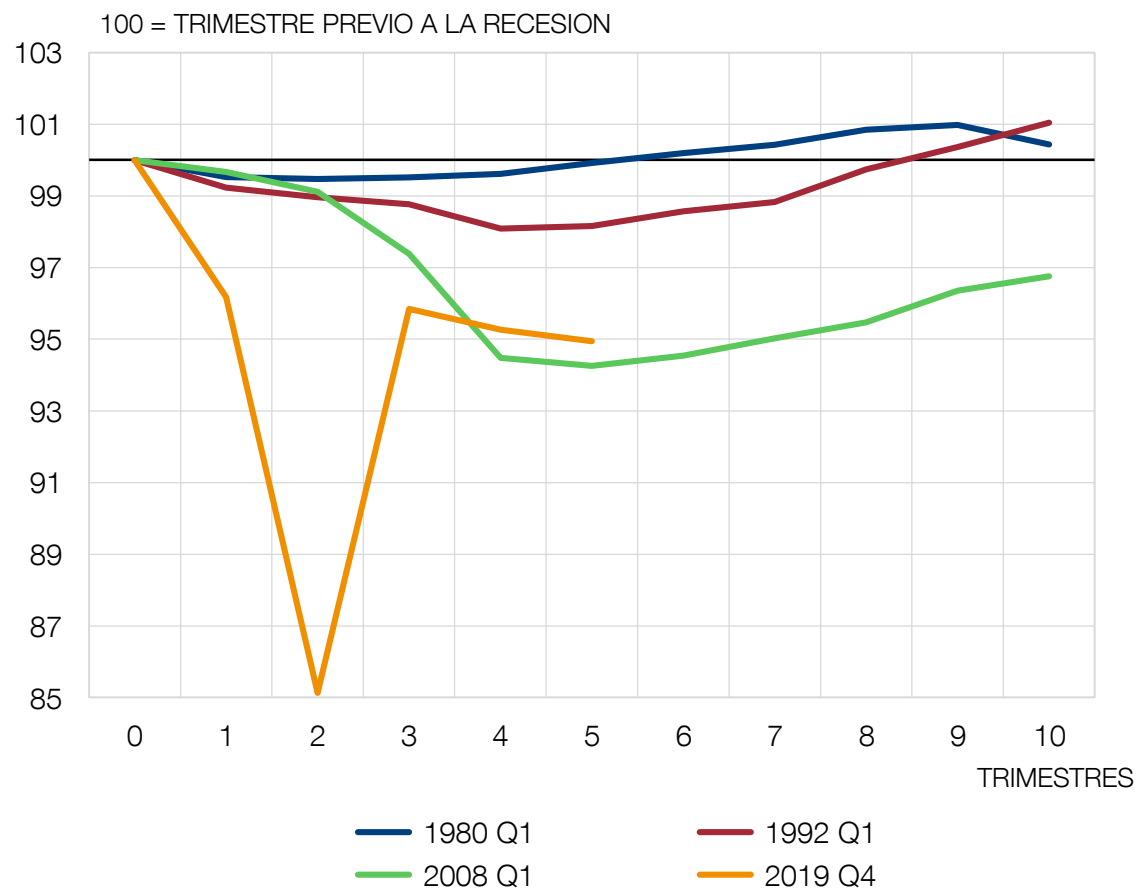
ENCUENTRO ORGANIZADO POR ABANTE ASESORES

Madrid  
9 de julio de 2021



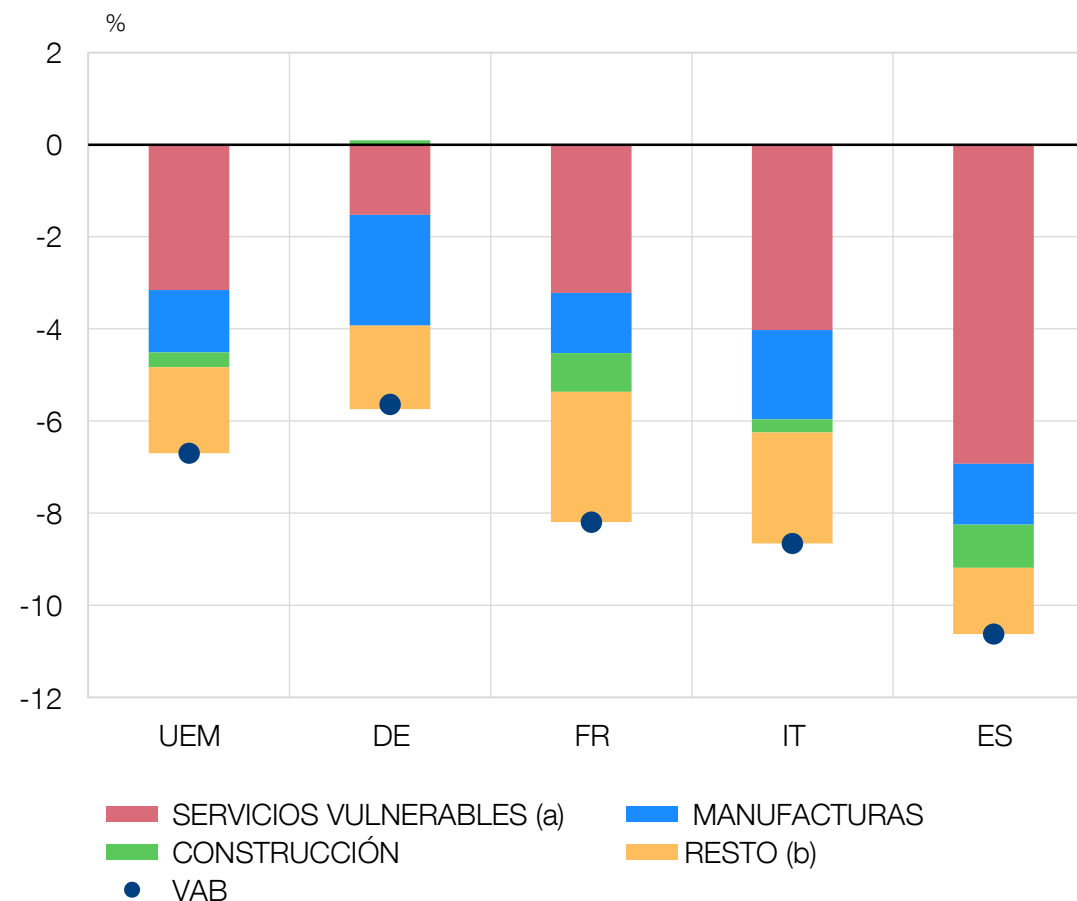
# EL PUNTO DE PARTIDA: UNA CRISIS MUY PROFUNDA EN EL ÁREA DEL EURO, DESIGUAL POR SECTORES Y PAÍSES

