

# LA POLÍTICA MONETARIA EN LA COYUNTURA ACTUAL

**Pablo Hernández de Cos**  
Gobernador

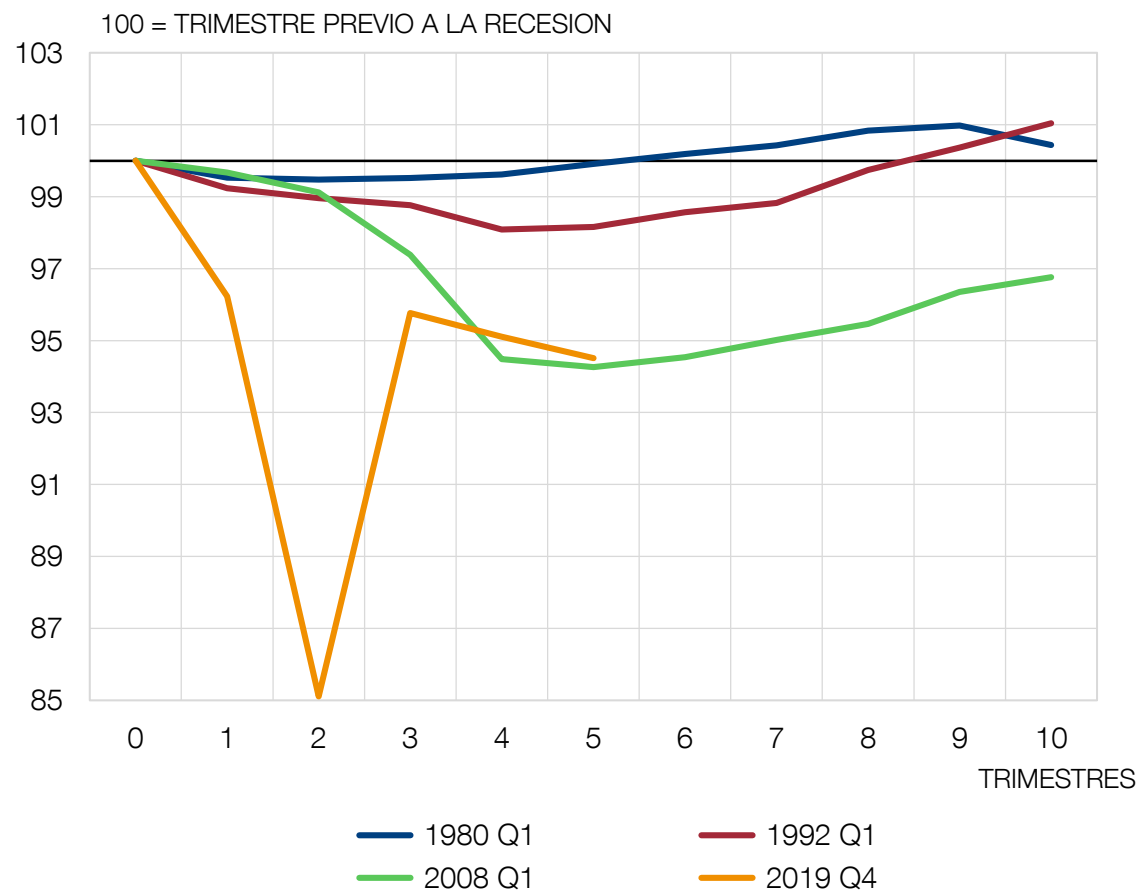
APD SUR – ALMUERZO COLOQUIO

Sevilla

27 de mayo de 2021

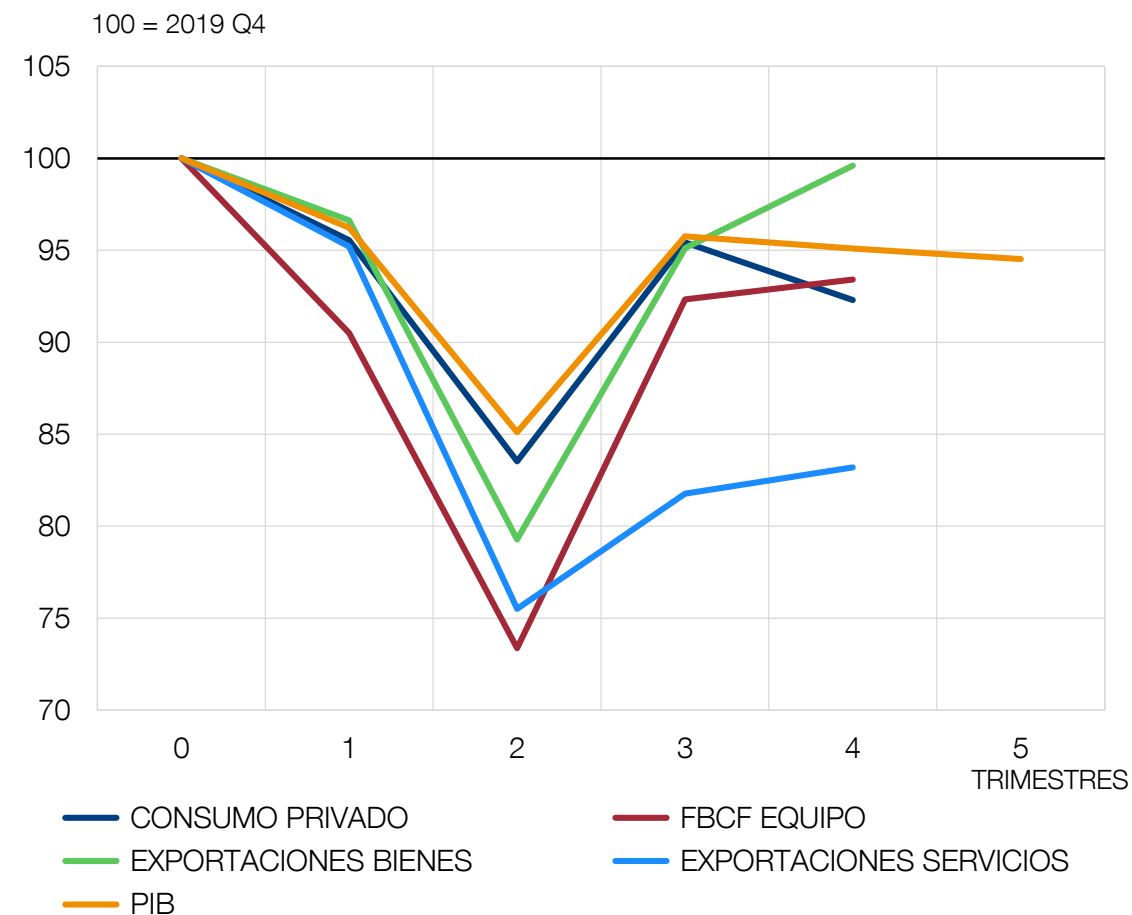


## PIB DE LA UEM EN DIFERENTES RECESIONES

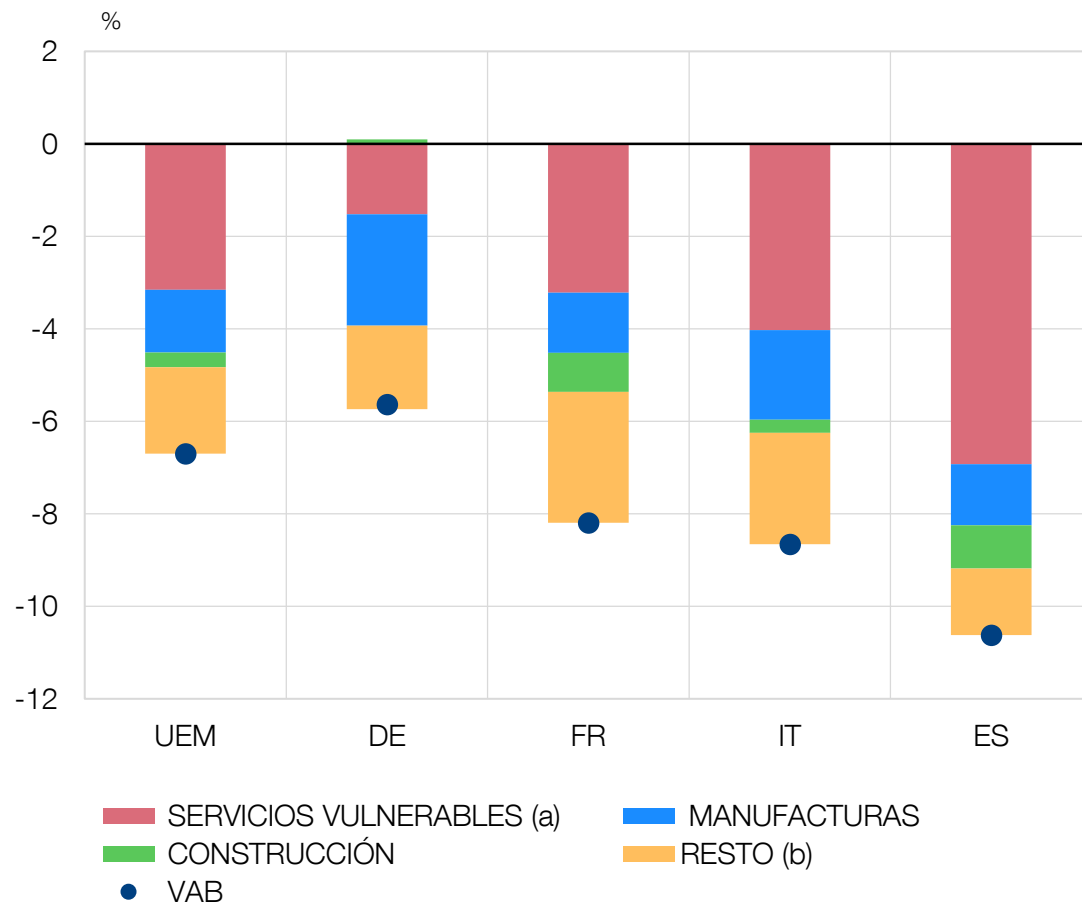


Fuentes: Eurostat y BCE

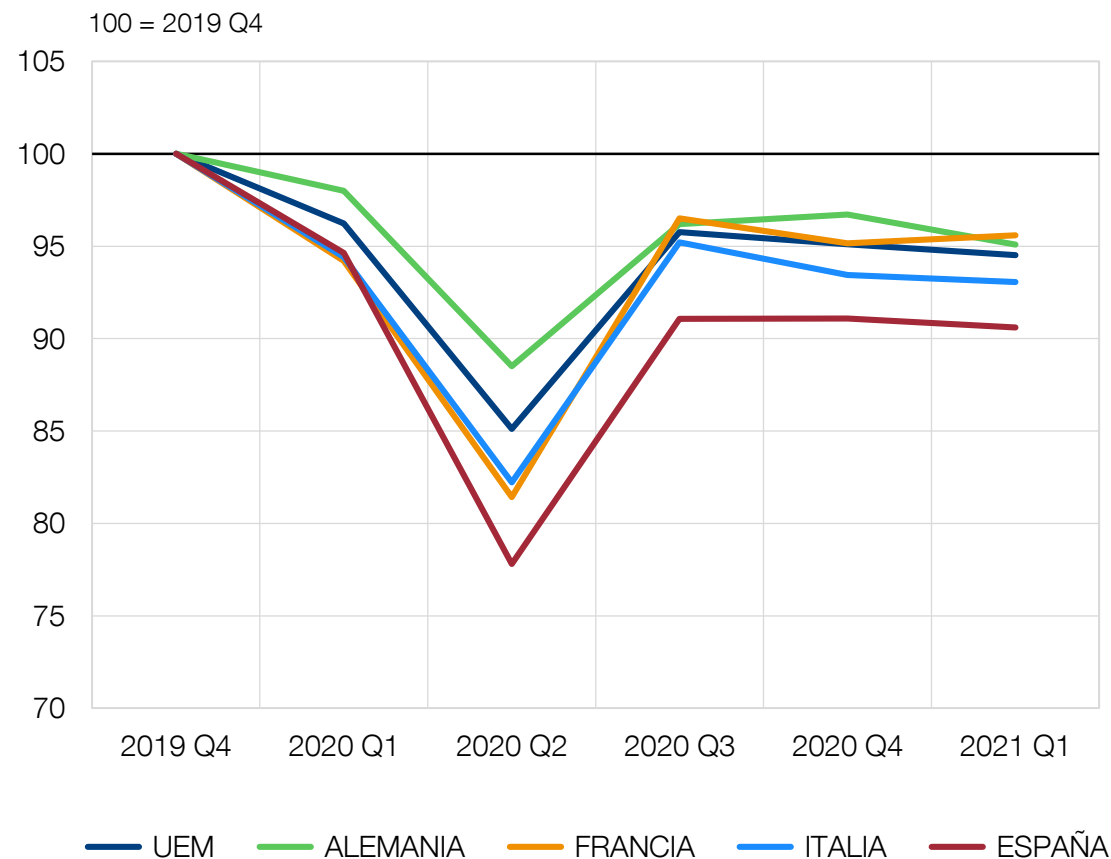
## RECESIÓN ACTUAL



### UEM. VAB Y CONTRIBUCIONES Variación 2020



### EVOLUCIÓN DEL PIB POR PAÍSES

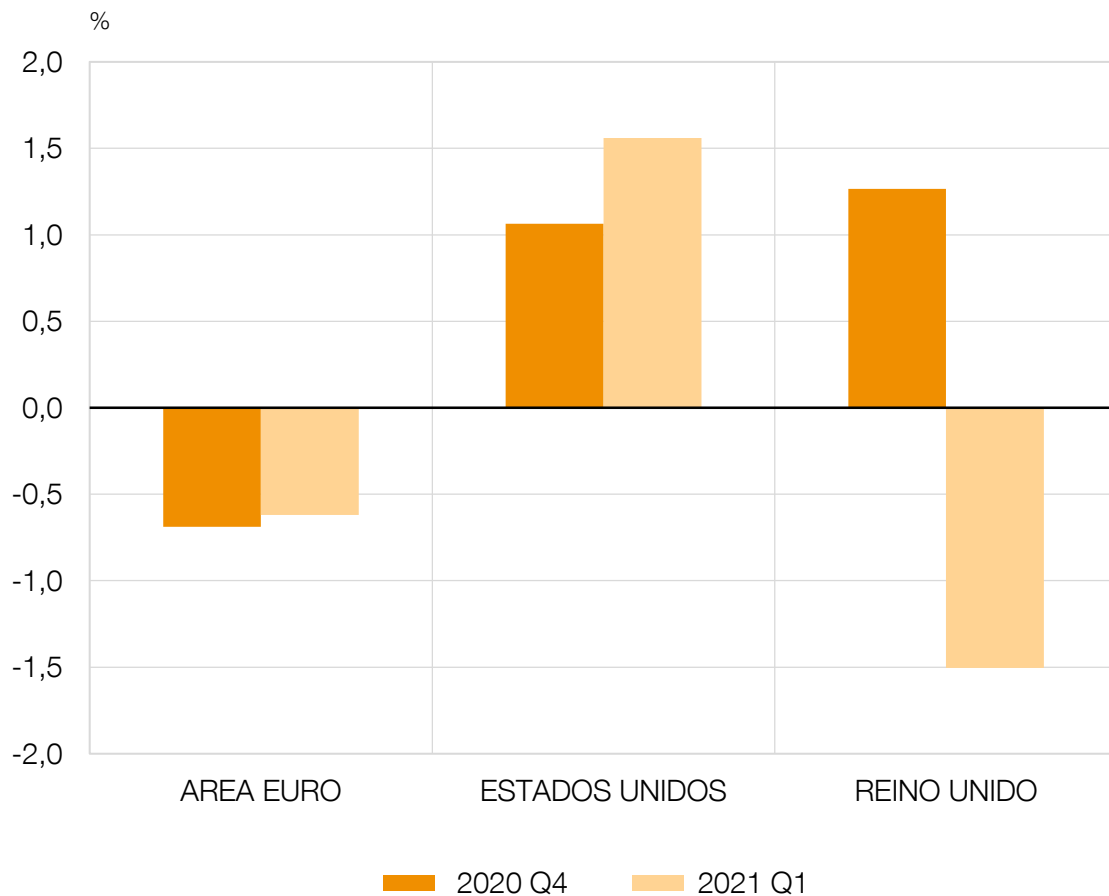


Fuente: Eurostat

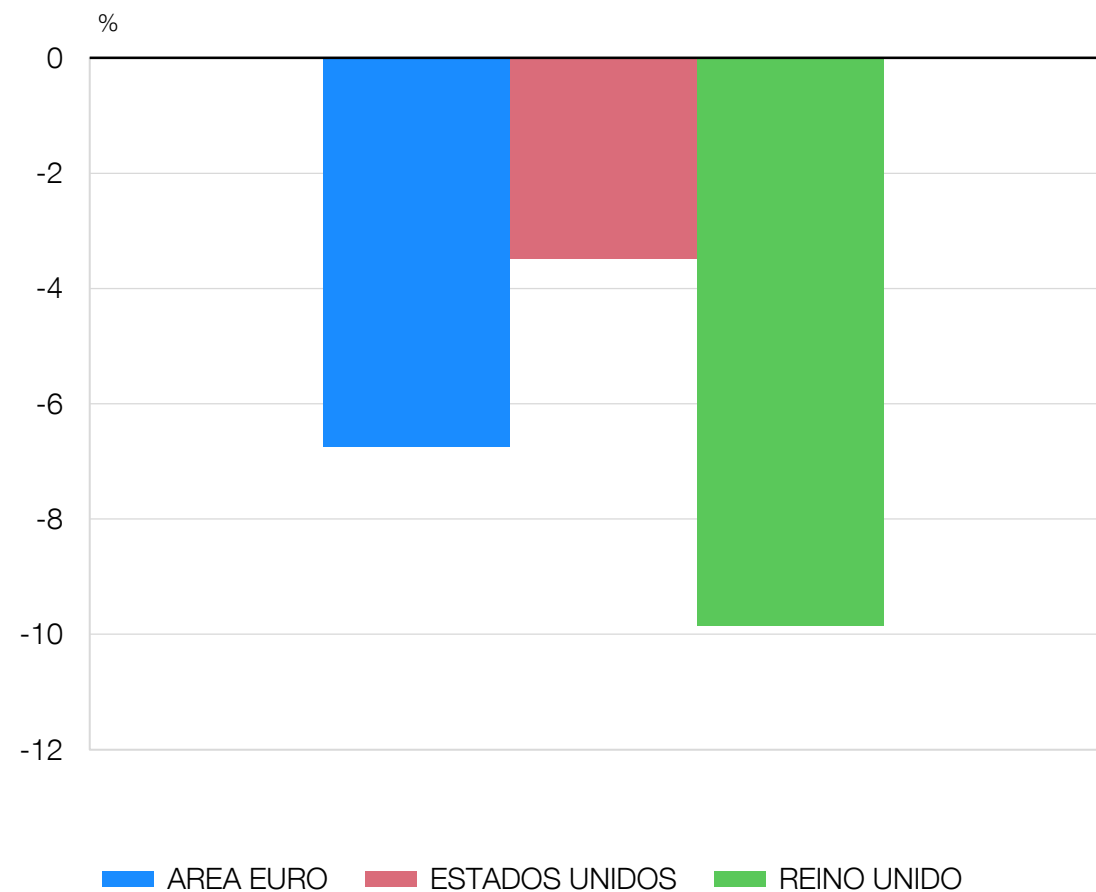
(a) Los servicios vulnerables incluyen aquellos más expuestos a las medidas de contención (22,4 % del total VAB de UEM): comercio, transporte y hostelería (G-I) y Act. Artísticas, ocio y otros servicios (R-U).  
 (b) Resto = primario (A); energía; servicios no de mercado (O-Q); otros servicios de mercado (comunicaciones; act. financieras y seguros y activ. inmobiliarias y actividades profesionales, científica y auxiliares)