### PIB DE LA UEM EN DIFERENTES RECESIONES



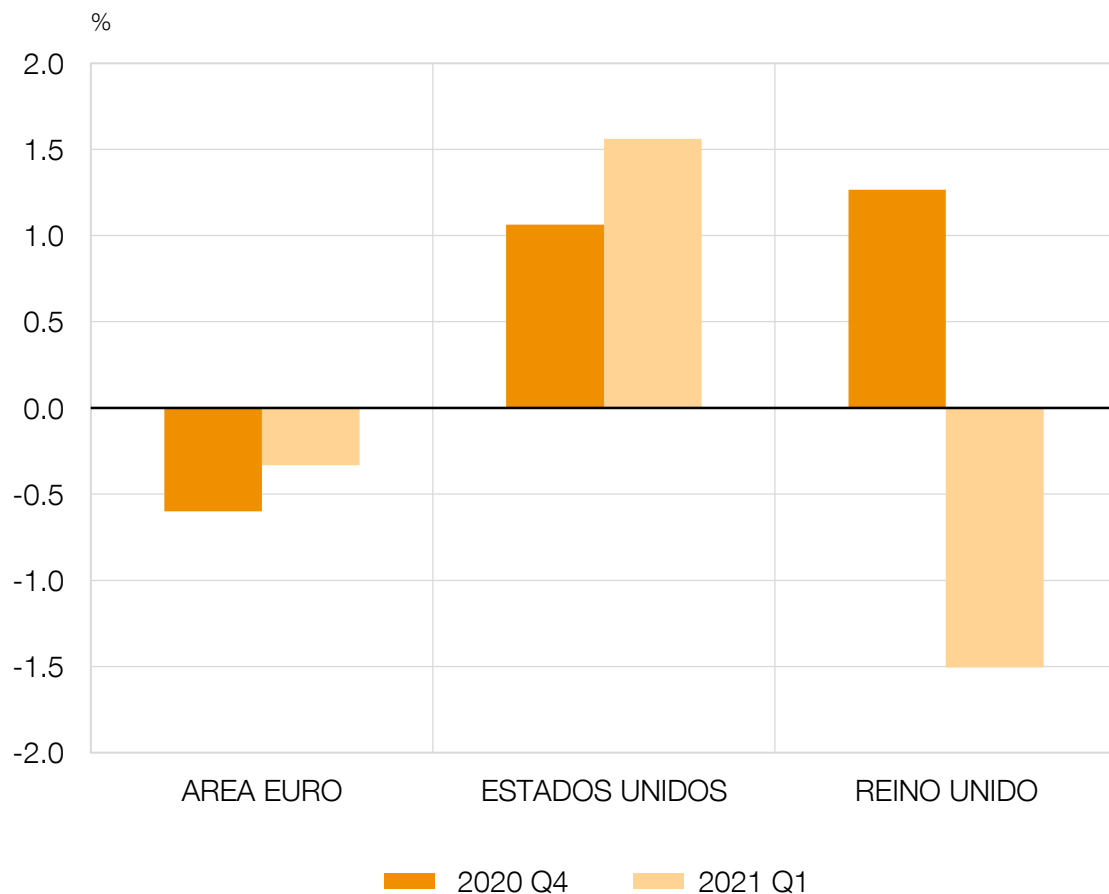
Fuentes: Eurostat y BCE

### UEM. VAB Y CONTRIBUCIONES Variación 2020

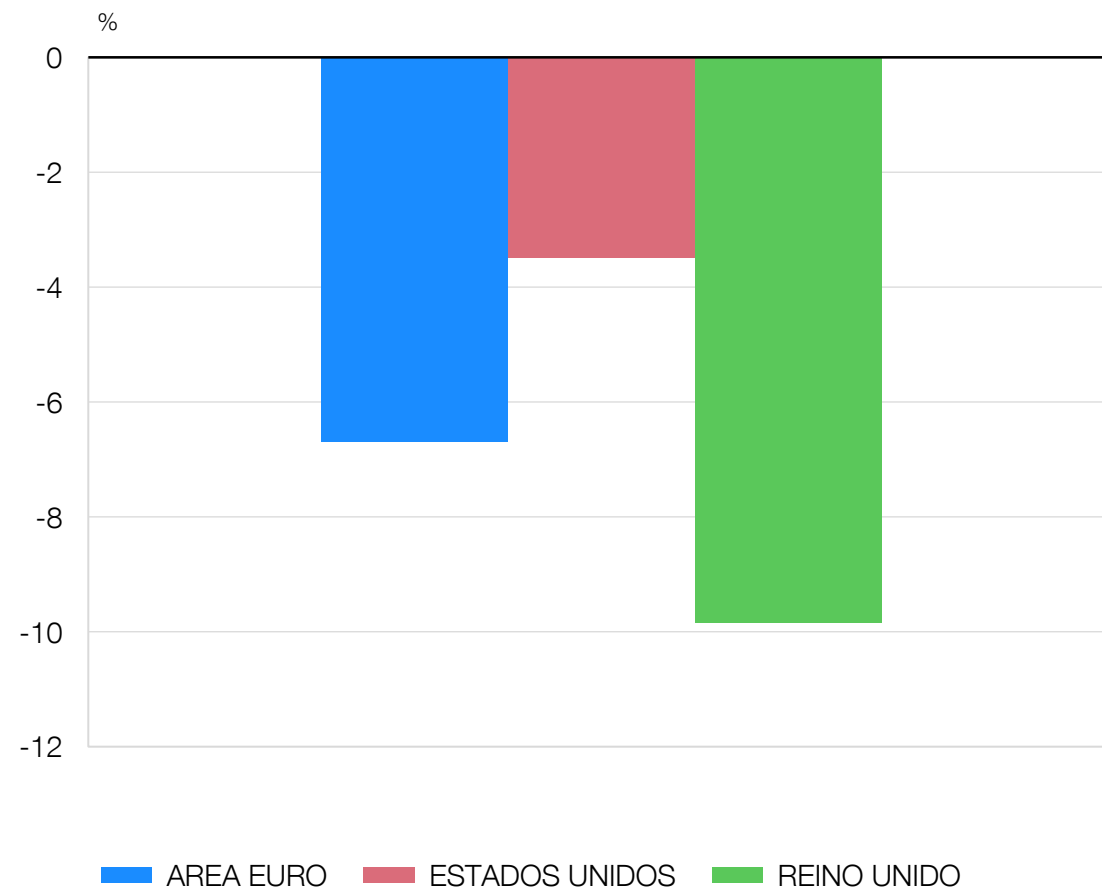


# Y PERSISTENTE: A DIFERENCIA DE OTRAS ECONOMÍAS AVANZADAS, EL PIB DEL ÁREA DEL EURO SE CONTRAJÓ EN LOS DOS ÚLTIMOS TRIMESTRES

### CRECIMIENTO INTERTRIMESTRAL DEL PIB



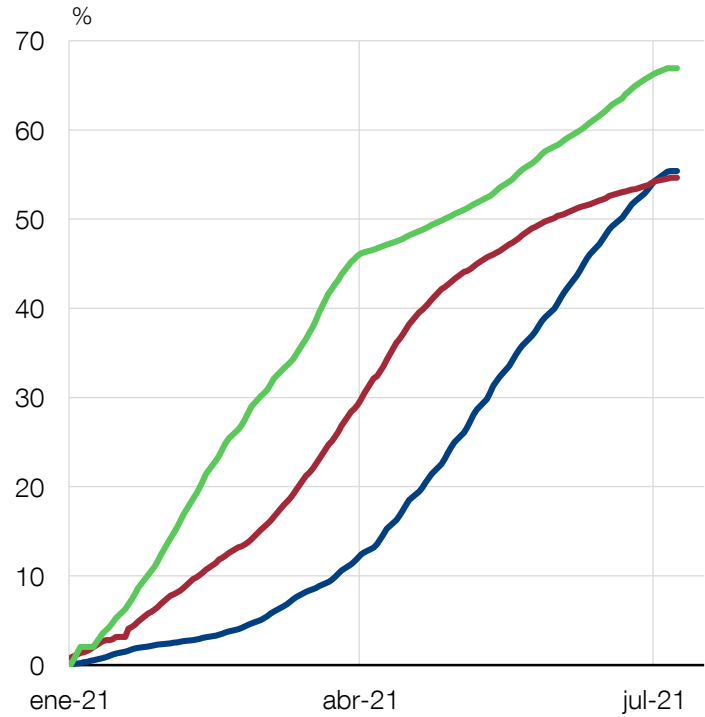
### CAÍDA MEDIA DEL PIB EN 2020



Fuentes: Eurostat y Thomson Reuters

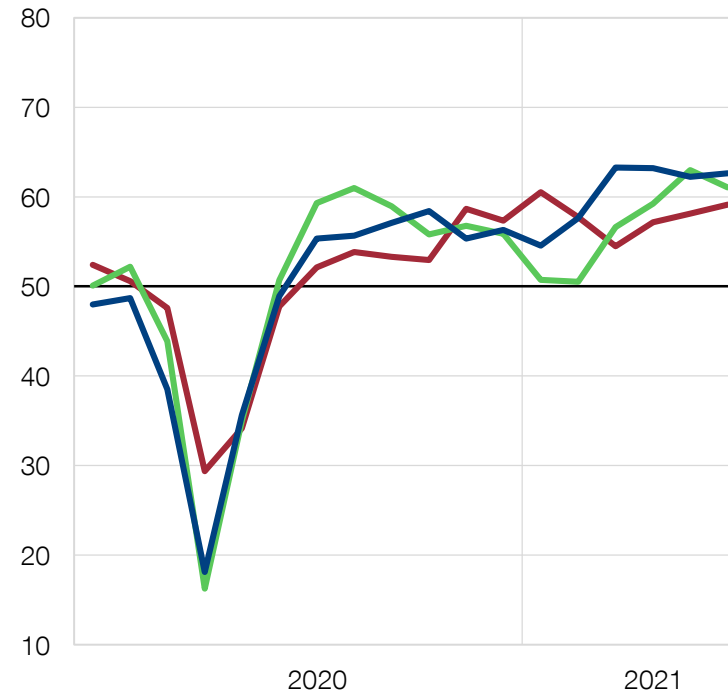
# PERO LA ACELERACIÓN DEL PROCESO DE VACUNACIÓN ESTÁ GENERANDO UNA MEJORA SIGNIFICATIVA DE LOS INDICADORES DE ACTIVIDAD EN EL SEGUNDO TRIMESTRE

### % DE LA POBLACIÓN QUE HA RECIBIDO AL MENOS UNA DOSIS



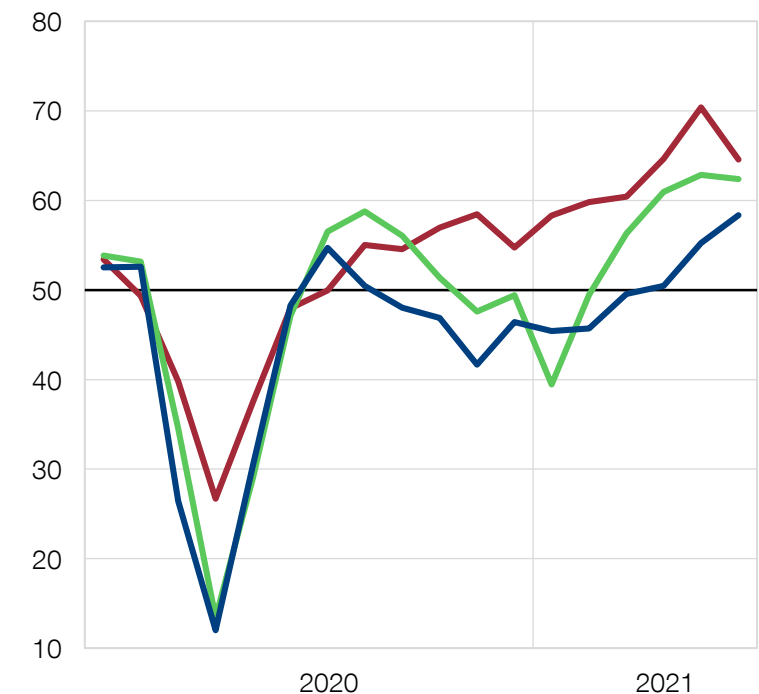
— ÁREA DEL EURO

### PMI PRODUCCIÓN MANUFACTURAS



— ESTADOS UNIDOS

### PMI SERVICIOS



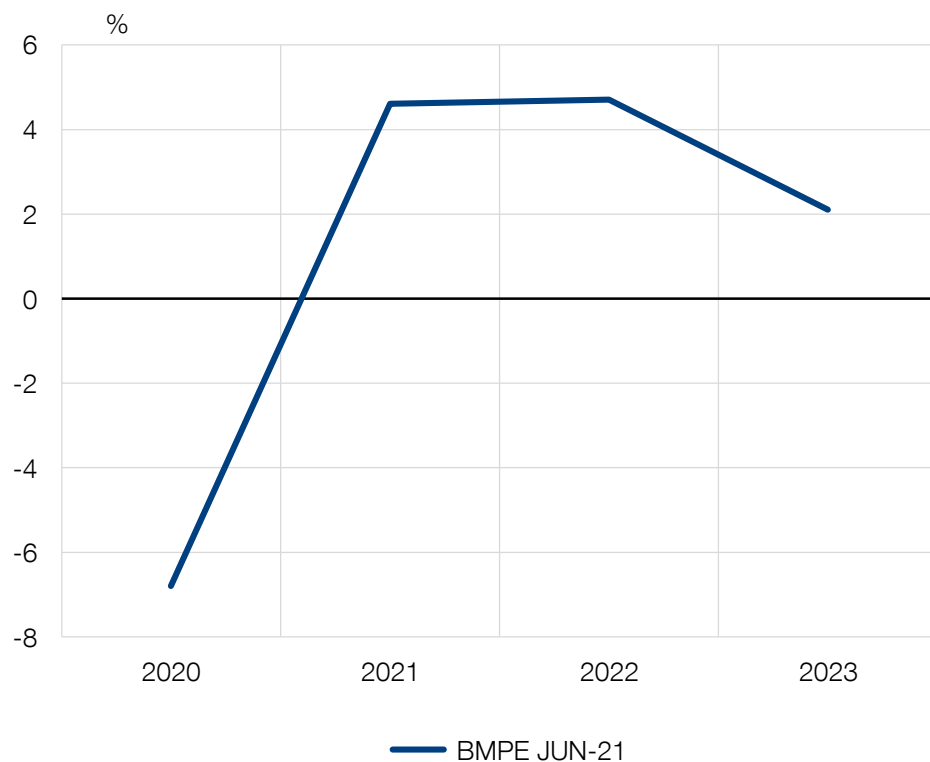
— REINO UNIDO

Fuentes: Johns Hopkins Coronavirus Resource Center y Markit. Última observación: vacunación (8 de julio) y PMI (junio)