# 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



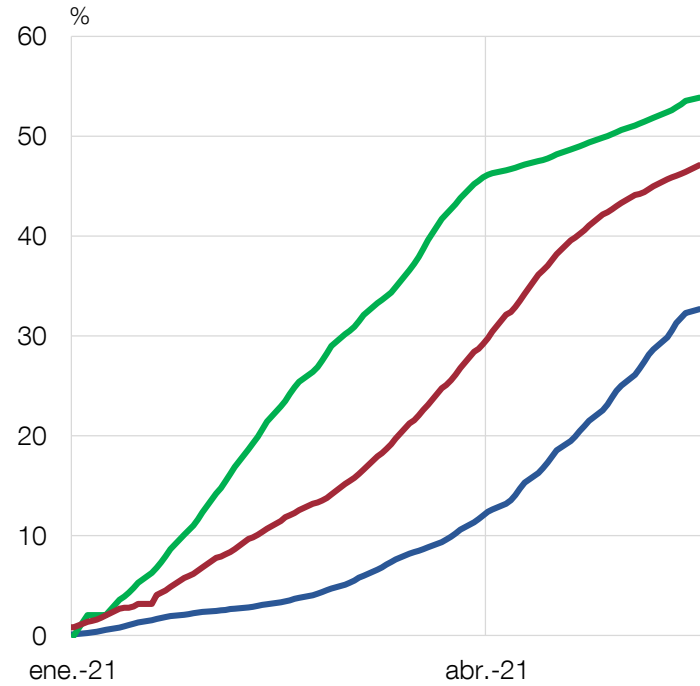
### CAÍDA MEDIA DEL PIB EN 2020



Fuentes: Eurostat y Thomson Reuters

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

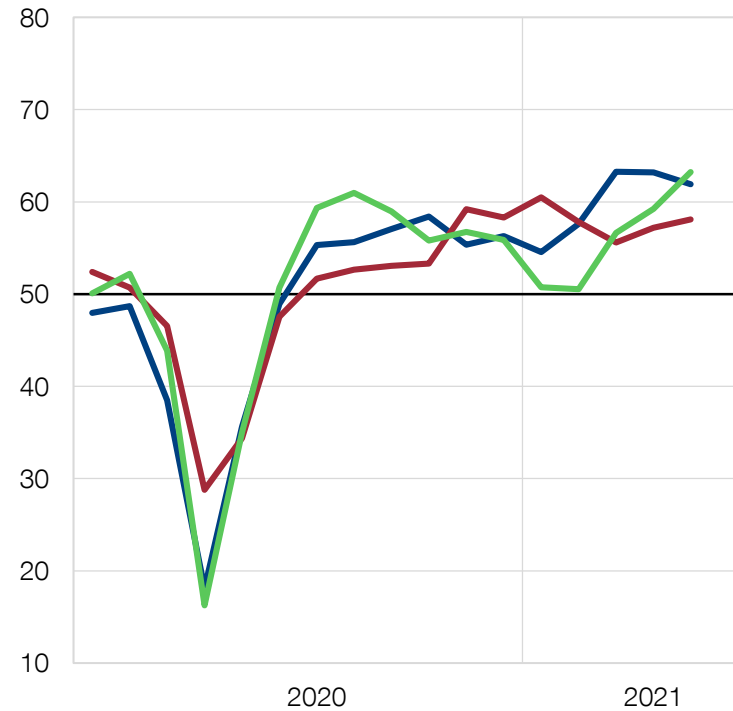
### % DE LA POBLACIÓN QUE HA RECIBIDO AL MENOS UNA DOSIS



UEM REINO UNIDO ESTADOS UNIDOS

Fuente: Johns Hopkins Coronavirus Resource Center y Markit

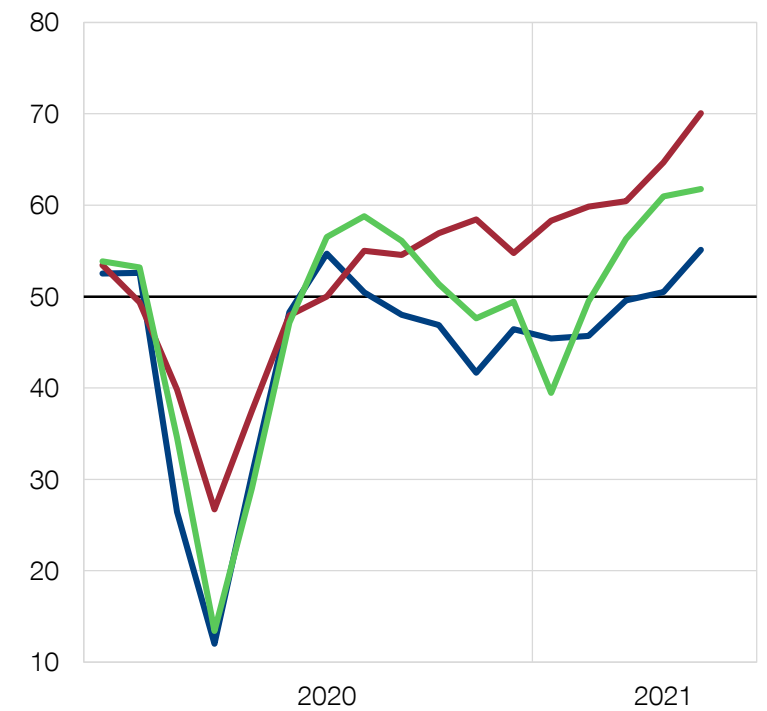
### PMI PRODUCCIÓN MANUFACTURAS



AREA EURO

ESTADOS UNIDOS

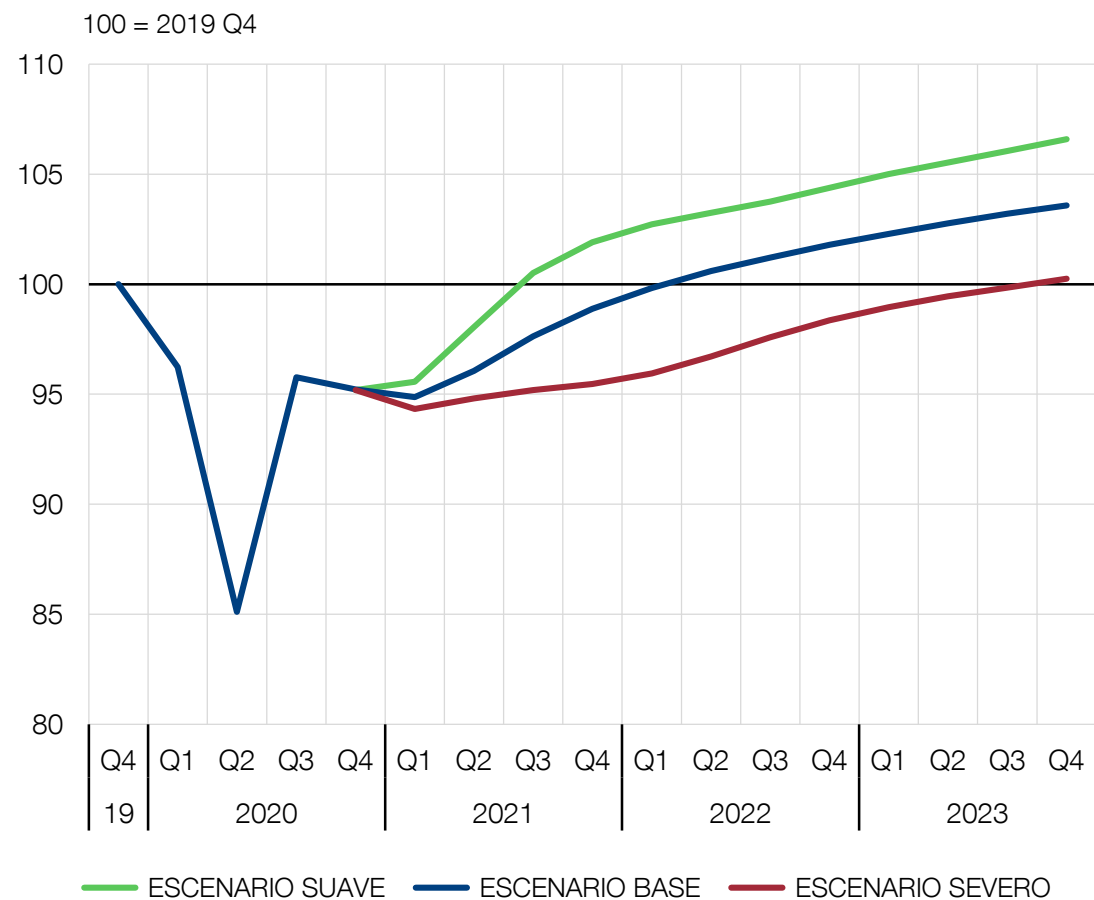
### PMI SERVICIOS



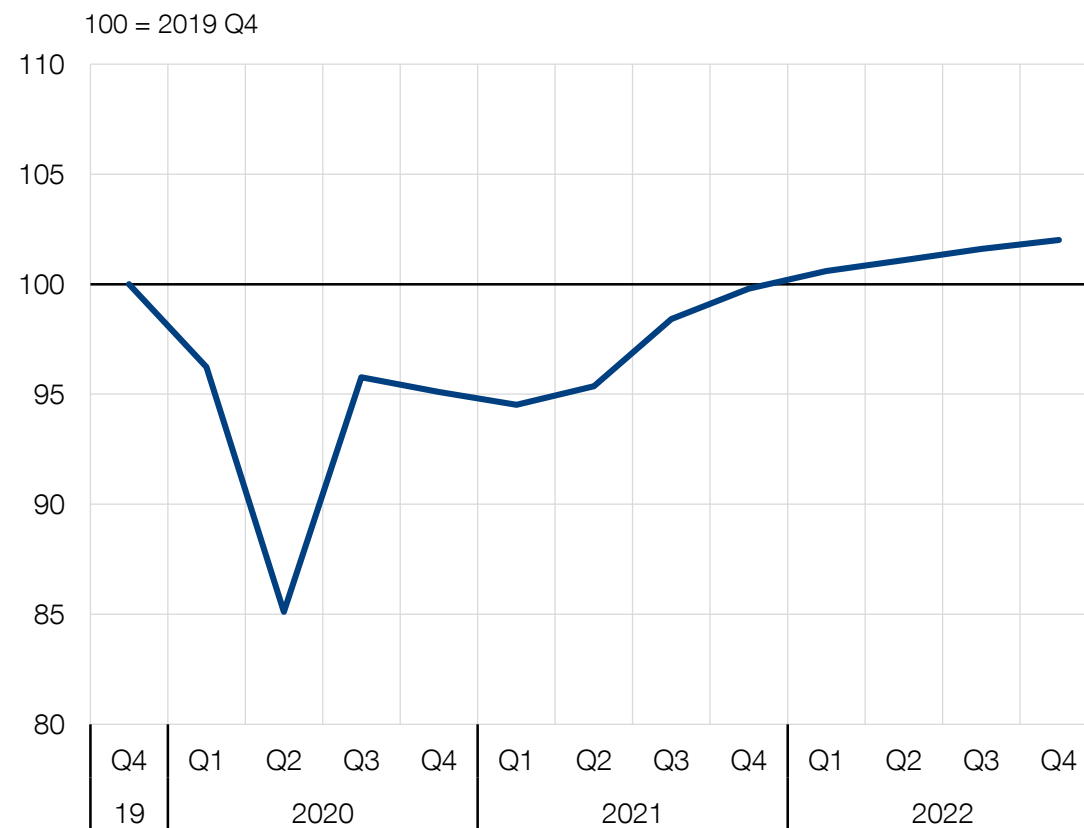
REINO UNIDO

# Y LAS PREVISIONES ANTICIPAN UNA RECUPERACIÓN DEL CRECIMIENTO HASTA EL ENTORNO DEL 4% EN 2021 Y 2022, AÑO EN EL QUE SE ALCANZARÁ EL NIVEL PREVIO A LA CRISIS

**ESCENARIOS MACROECONÓMICOS ALTERNATIVOS PARA EL PIB DEL ÁREA DEL EURO. MPE MARZO 2021**



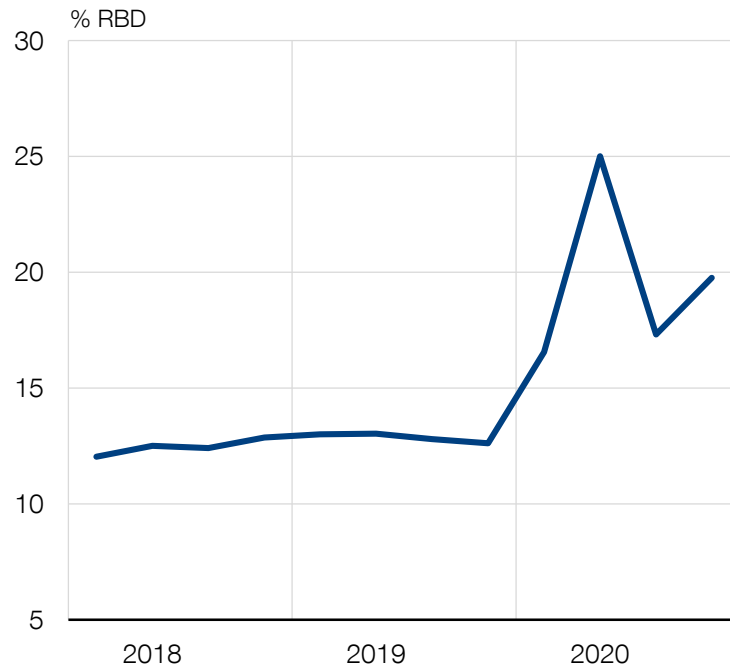
**PIB DE LA UEM  
PREVISIONES DE PRIMAVERA DE LA COMISIÓN EUROPEA**



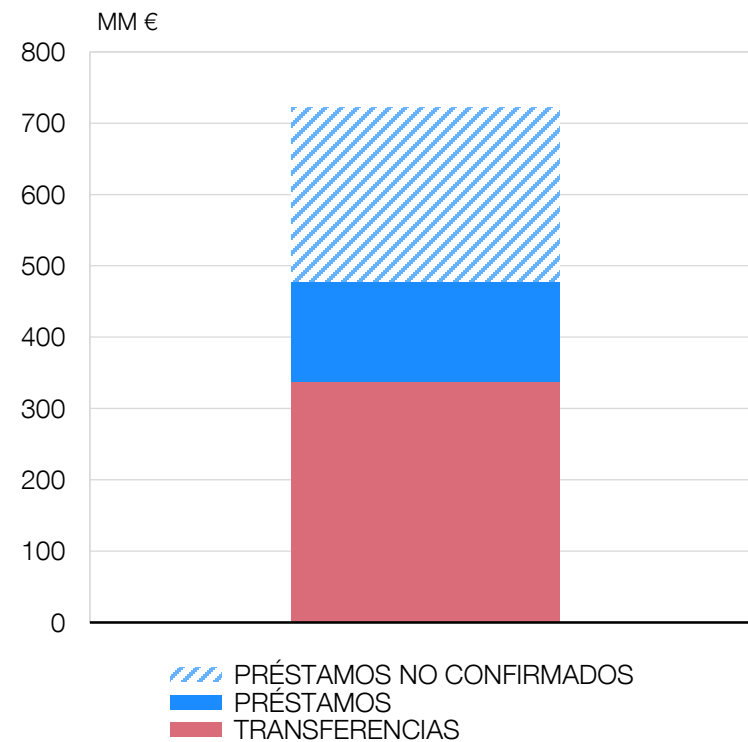
Fuentes: BCE y Comisión Europea

# PERO PERSISTEN ELEMENTOS DE INCERTIDUMBRE: MÁS ALLÁ DE LA EVOLUCIÓN SANITARIA, EL USO DEL AHORRO ACUMULADO, EL DAÑO DEL TEJIDO PRODUCTIVO Y EL DESTINO DE LOS FONDOS EU CONDICIONARÁN LA RECUPERACIÓN