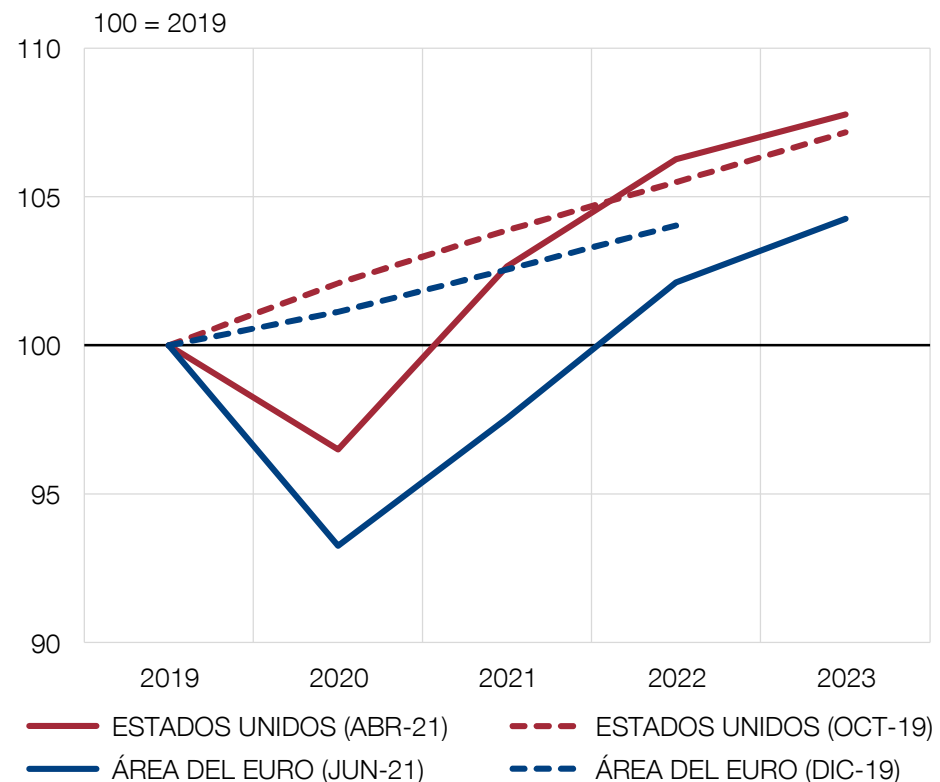
# SE PREVÉ UN REPUNTE DE LA ACTIVIDAD DEL ÁREA DEL EURO EN EL SEGUNDO SEMESTRE DE 2021, QUE CONTINUARÍA EN 2022...

- El nivel prepandemia se alcanzaría más tarde que en Estados Unidos, en concreto a principios de 2022, pero con diferencias por países. Y las tendencias previas a la crisis se alcanzarían también más tarde que en Estados Unidos y con posterioridad a 2022.
- El dinamismo previsto se apoya en la mejora esperada en la situación epidemiológica, la mejora de la demanda mundial, las políticas expansivas en la UEM/EEUU y el dinamismo del consumo.

PIB DEL ÁREA DEL EURO



COMPARACIÓN INTERNACIONAL DEL PIB (a)

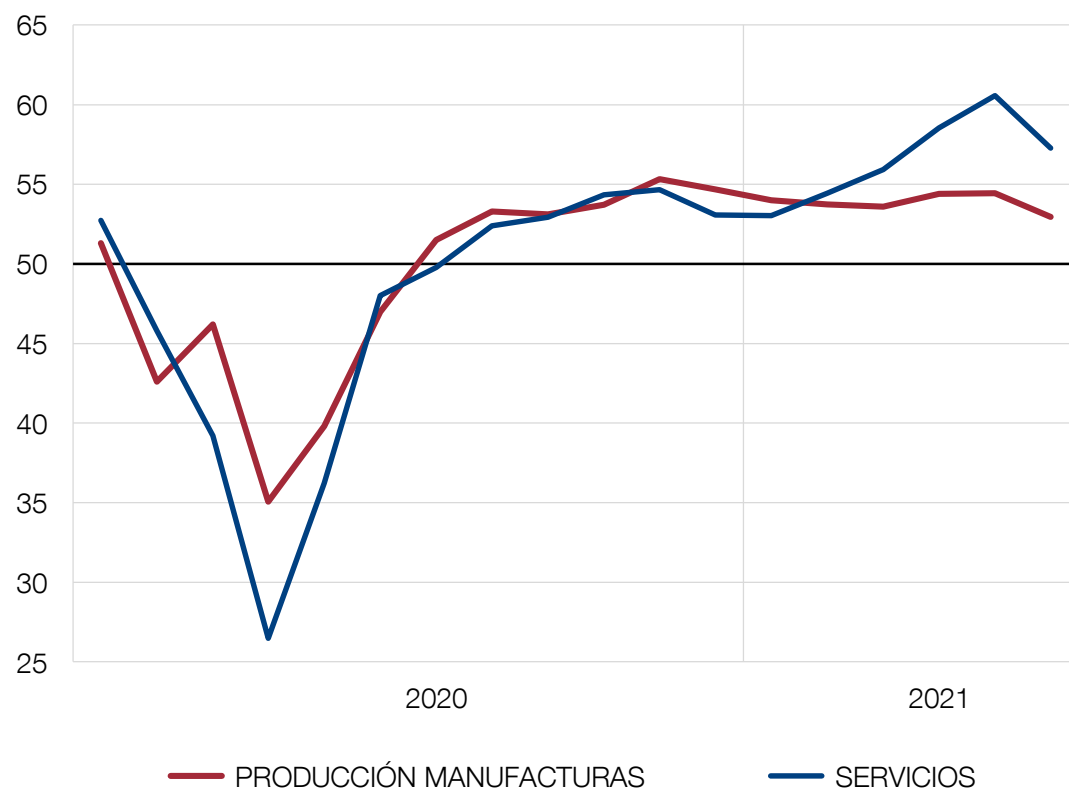


Fuentes: FMI y Eurosistema.

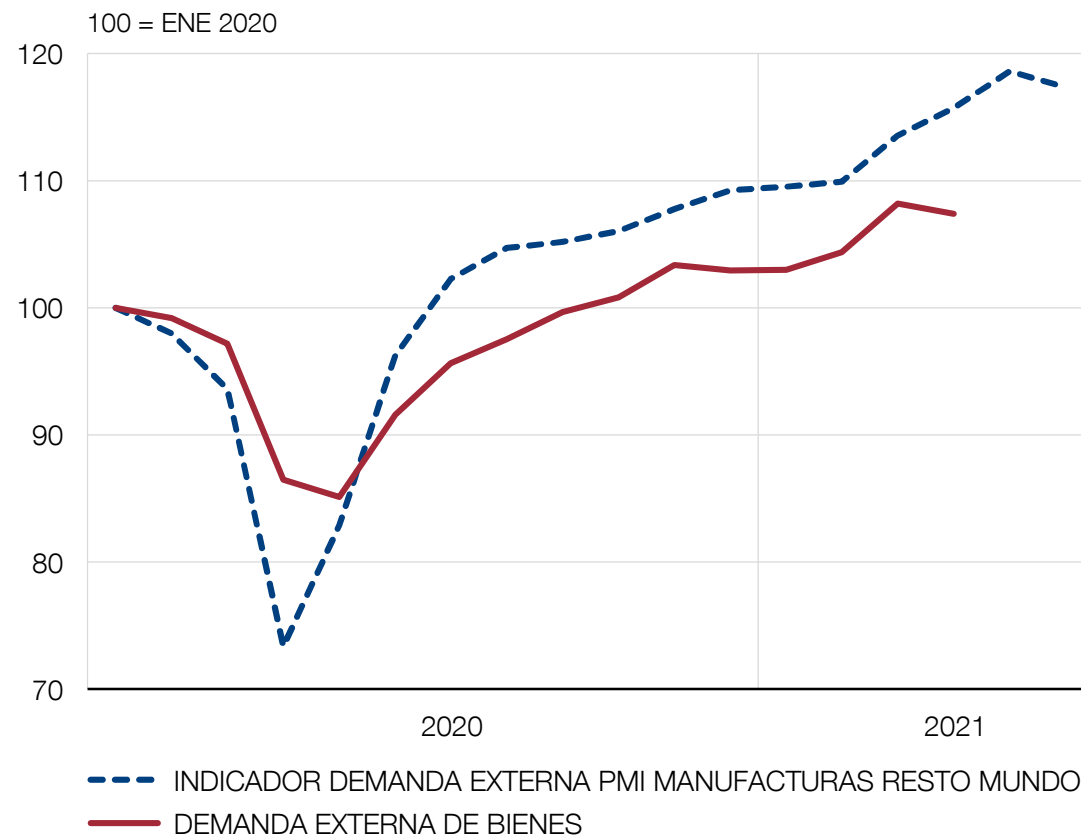
(a) Datos del FMI para EEUU y del Eurosistema para la UEM.

- Los indicadores muestran un entorno internacional más dinámico, en manufacturas y en servicios, y con una recuperación del comercio mundial.