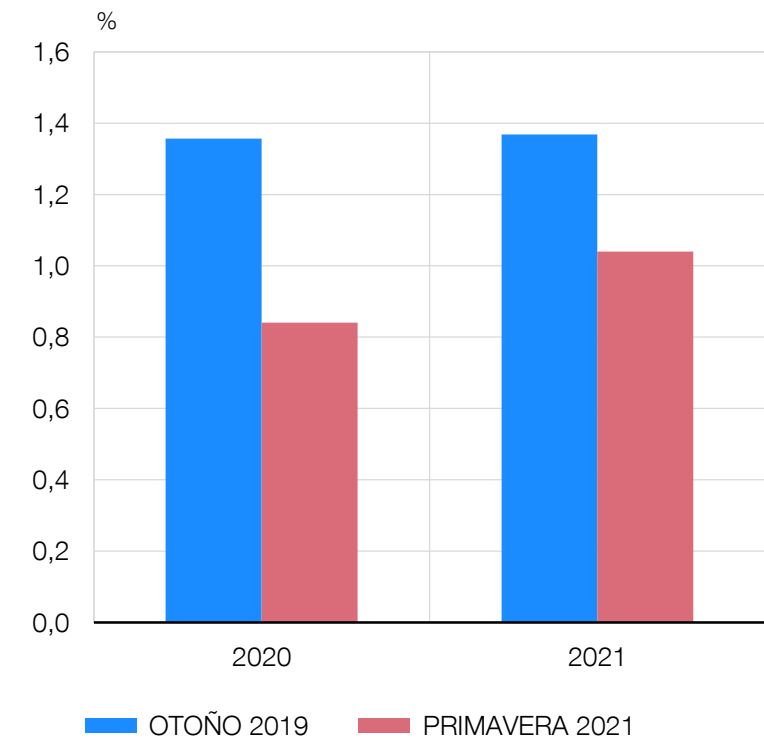
### UEM. TASA DE AHORRO HOGARES TRIMESTRAL DESESTACIONALIZADA



### PREVISIÓN USO DE LOS FONDOS DEL MECANISMO DE RECUPERACIÓN Y RESILIENCIA



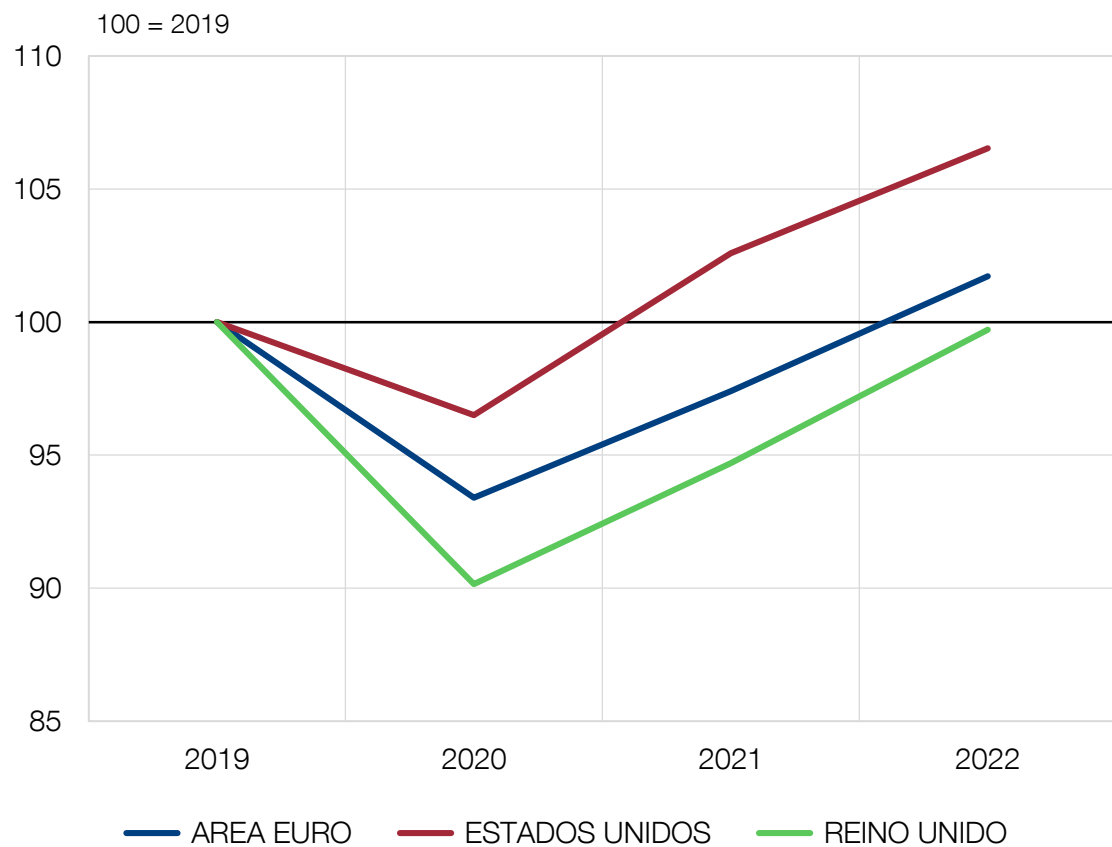
### PIB POTENCIAL



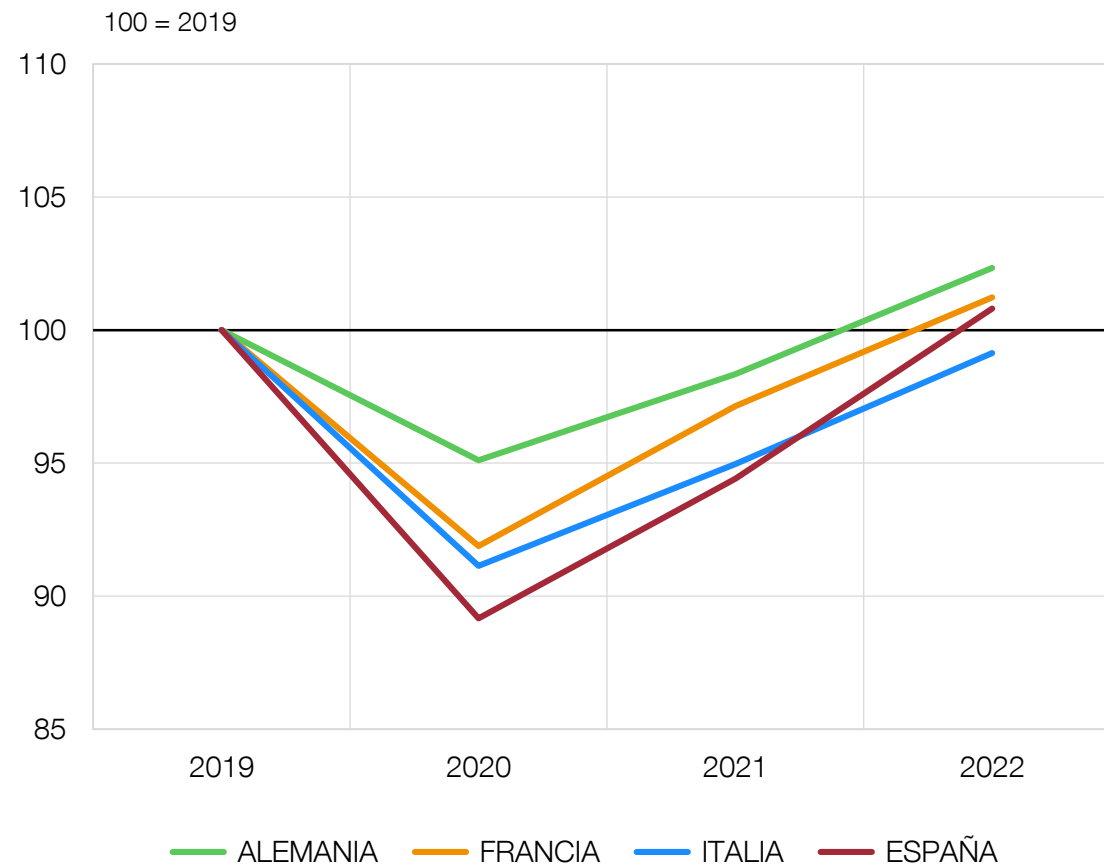
Fuentes: Eurostat y Comisión Europea

## EVOLUCIÓN DEL NIVEL DEL PIB ANUAL PREVISIONES DE PRIMAVERA DE LA COMISIÓN EUROPEA

### ECONOMÍAS AVANZADAS



### PAÍSES DEL ÁREA DEL EURO

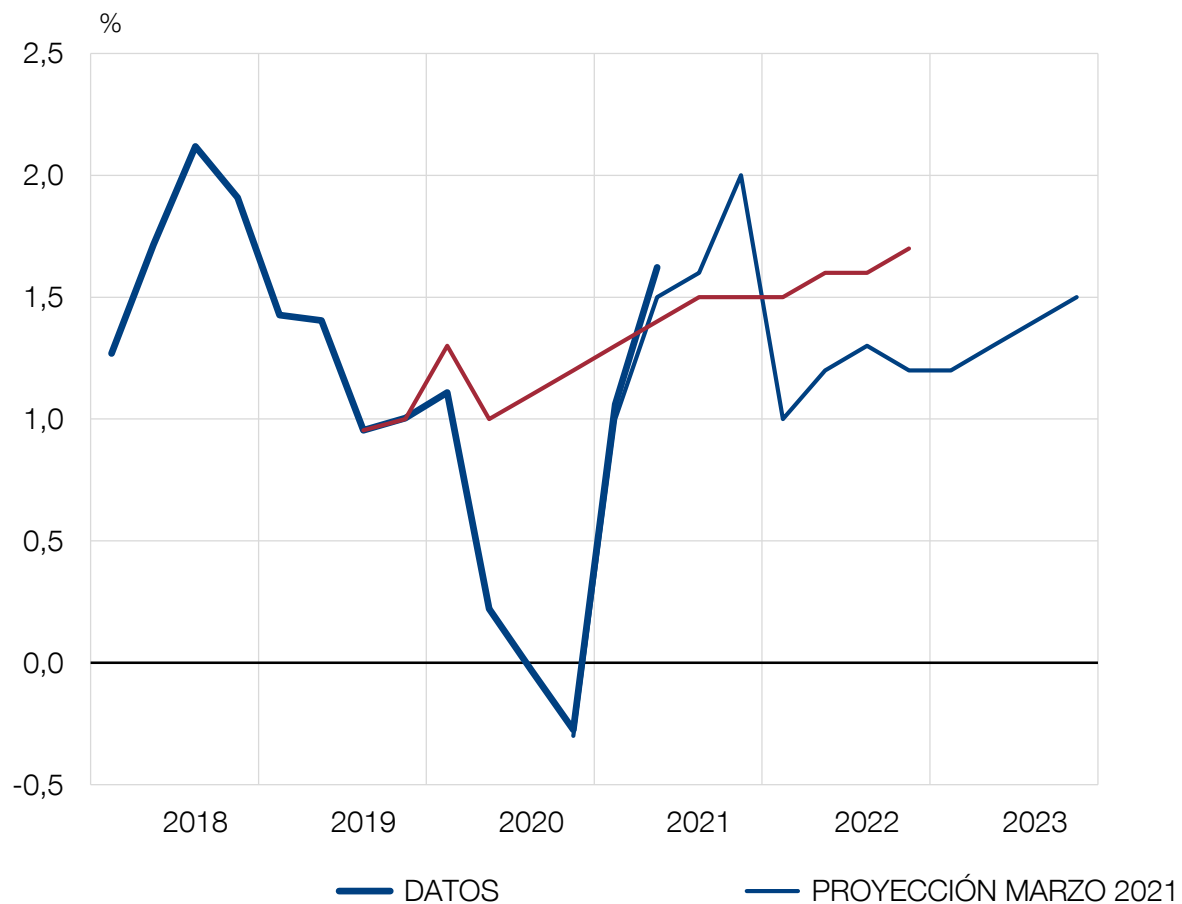


Fuente: Comisión Europea

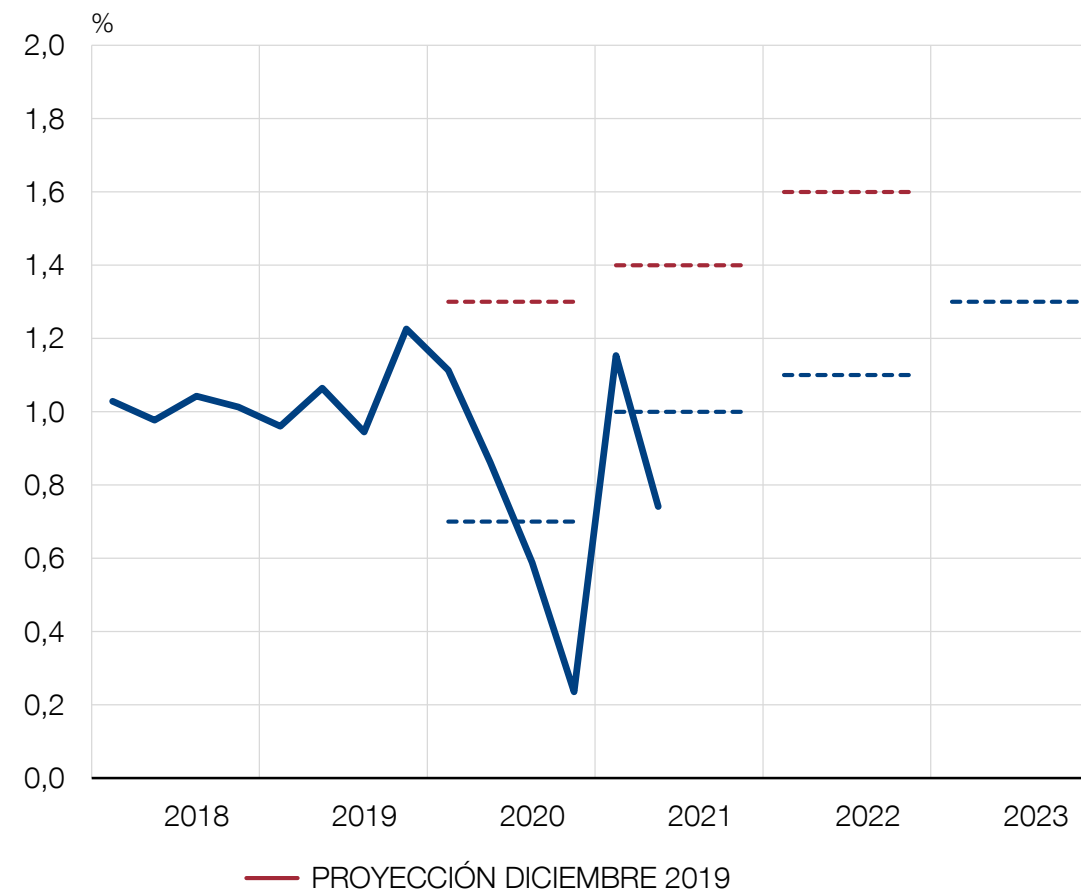


# LA CRISIS FUE DEFLACIONISTA EN 2020 Y EL REPUNTE DURANTE 2021 REFLEJA UNA SERIE DE FACTORES IDIOSINCRÁSICOS Y SE ESPERA QUE SEA TRANSITORIO

### IAPC GENERAL



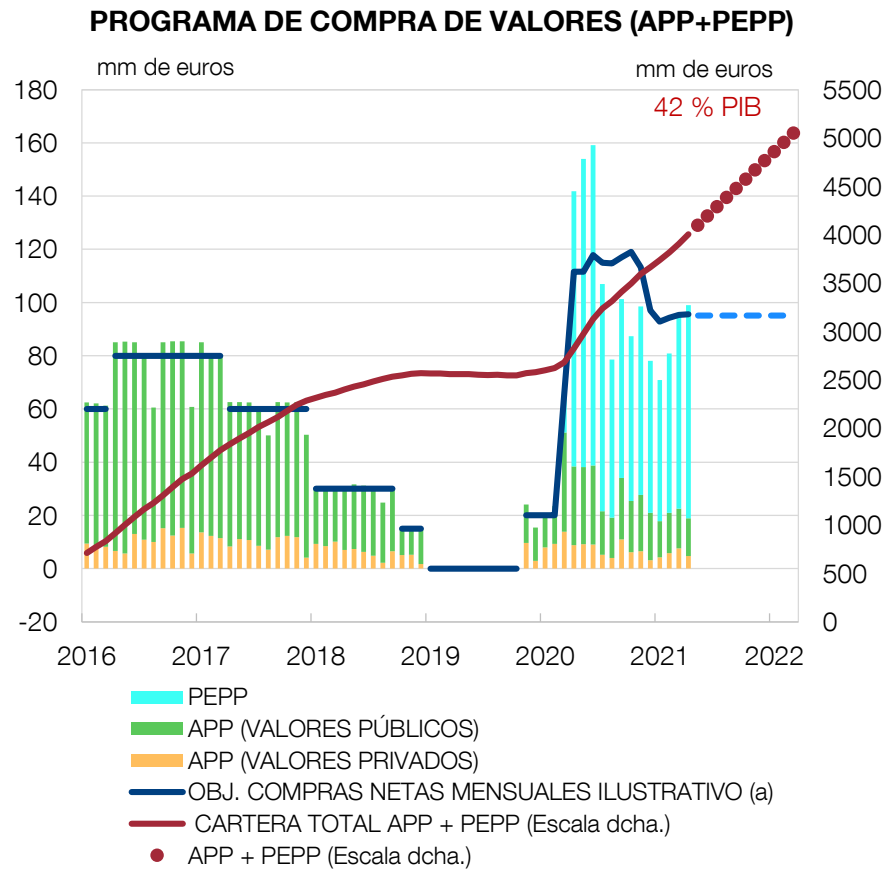
### IAPC EXCLUIDO ENERGÍA Y ALIMENTOS



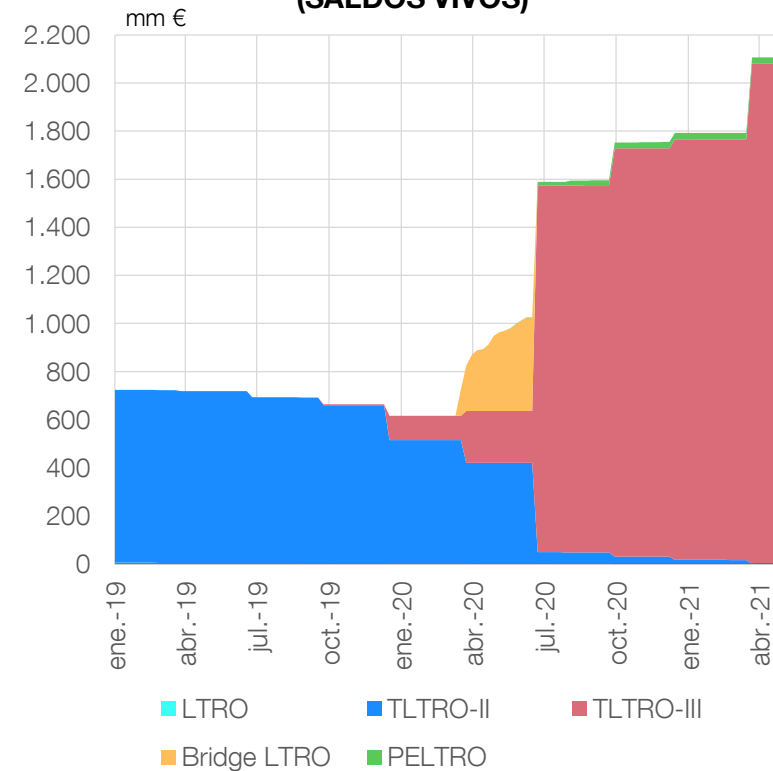
Fuentes: Eurostat y BCE.

Nota: El segundo trimestre de 2021 se corresponde con el dato de abril.

# LA RESPUESTA CONTUNDENTE DE LA POLÍTICA MONETARIA HA EVITADO EL ENDURECIMIENTO DE LAS CONDICIONES DE FINANCIACIÓN DURANTE LA PANDEMIA



### OPERACIONES DE FINANCIACIÓN DEL EUROSISTEMA (SALDOS VIVOS)

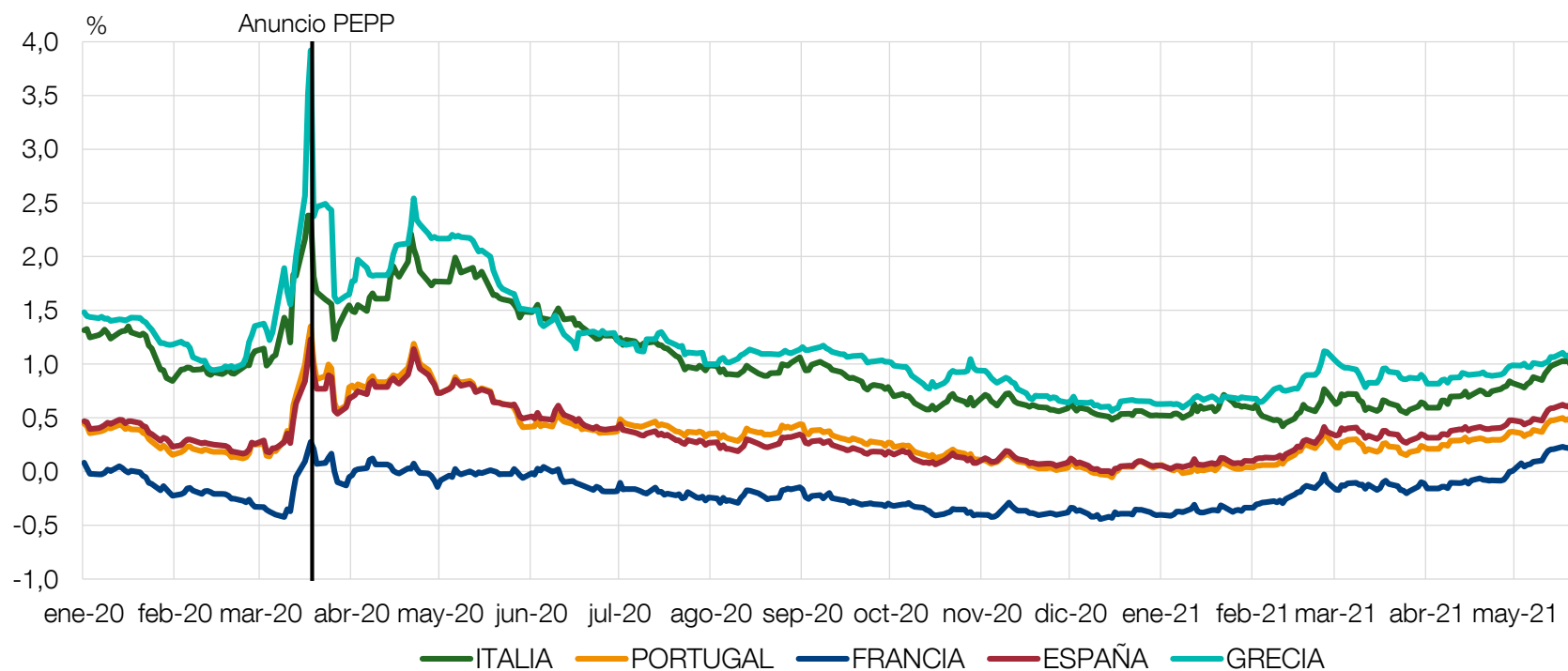


FUENTES: BCE y Thomson Reuters Datastream. Última observación: abril, 2021.

a. En el objetivo de compras netas mensuales a partir de mayo de 2021 (línea azul discontinua), a los 20 mm € mensuales aprobados el año anterior y ratificados en el Consejo de Gobierno de diciembre de 2020, se ha añadido la parte no consumida del importe máximo de 1850 mm € correspondientes al nuevo programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, aprobado el 18 de marzo y extendido y aumentado el 4 de junio y el 10 de diciembre), según el supuesto, a modo ilustrativo, de reparto uniforme de dichas compras hasta marzo de 2022 (en la práctica las compras podrán distribuirse de forma flexible en el tiempo) y de utilización plena de dicho importe máximo (en la práctica dicho importe máximo podría no ser empleado en su totalidad).

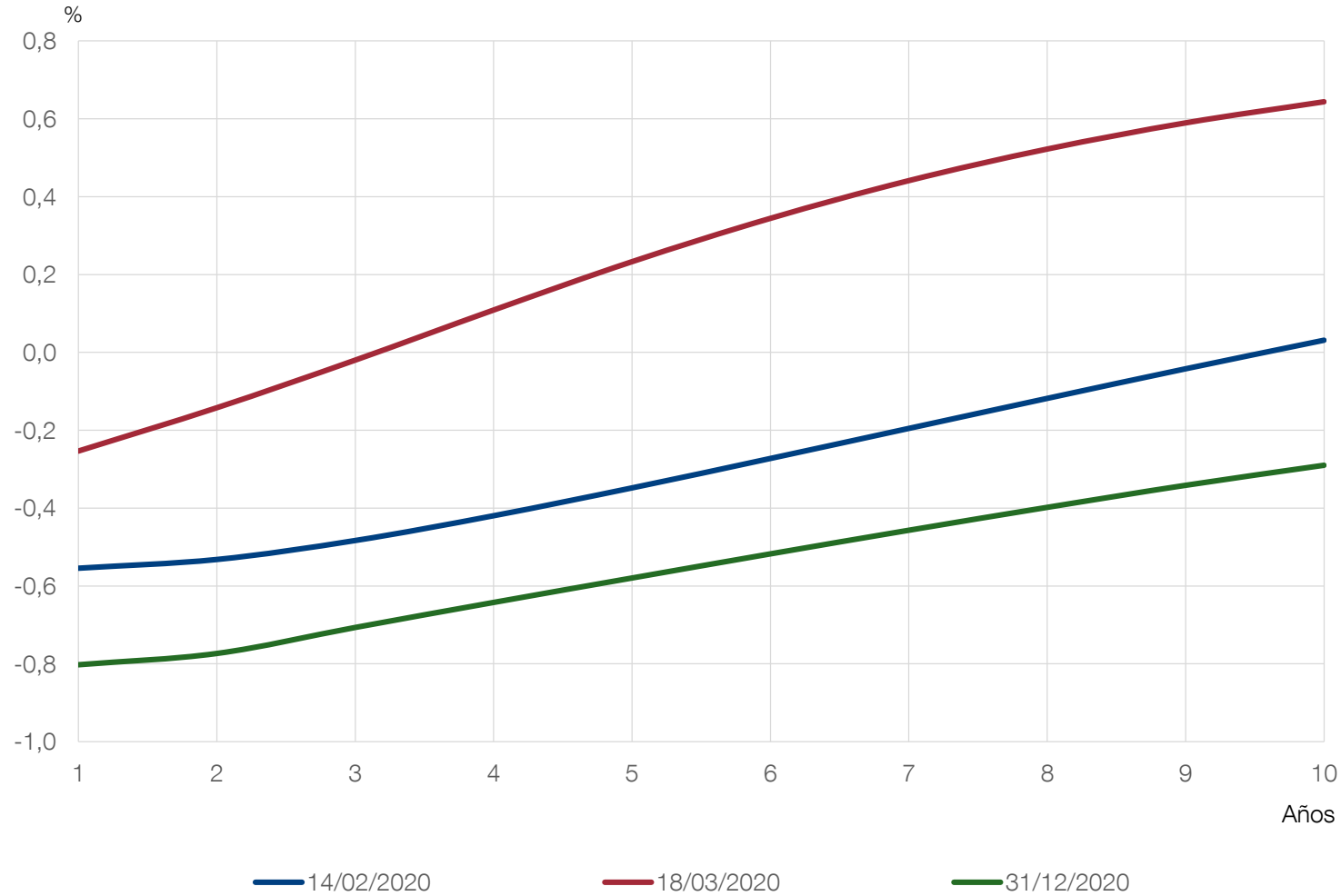
Fuente: BCE. Última observación: 14/05/2021.

## DEUDA SOBERANA A 10 AÑOS



Fuente: Refinitiv Datastream. Última observación: 21/05/2021

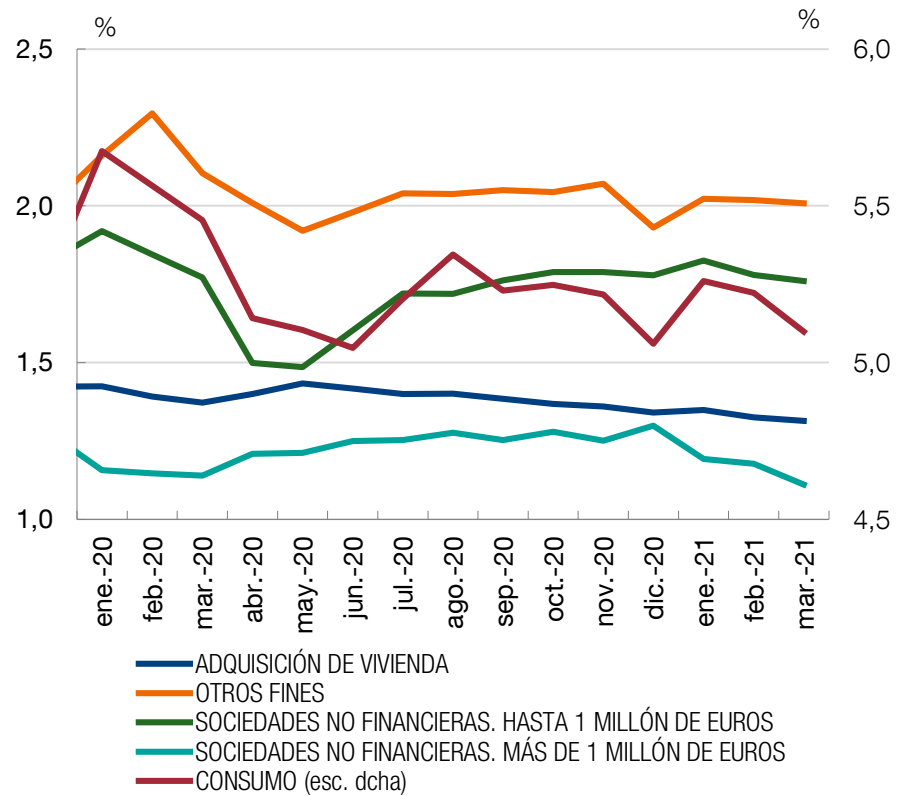
**CURVA DE RENDIMIENTOS DE LA DEUDA PÚBLICA DE LA UEM (a)**