PMI GLOBAL EXCLUIDO EL ÁREA DEL EURO



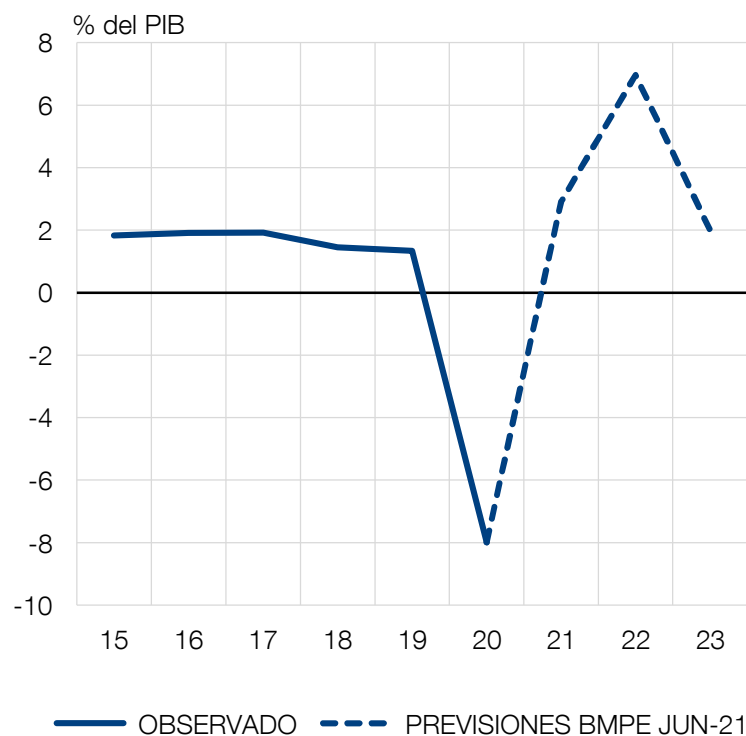
UEM. MERCADOS DE EXPORTACIÓN DE BIENES



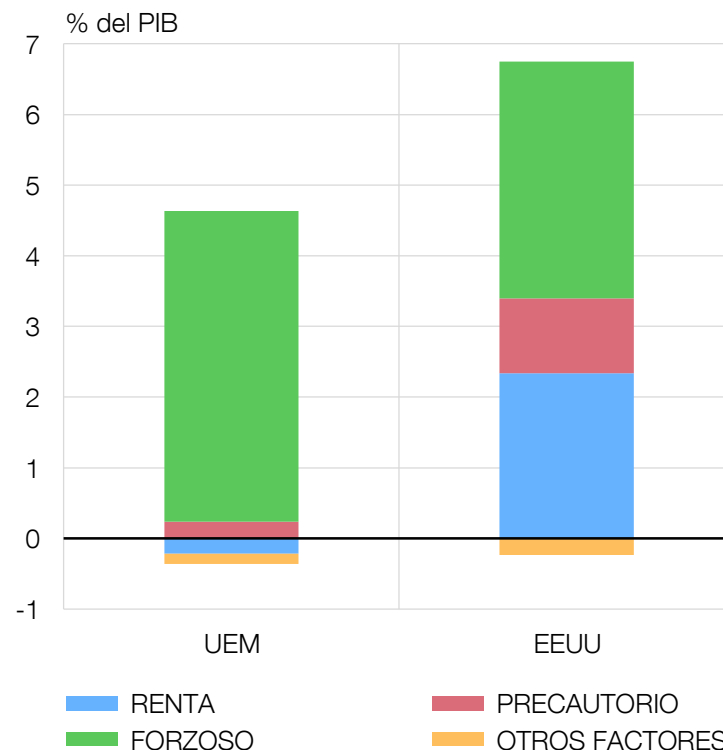
Fuentes: IHS Markit y CPB. Última observación: PMI (junio) y demanda externa (abril)

- La normalización gradual del consumo y de la tasa de ahorro explican buena parte del repunte previsto de la demanda privada, en un contexto de fuerte acumulación de ahorro “forzoso” (4,4% del PIB) durante las fases más duras de la pandemia.

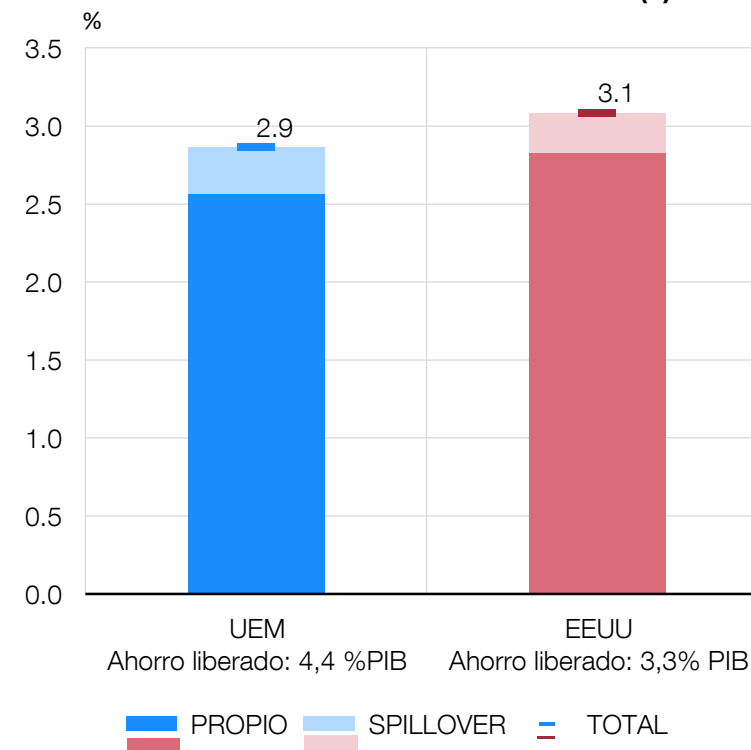
**CONSUMO PRIVADO REAL**  
Variación anual



**TAMAÑO DE LA BOLSA DE AHORRO**



**SIMULACIÓN DE IMPACTO SOBRE PIB DE LA LIBERACIÓN DE AHORRO FORZOSO (a)**



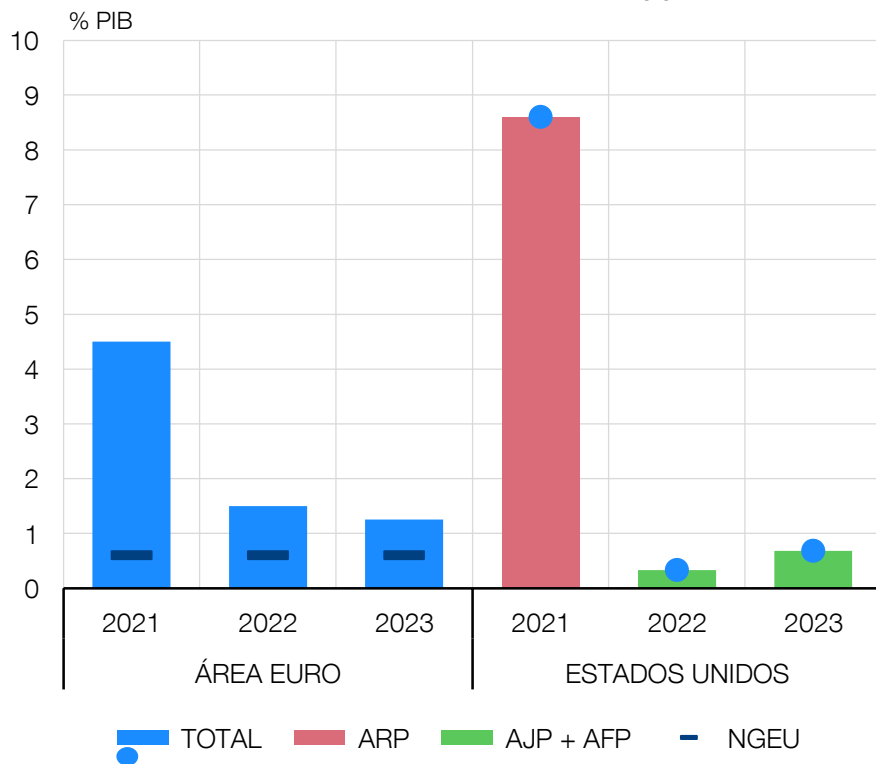
Fuente: Eurostat y BCE.

Fuente: Banco de España.

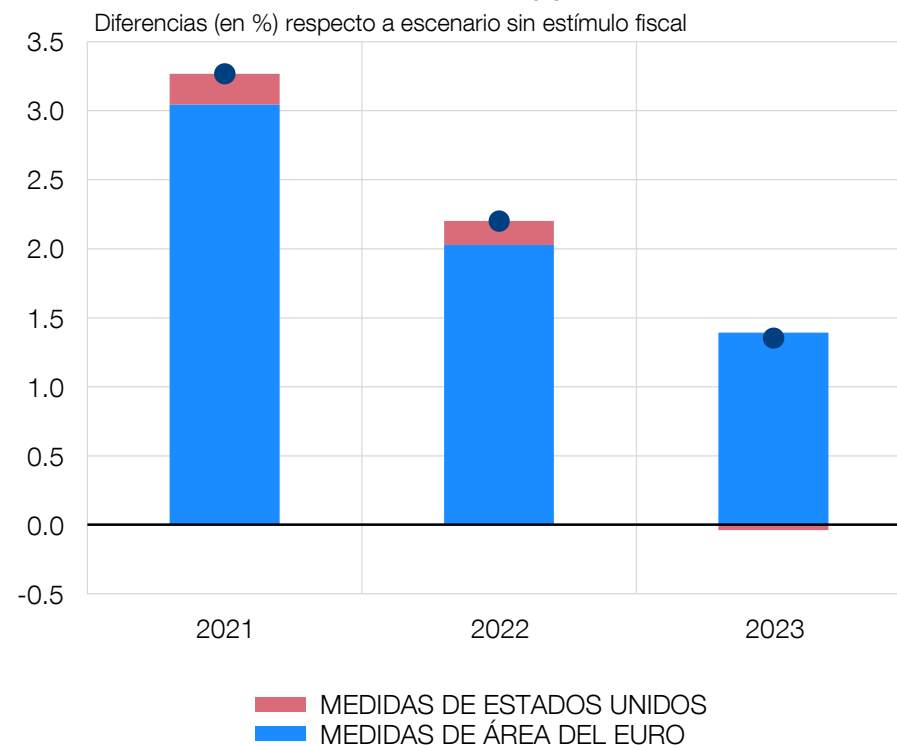
(a) Estimación a partir del modelo NIGEM asumiendo que se libera el 100% de la bolsa de ahorro identificada como "forzosa" en 2020 (4,4% del PIB para la UEM y 3,35% del PIB de EEUU). Los resultados muestran el impacto sobre el PIB para el año 2022.

- La implementación del Pacto de Estabilidad se ha retrasado un año adicional. La discusión sobre su aplicación posterior debería realizarse en paralelo al debate sobre su revisión.

**MEDIDAS DISCRECIONALES DE ESTÍMULO FISCAL DEL ÁREA DEL EURO Y DE ESTADOS UNIDOS (a)**



**IMPACTO EN EL PIB DEL ÁREA DEL EURO DE LAS MEDIDAS FISCALES (b)**



Fuentes: Banco de España y Eurosistema a partir de Committee for a Responsible Federal Budget, Congressional Budget Office, la Casa Blanca, Tax Policy Center, Tax Foundation y Penn Wharton Budget Model.

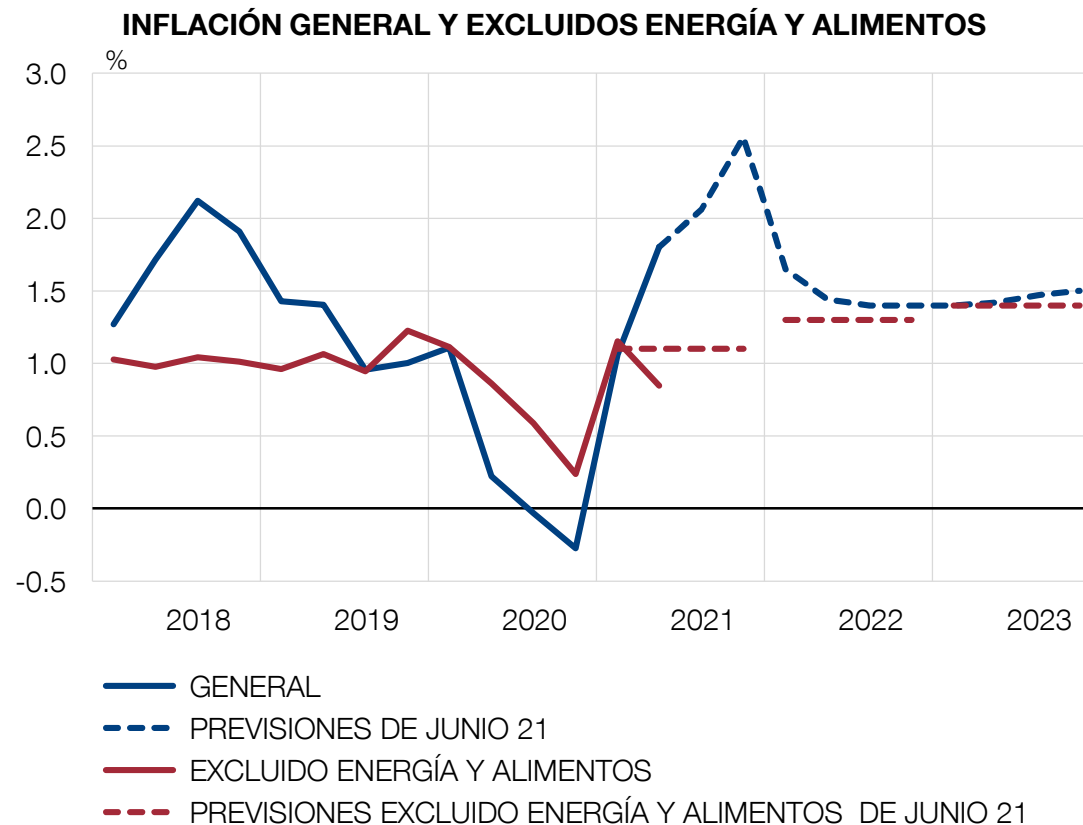
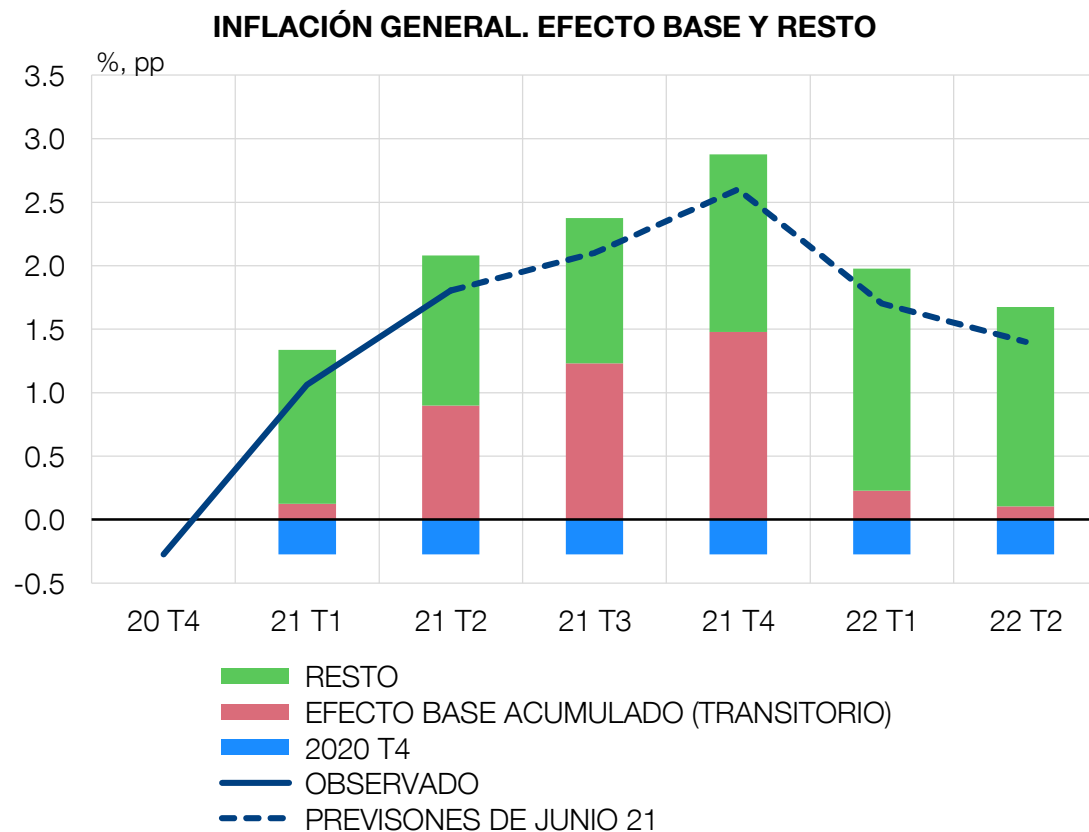
(a) Se representa el estímulo fiscal en cada año. ARP (American Rescue Plan); AJP (American Jobs Plan); AFP (America Families Plan).

(b) Estimación propia del impacto. El impacto de la UEM se estima a partir de un multiplicador estándar y el de EEUU a partir de simulaciones con el modelo NIGEM.



# LA INFLACIÓN, TRAS EL REPUNTE TRANSITORIO DE 2021, SE ESPERA QUE SE MODERE CON POSTERIORIDAD

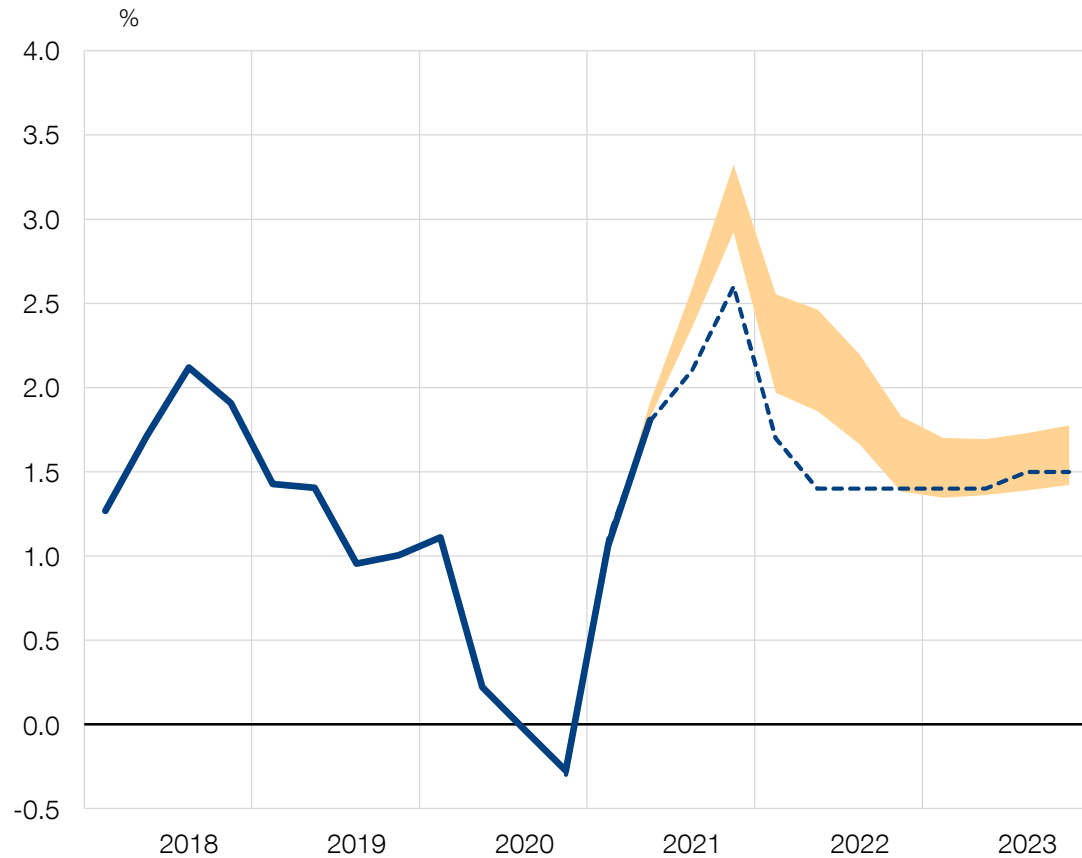
- La inflación alcanzará un máximo del 2,5% al final de 2021, debido a factores transitorios, como la subida de los precios de la energía y los efectos base de la reducción del IVA alemán durante 2020.



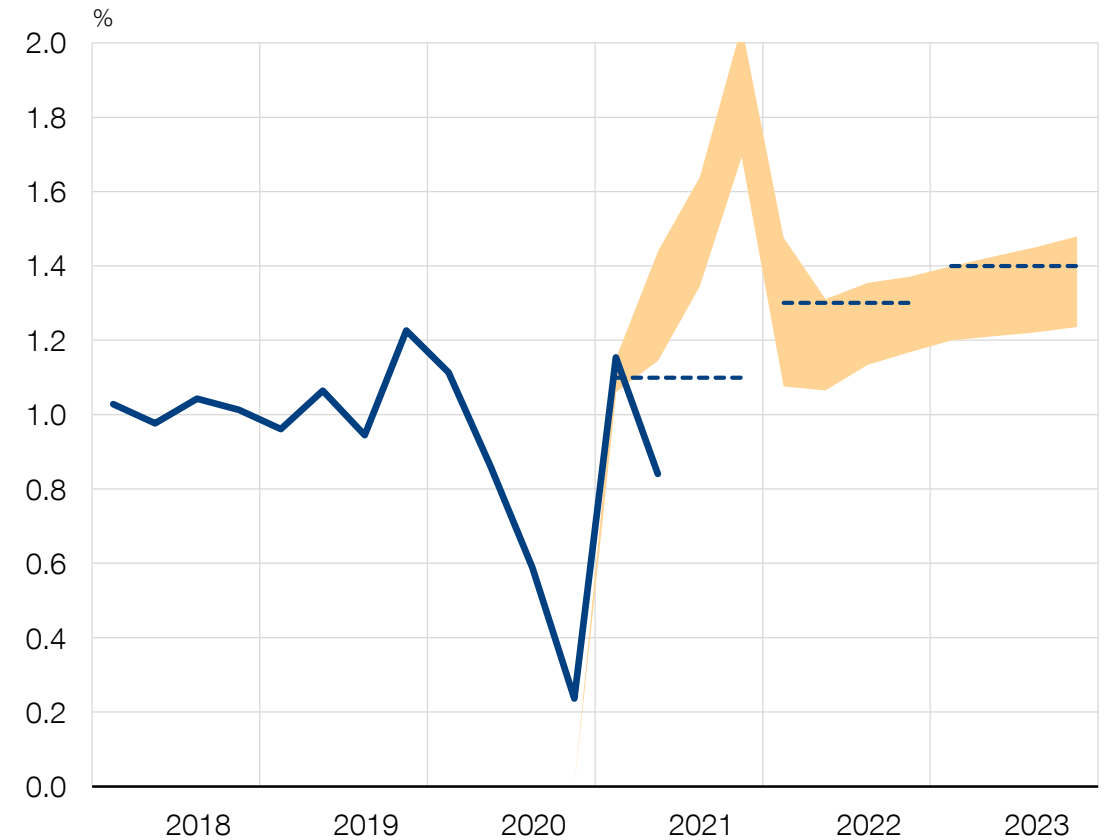
Fuentes: Eurostat, BCE y Banco de España