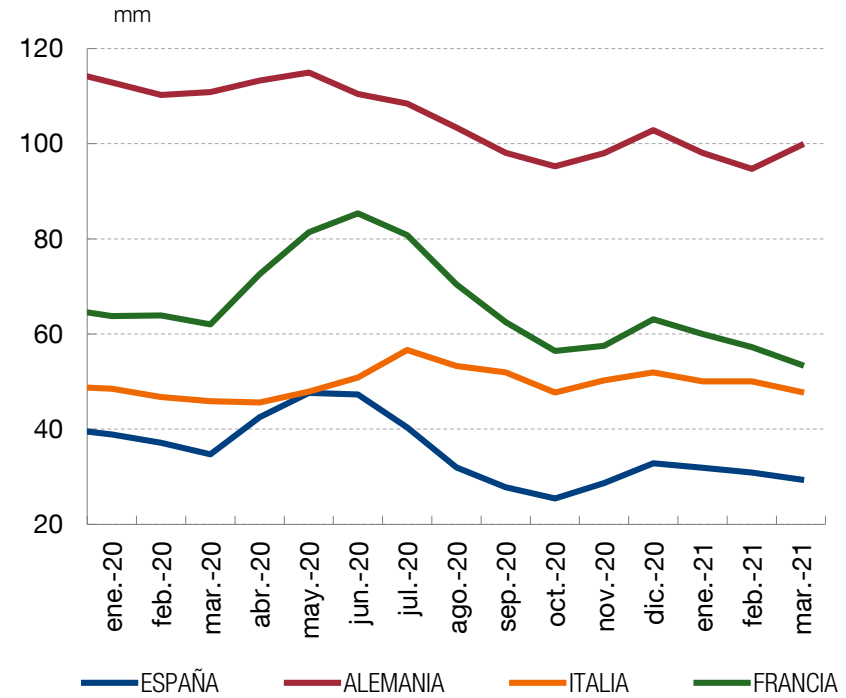
Fuente: Refinitiv Datastream.

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

## TIPOS DE INTERÉS DE NUEVAS OPERACIONES DE CRÉDITO EN EL ÁREA DEL EURO (POR SEGMENTO)



## NUEVAS OPERACIONES DE CRÉDITO (medias de 3 meses)



FUENTES: BCE y Banco de España

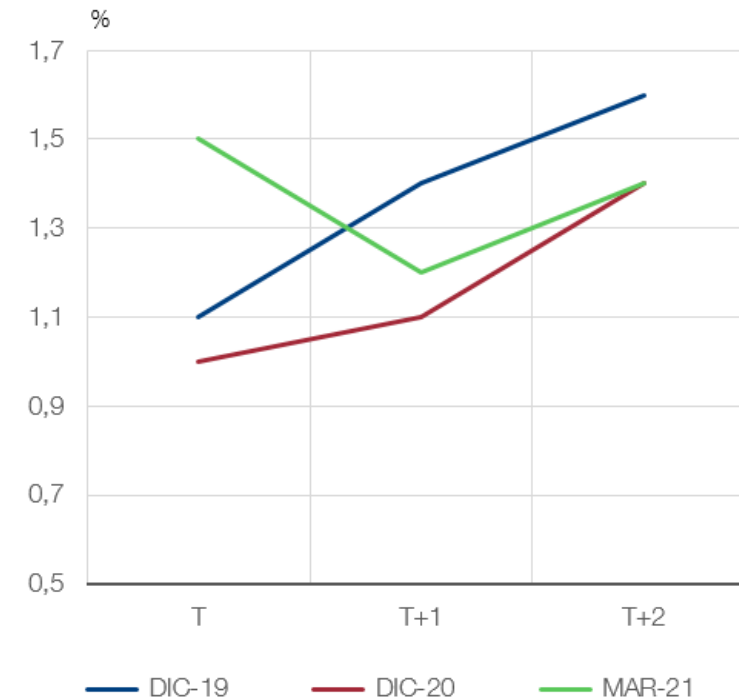
# EN MARZO, TRAS UN AUMENTO DE LOS TIPOS DE LARGO PLAZO EN UN CONTEXTO EN EL QUE LAS PREVISIONES DE INFLACIÓN SE MANTUVIERON SIN CAMBIOS, DECIDIMOS AUMENTAR NUESTRAS COMPRAS MENSUALES

**OIS A 10 AÑOS Y RENDIMIENTOS SOBERANOS HASTA EL 31 DE MARZO DE 2021. UEM**



Fuentes: Refinitiv Datastream y BCE. Última observación: 31/03/21.  
(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**

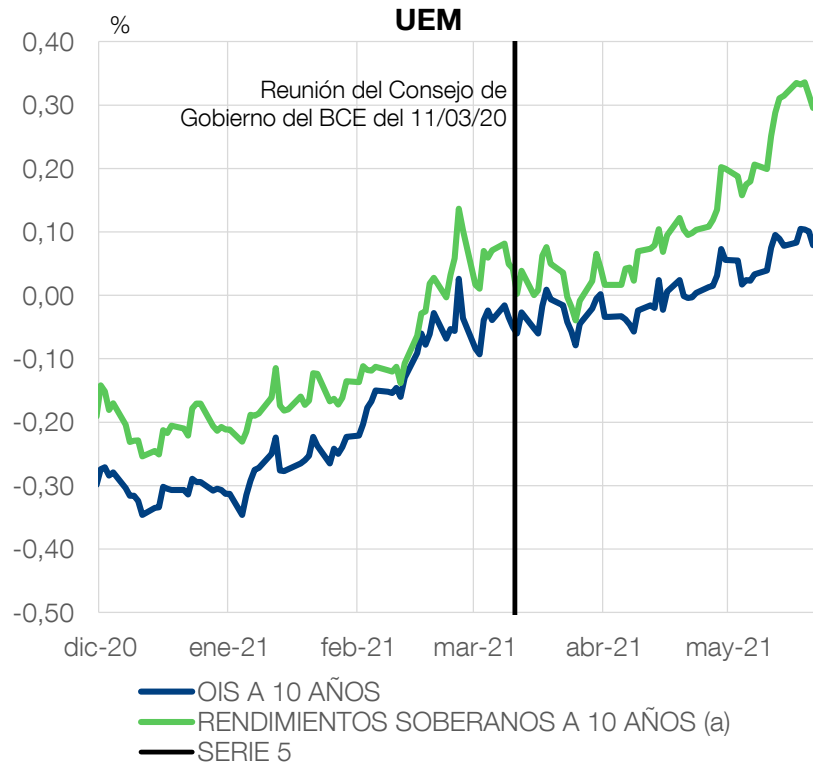


Fuente: BCE. Última observación: 08/04/2021.

Nota: Las fechas t, t+1 y t+2 corresponden a los años 2020, 2021 y 2022 en las proyecciones de diciembre de 2019, y a los años 2021, 2022 y 2023 en las proyecciones de diciembre de 2020 y de marzo de 2021.

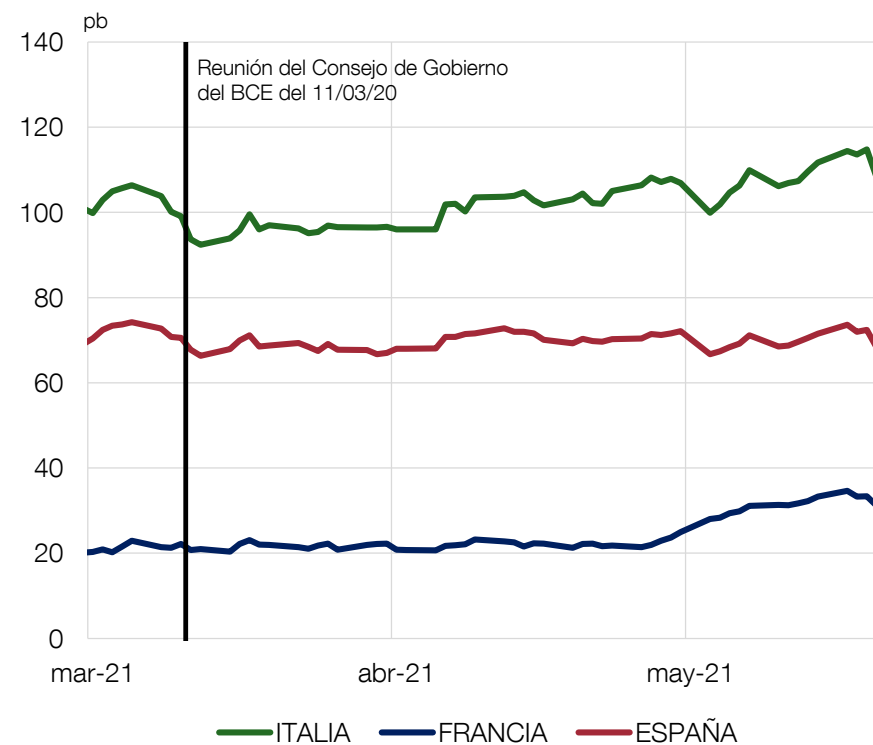
# EN JUNIO, VOLVEREMOS A ANALIZAR DE FORMA CONJUNTA LAS CONDICIONES DE FINANCIACIÓN Y LAS PROYECCIONES DE INFLACIÓN. EN ESTE SENTIDO, LOS TIPOS DE INTERÉS DE LARGO PLAZO Y LAS PRIMAS DE RIESGO HAN AUMENTADO...

**OIS A 10 AÑOS Y RENDIMIENTOS SOBERANOS DESDE EL 1 DE DICIEMBRE DE 2020 HASTA EL 21 DE MAYO DE 2021.**



Fuentes: Refinitiv Datastream y BCE. Última observación: 21/05/21.  
(a) Rendimiento soberano a 10 años ponderado por el PIB de las cuatro grandes economías (Alemania, Francia, Italia, España).