# A MEDIO PLAZO, LA REDUCCIÓN PROGRESIVA DEL GRADO DE HOLGURA DE LA ECONOMÍA Y LA RECUPERACIÓN DE LA DEMANDA PERMITIRÁN UN INCREMENTO DE LA INFLACIÓN SUBYACENTE, SI BIEN LA PREVISIÓN DE MEDIO PLAZO SIGUE ALEJADA DE NUESTRO OBJETIVO

### IAPC GENERAL



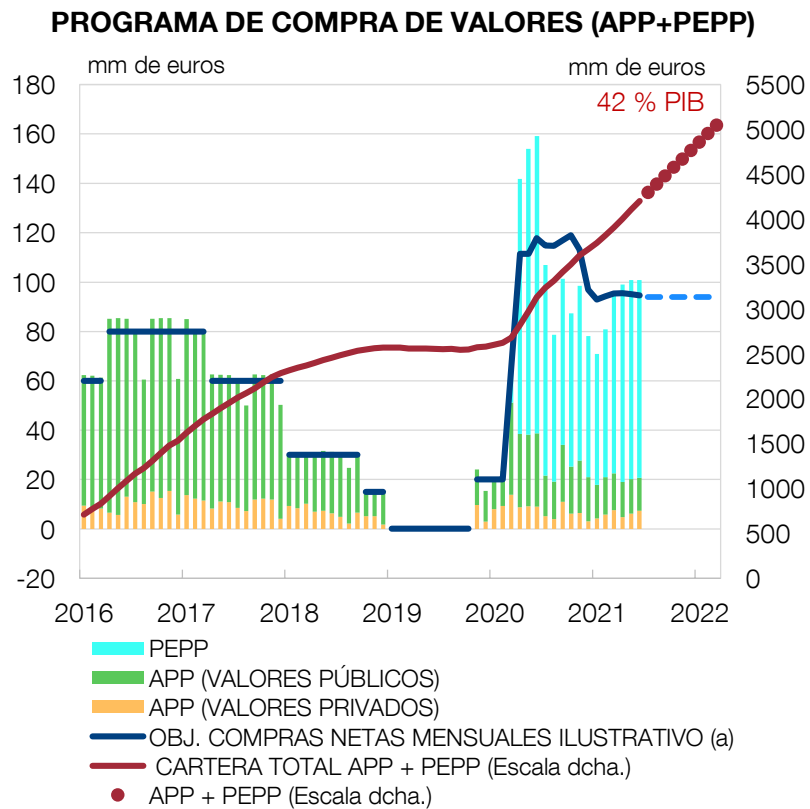
### IAPC EXCLUIDO ENERGÍA Y ALIMENTOS



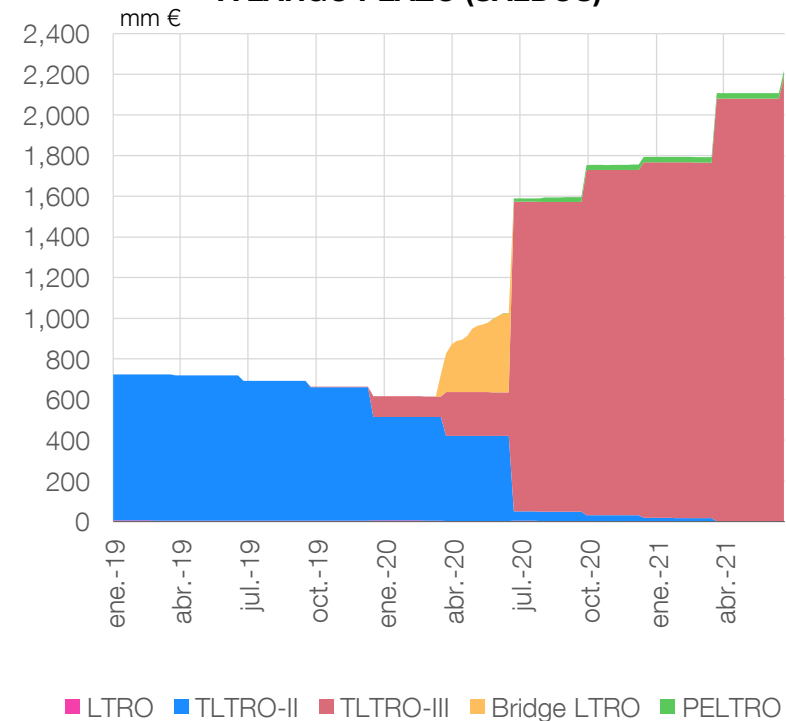
■ CURVA DE PHILLIPS 
 — OBSERVADO 
 - - - PREVISIONES DE JUNIO 21

Fuentes: Eurostat, BCE, Consensus y Banco de España

(a) Media de 9 modelos que consideran diferentes medidas de expectativas de inflación (consumidores, productores, mercados financieros, o inflación tendencial), de estructura en la formación de expectativas (backward, forward, o híbrida) y de holgura (brecha de producción, brecha de desempleo)



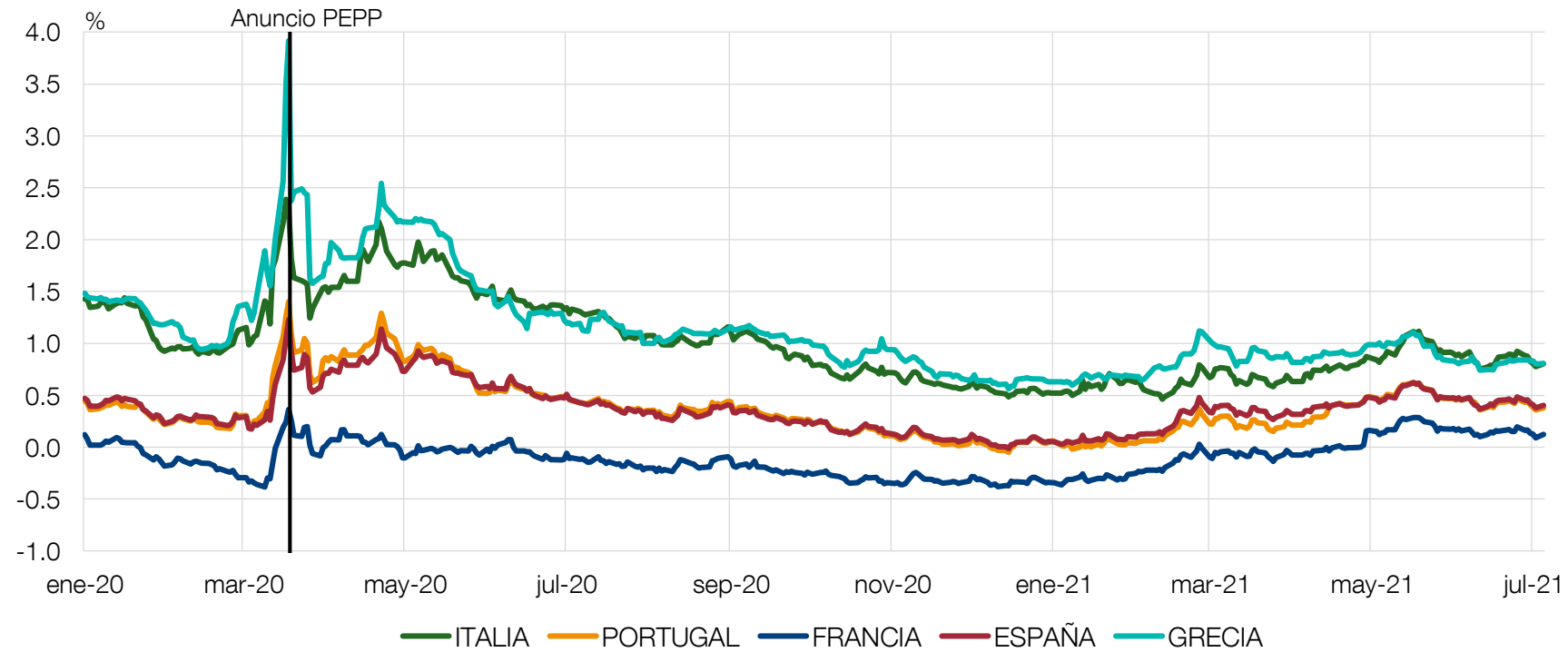
### OPERACIONES DE FINANCIACIÓN DEL EUROSISTEMA A LARGO PLAZO (SALDOS)



Fuentes: BCE y Thomson Reuters Datastream. Última observación: junio de 2021 (gráfico izdo.) y 25 de junio de 2021 (gráfico dcho.).

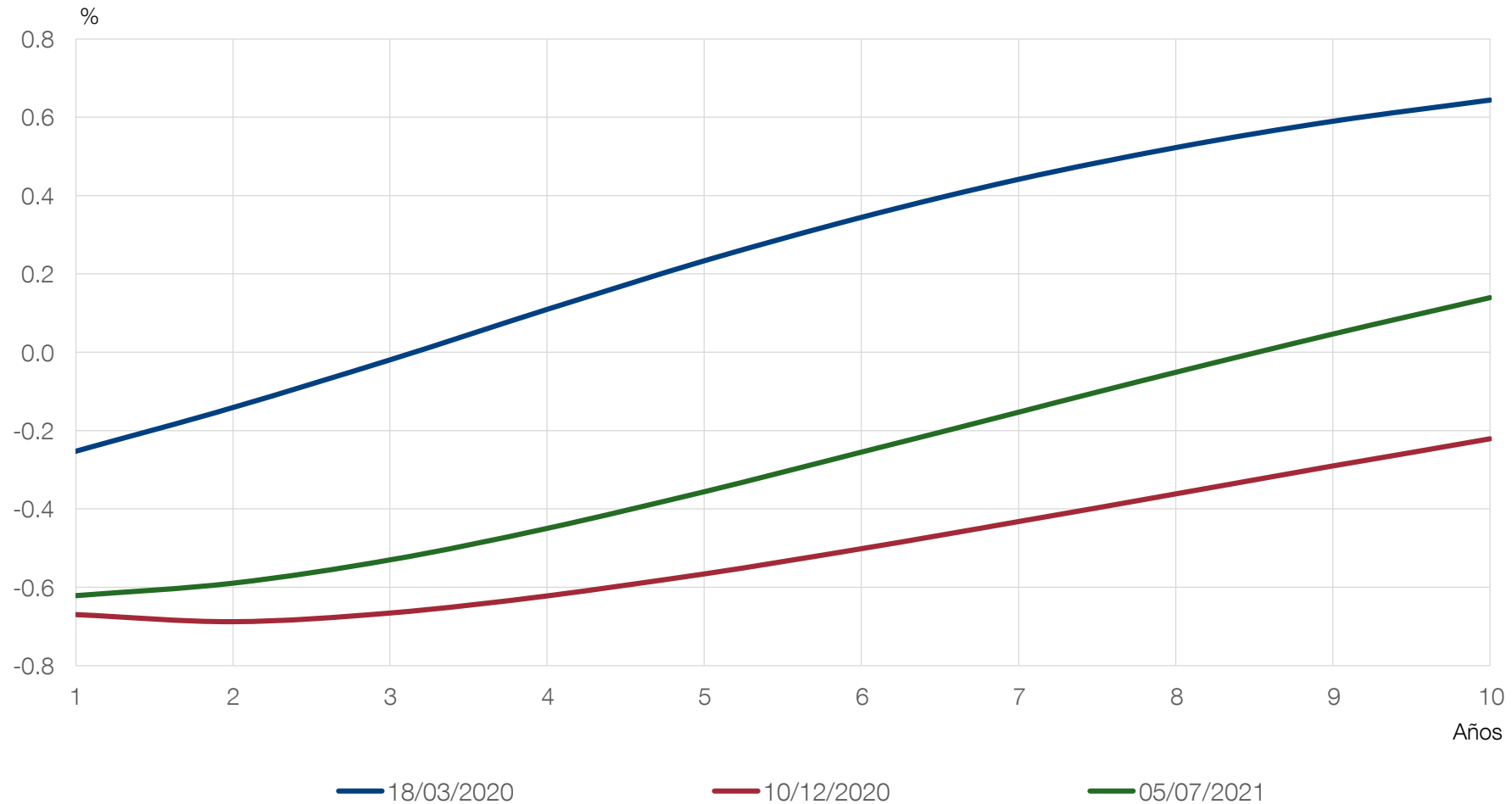
(a) En el objetivo de compras netas mensuales a partir de julio de 2021 (línea azul discontinua), a los 20 mm € mensuales del APP aprobados en Septiembre de 2019 se ha añadido la parte no consumida del importe máximo de 1850 mm € correspondientes al PEPP, prorrateada en el tiempo según el supuesto, a modo ilustrativo, de reparto uniforme de las compras netas hasta marzo de 2022 y de utilización plena de dicho importe máximo (en la práctica las compras podrán distribuirse de forma flexible en el tiempo y el importe máximo podría no ser empleado en su totalidad).

### DEUDA SOBERANA A 10 AÑOS



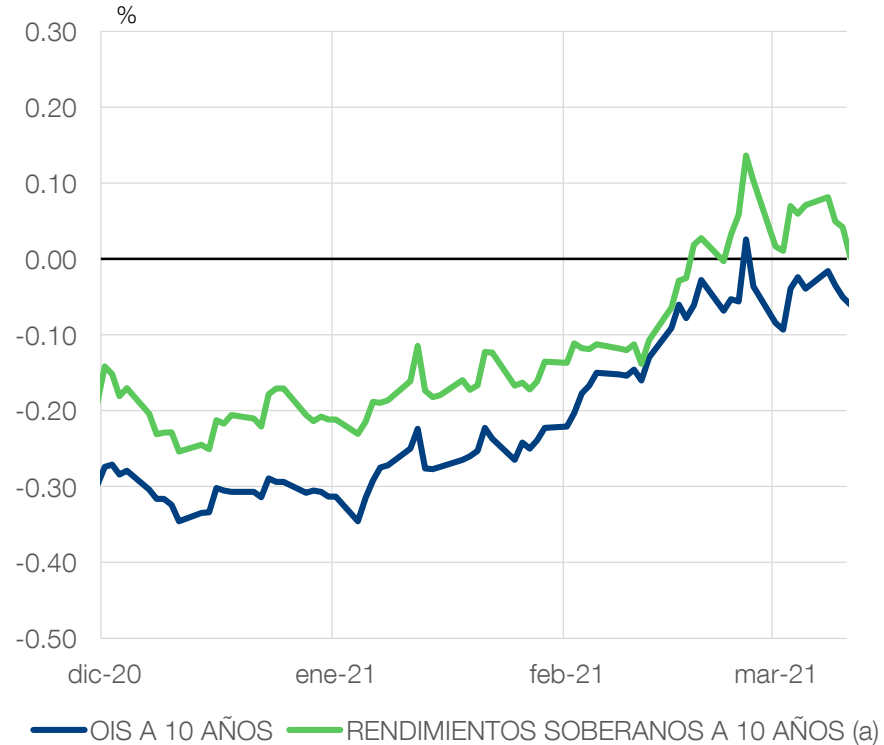
Fuente: Refinitiv Datastream. Última observación: 05/07/2021.

**CURVA DE RENDIMIENTOS DE LA DEUDA PÚBLICA DE LA UEM (a)**



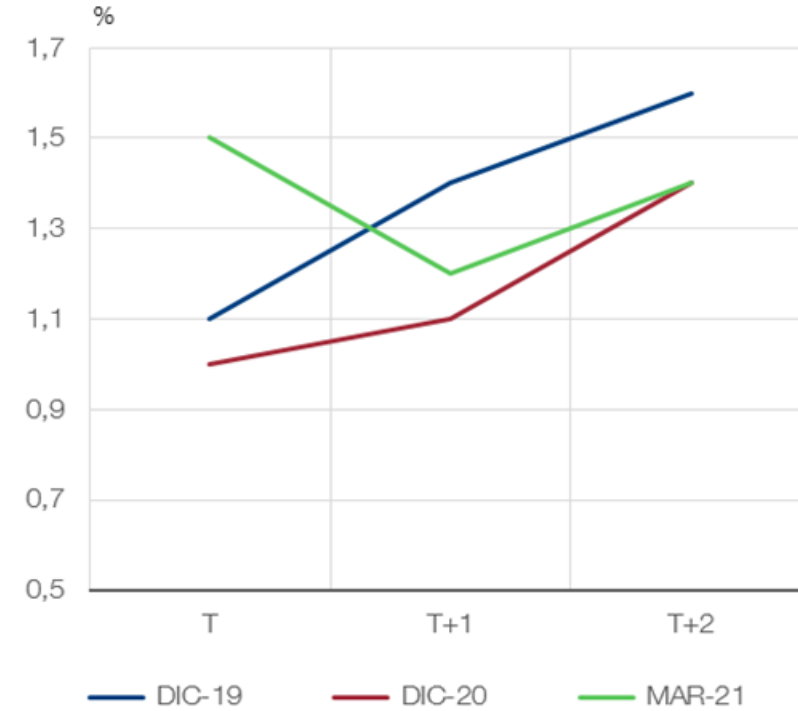
Fuente: Refinitiv Datastream.  
(a) Rendimientos ponderados por el PIB de España, Francia, Italia y Alemania.

**OIS A 10 AÑOS Y RENDIMIENTOS SOBERANOS HASTA EL 10 DE MARZO DE 2021. UEM**



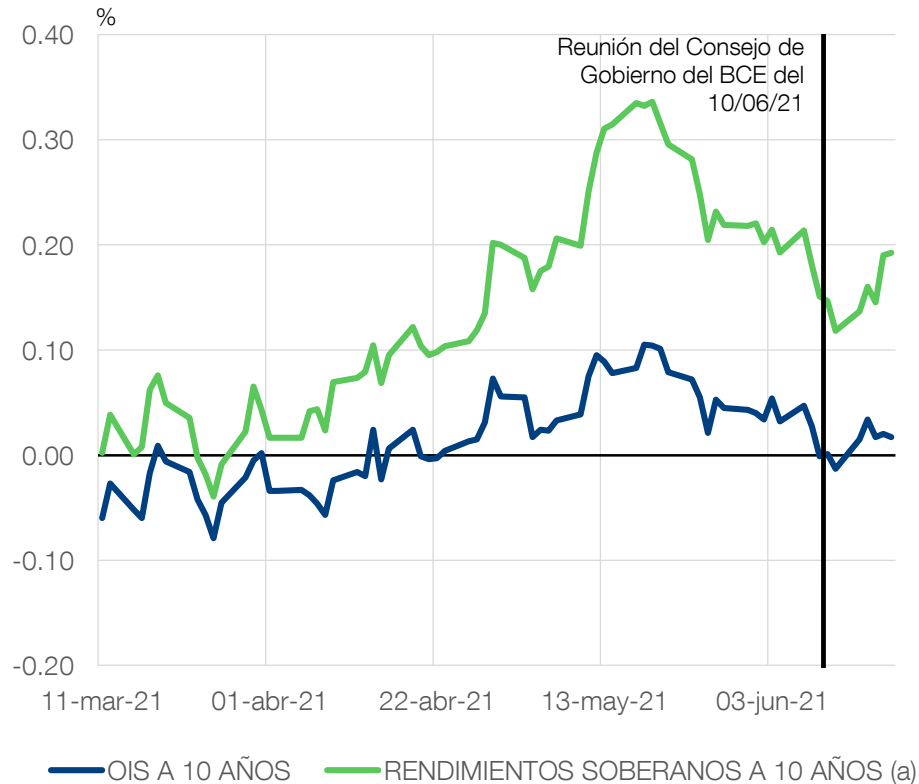
Fuentes: Refinitiv Datastream y BCE. Última observación: 10/03/21.  
(a) Rendimiento soberano a 10 años ponderado por el PIB de las cuatro grandes economías (Alemania, Francia, Italia, España).

**PROYECCIONES BCE/EUROSISTEMA DE INFLACIÓN DEL ÁREA DEL EURO**



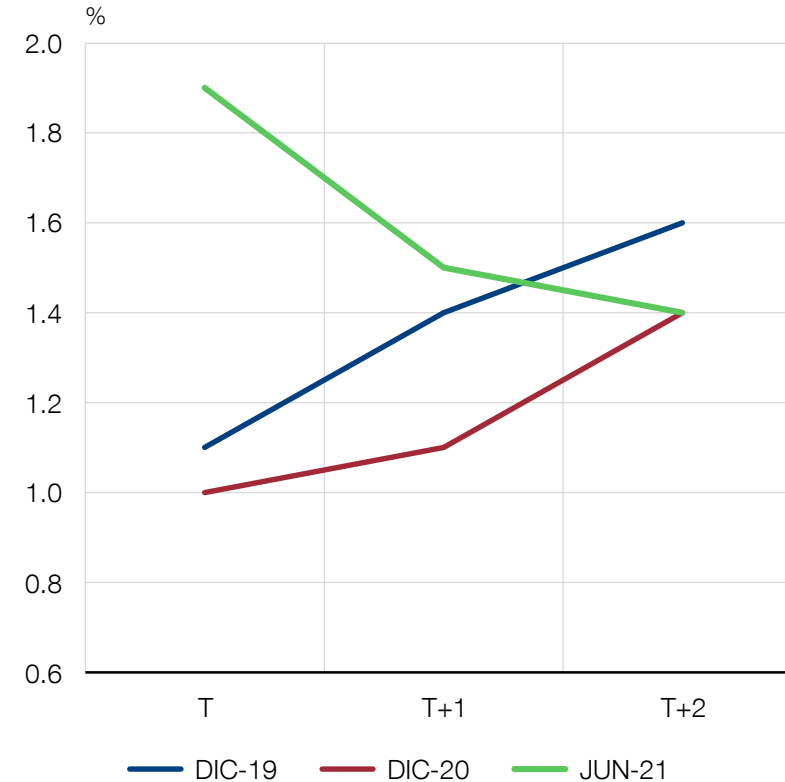
Fuente: BCE

**OIS A 10 AÑOS Y RENDIMIENTOS SOBERANOS DESDE EL 11 DE MARZO DE 2021. UEM**



Fuentes: Refinitiv Datastream y BCE. Última observación: 18/06/21.  
(a) Rendimiento soberano a 10 años ponderado por el PIB de las cuatro grandes economías (Alemania, Francia, Italia, España).