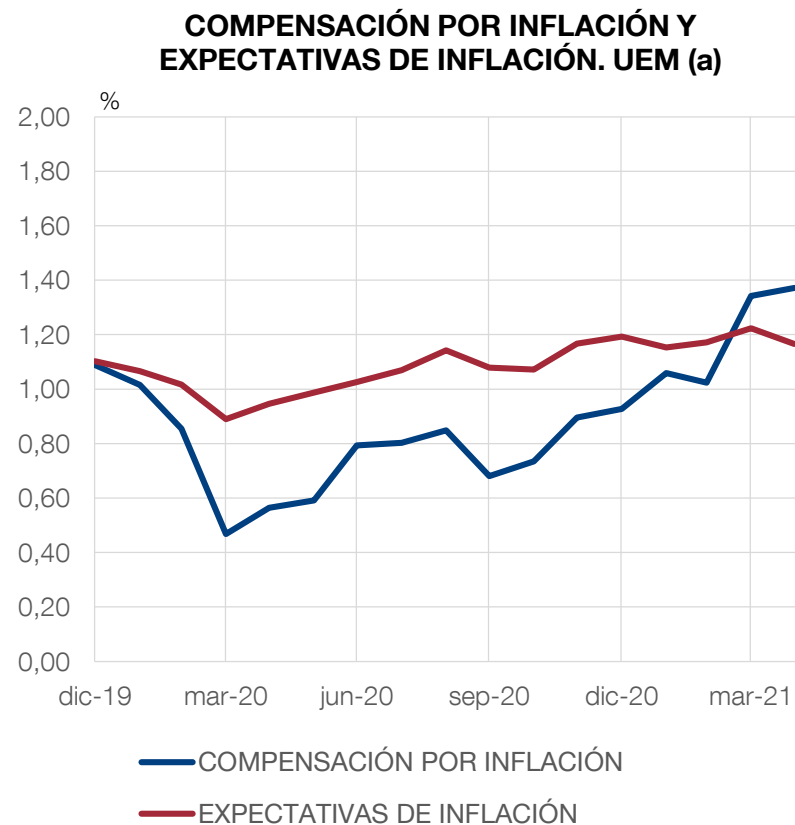
**DIFERENCIALES SOBERANOS A 10 AÑOS RESPECTO A ALEMANIA**



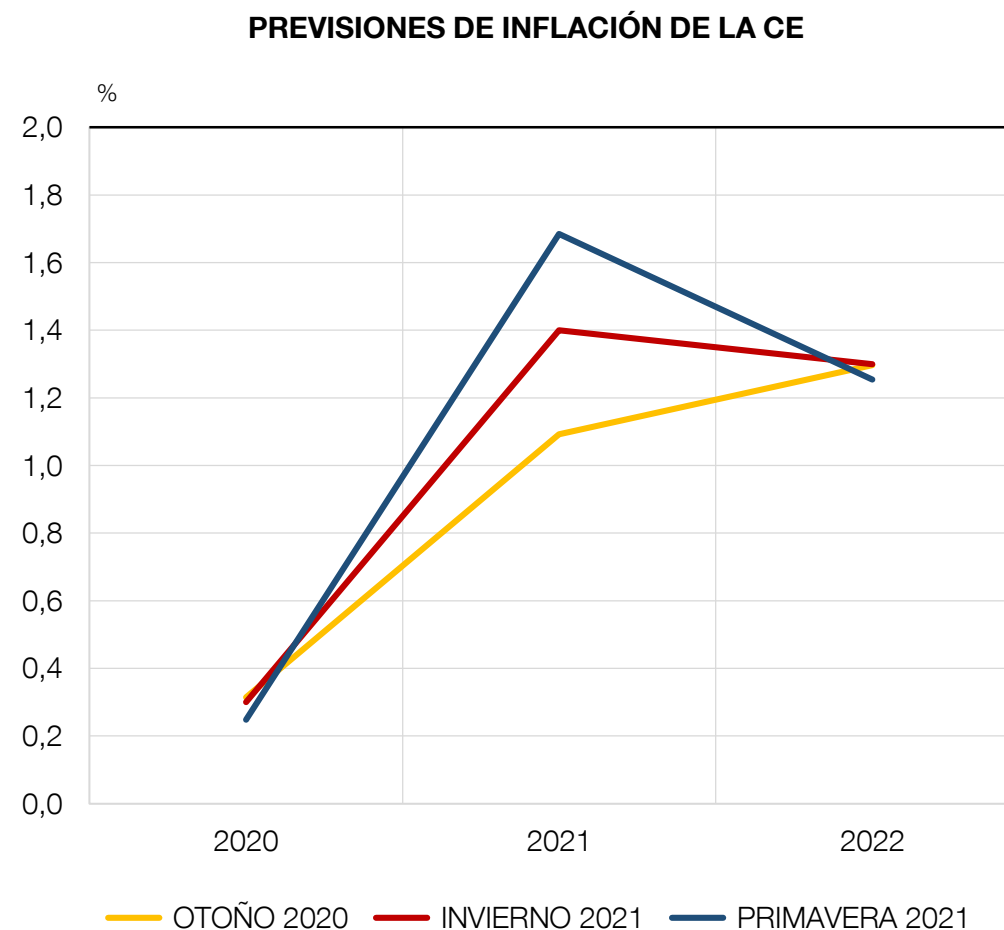
Fuente: Refinitiv Datastream. Última observación: 21/05/2021

# LAS PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN SON EL CRITERIO CLAVE PARA DETERMINAR SI LAS CONDICIONES DE FINANCIACIÓN SON FAVORABLES. EL STAFF PRESENTARÁ NUEVAS PROYECCIONES EN JUNIO

- 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



Fuente: Refinitiv Datastream y elaboración propia a partir de un modelo afín sobre swaps de inflación. Última observación: abr-2021.  
(a) Tipos forward implícitos a dos años dentro de dos años (datos a fin de mes)

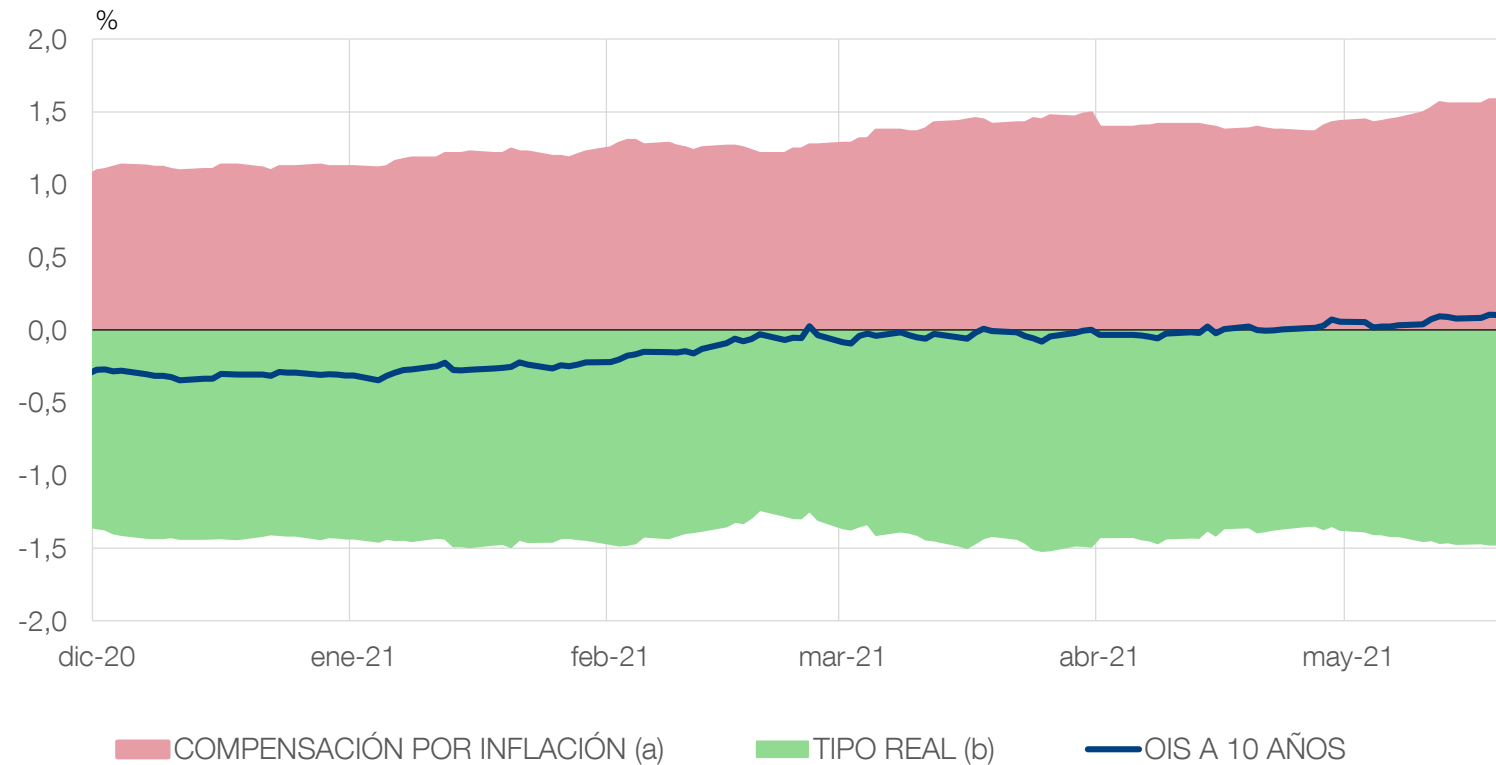


Fuente: Comisión Europea.



# EN UN CONTEXTO DE INFLACIÓN LEJOS DEL OBJETIVO, UN INCREMENTO DE LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN, SI LOS TIPOS NOMINALES SE MANTUVIERAN ESTABLES, GENERARÍA UNA CAÍDA DEL TIPO DE INTERÉS REAL QUE AYUDARÍA A ALCANZAR ANTES DICHO OBJETIVO

## TIPOS DE INTERÉS REALES Y NOMINALES A LARGO PLAZO. UEM



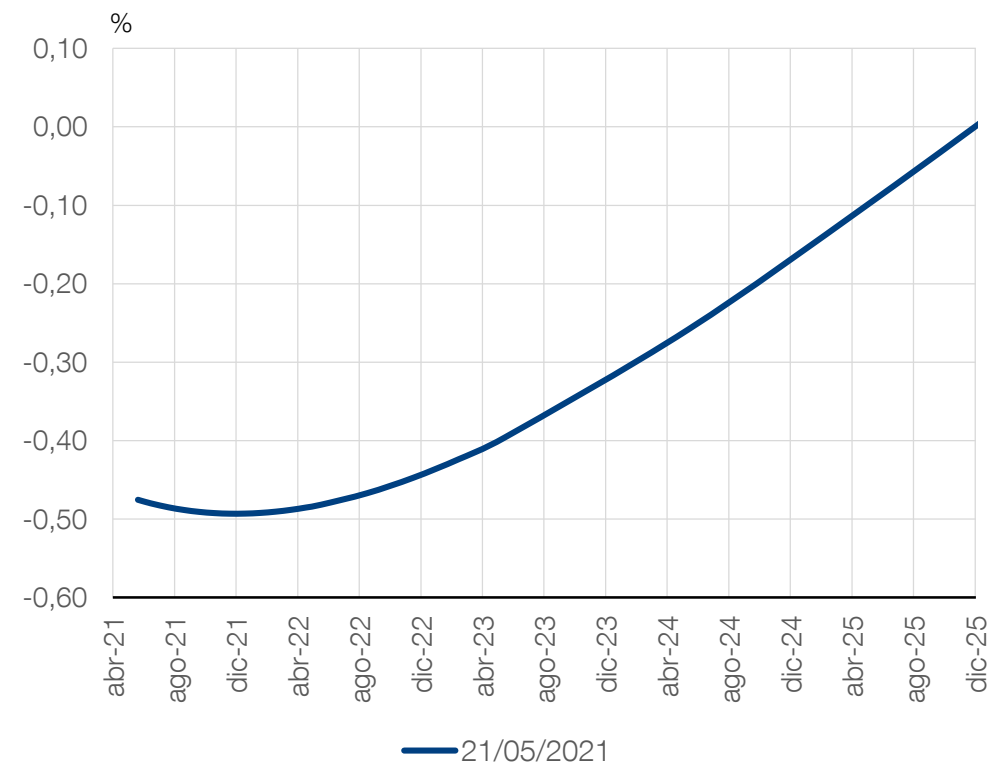
Fuente: Refinitiv Datastream. Última observación: 21/05/2021.

(a) La compensación por inflación es el Swap de inflación a 10 años.

(b) El tipo de interés real está calculado como el OIS a 10 años menos la compensación por 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: 21/05/2021.

GRACIAS POR SU ATENCIÓN