**PROYECCIONES BCE/EUROSISTEMA DE INFLACIÓN DEL ÁREA DEL EURO**



Fuente: BCE

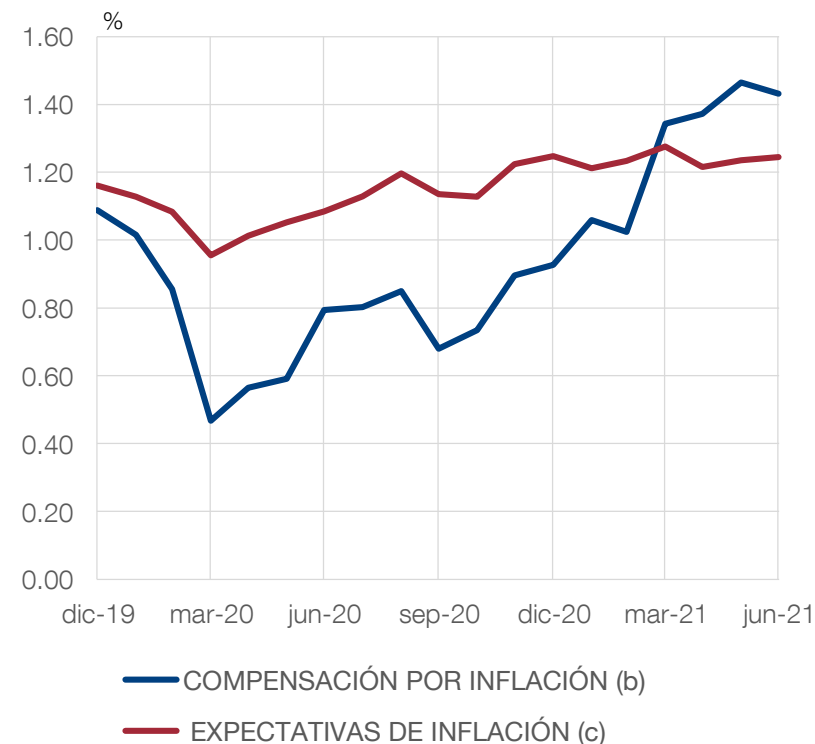
- **Los indicadores de mercado muestran un incremento en la compensación por inflación. Ello podría reflejar un aumento de las primas de riesgo de inflación, más que un aumento en las expectativas genuinas de inflación.**

**COMPENSACIÓN POR INFLACIÓN. UEM (a)**



Fuente: Refinitiv Datastream. Última observación: 05/07/2021.  
(a) Tipos forward implícitos en los swaps de inflación a dos años dentro de dos años.

**COMPENSACIÓN POR INFLACIÓN Y EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN. UEM (a)**

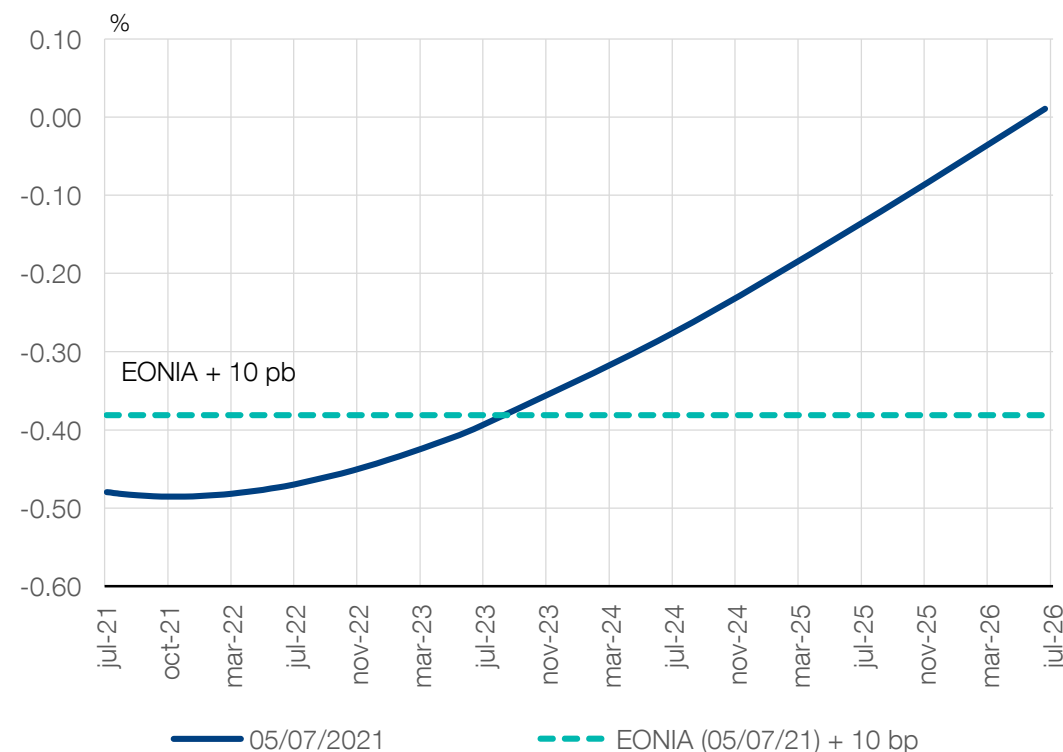


Fuente: Refinitiv Datastream y elaboración propia. Última observación: junio-2021.  
(a) Tipos forward implícitos a dos años dentro de dos años.  
(b) Calculados con los swaps de inflación de Datastream.  
(c) Calculadas a partir de un modelo afín sobre swaps de inflación.



- El Consejo de Gobierno espera que los **tipos de interés oficiales del BCE continúen en los niveles actuales, o en niveles inferiores**, hasta que observe una **convergencia sólida de las perspectivas de inflación** hacia un nivel suficientemente próximo, aunque inferior, al 2 % en su horizonte de proyección, y dicha convergencia se haya reflejado **de forma consistente en la evolución de la inflación subyacente**.
- Las compras netas en el marco del programa de compras de activos (APP) continuarán a un ritmo mensual de 20 mm de euros. El Consejo de Gobierno sigue esperando que **las compras mensuales netas en el marco del APP prosigan durante el tiempo que sea necesario** para reforzar el impacto acomodaticio de sus tipos oficiales y **que finalicen poco antes de que comience a subir los tipos** de interés oficiales del BCE.
- El Consejo de Gobierno también prevé **seguir reinvertiendo íntegramente el principal de los valores adquiridos en el marco del APP** que vayan venciendo durante un período prolongado tras la fecha en la que comience a subir los tipos de interés oficiales del BCE y, en todo caso, durante el tiempo que sea necesario para mantener unas condiciones de liquidez favorables y un amplio grado de acomodación monetaria.

### OIS FORWARD INSTANTÁNEO. UEM



Fuente: Refinitiv Datastream. Última observación: 05/07/2021.

- La revisión estratégica viene motivada por los cambios estructurales en el área del euro desde la anterior revisión estratégica en 2003, principalmente la caída en los **tipos de interés reales de equilibrio** (es decir, los que permiten mantener la actividad económica en su nivel potencial y la inflación en su nivel objetivo) como resultado del menor crecimiento de la productividad, factores demográficos, y el legado de la crisis financiera global, entre otros.
- Dicha caída hace que el **límite inferior de los tipos de interés** restrinja cada vez con más frecuencia la capacidad del BCE para alcanzar sus objetivos mediante el uso de sus tipos de interés oficiales.
- Para hacer frente a esta dificultad, la nueva estrategia incorpora **dos modificaciones fundamentales**:
  - **Objetivo de inflación del 2 por ciento a medio plazo, y compromiso simétrico con dicho objetivo**
    - Simétrico quiere decir que las desviaciones positivas y negativas de la inflación respecto de su objetivo se consideran igualmente indeseables.
  - Necesidad de **medidas de política monetaria especialmente contundentes o persistentes cuando la economía se aproxime al límite inferior** para evitar que se afiancen las desviaciones negativas del objetivo de inflación
    - Se reconoce así la importancia de tener en cuenta las implicaciones del límite inferior de cara a mantener la simetría del objetivo de inflación
    - Esto también puede implicar un período transitorio en el que la **inflación se sitúe moderadamente por encima del objetivo**
- En cuanto a **los instrumentos de política monetaria**, el principal es el conjunto de **tipo de interés oficiales** y también utilizará, en especial, **forward guidance, compras de activos y operaciones de financiación a más largo plazo**, según proceda. Y considerará, conforme sea necesario, nuevos instrumentos de política para lograr su objetivo de estabilidad de precios.

- Se confirma la **orientación a medio plazo** de la estrategia, con el fin de dar cabida a las inevitables desviaciones a corto plazo de la inflación con respecto al objetivo y a los retrasos e incertidumbre en la transmisión de la política monetaria. También permite tener en cuenta el origen, la magnitud y la persistencia de las desviaciones y las otras consideraciones relevantes para lograr la estabilidad de precios.
- Se basarán las decisiones de política monetaria en un **evaluación integral de dos análisis interdependientes: el análisis económico y el análisis monetario y financiero**.
- Se confirma que el **Índice Armonizado de Precios de Consumo** (IAPC) continúa siendo el indicador de precios adecuado para evaluar la consecución del objetivo de estabilidad de precios. Se reconoce que la inclusión en el IAPC de los costes relacionados con la **vivienda en régimen de propiedad** representaría mejor la tasa de inflación relevante para los hogares. La plena inclusión en el IAPC es un proyecto de varios años. Deberá permitir separar el componente de consumo de inversión, siendo el primero el relevante para la política monetaria.
- Compromiso de asegurar que el Eurosistema tenga plenamente en cuenta las implicaciones del **cambio climático** y de la transición hacia una economía baja en carbono para la política monetaria y la actividad de banca central. Compromiso con un ambicioso **plan de actuación climática**: incorporación completa de factores climáticos en las evaluaciones de la política monetaria, y adaptación del marco operativo en lo referente a la divulgación de información, evaluación de riesgos, compras de activos del sector empresarial y sistema de activos de garantía.
- Adaptación de la **comunicación** para reflejar la revisión de la estrategia, mediante versiones por capas y visuales de los productos de comunicación (comunicado de política monetaria, conferencia de prensa, Boletín Económico y las reseñas de política monetaria) dirigidas al público en general. Actividades de divulgación como característica estructural.
- **Revisiones periódicas** de la estrategia. Próxima revisión prevista para 2025.

GRACIAS POR SU ATENCIÓN

