

# EVOLUCIÓN RECIENTE, PERSPECTIVAS Y RETOS PARA LA EUROZONA EN UN ENTORNO GLOBAL CAMBIANTE

**ÓSCAR ARCE**

Director General de Economía y Estadística

CAP CORP/ 20 AÑOS

Madrid

7 de noviembre de 2019



- 1. El deterioro del entorno global**
- 2. La desaceleración del área del euro y la respuesta del BCE**
- 3. Desafíos para el área del euro en un entorno de bajo crecimiento, baja inflación y bajos tipos de interés**

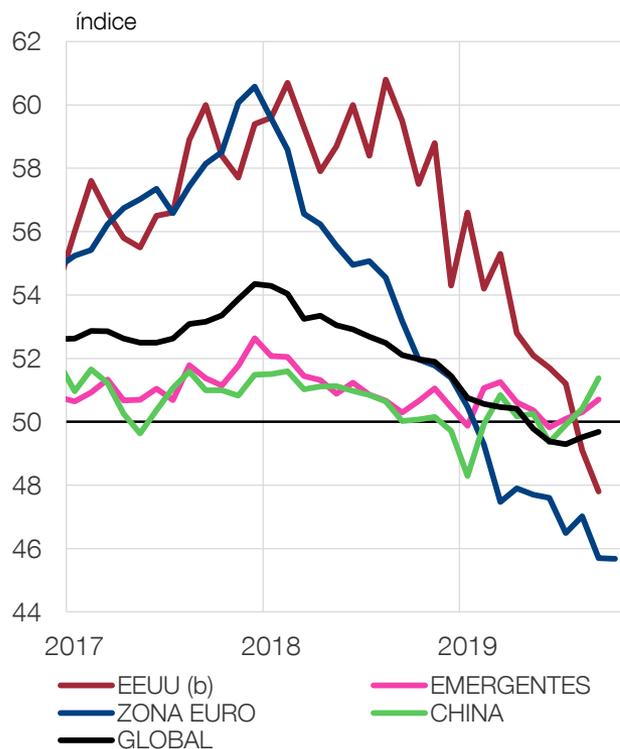
## **1. El deterioro del entorno global**

## 2. La desaceleración del área del euro y la respuesta del BCE

## 3. Desafíos para el área del euro en un entorno de bajo crecimiento, baja inflación y bajos tipos de interés

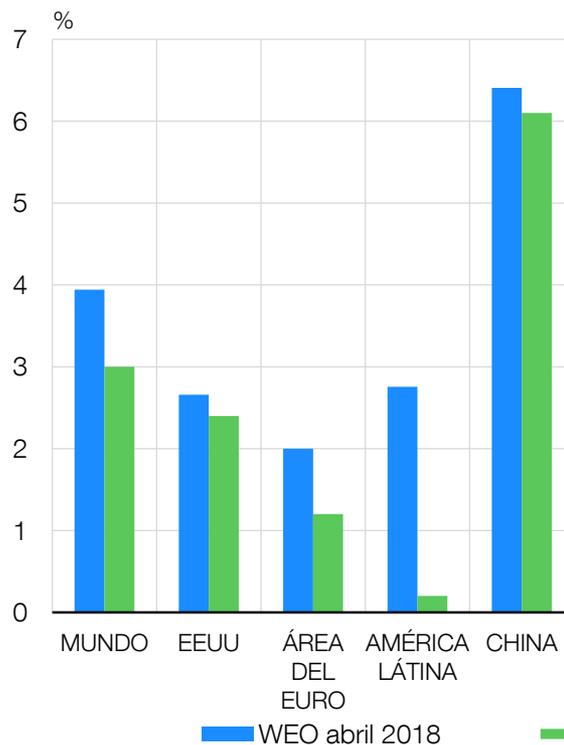
# EL ESCENARIO MACROECONÓMICO GLOBAL SE DEBILITA

## PMI MANUFACTURAS

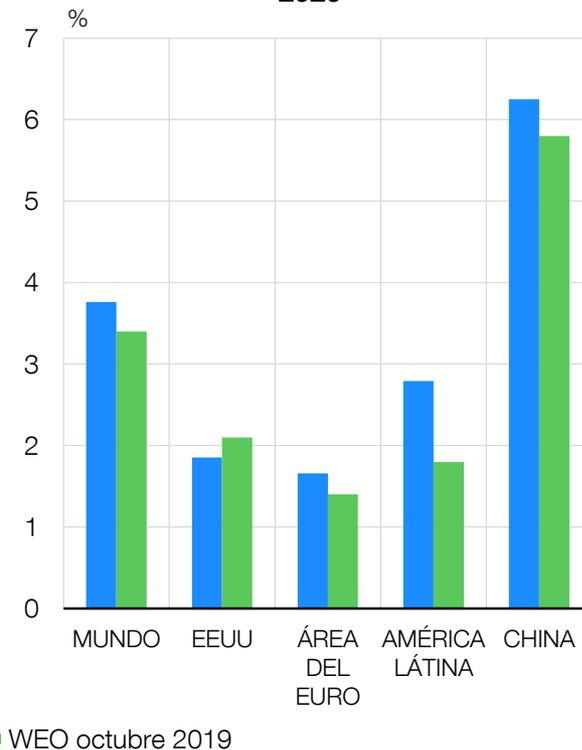


## PIB. PROYECCIONES DE CRECIMIENTO DEL FMI

2019

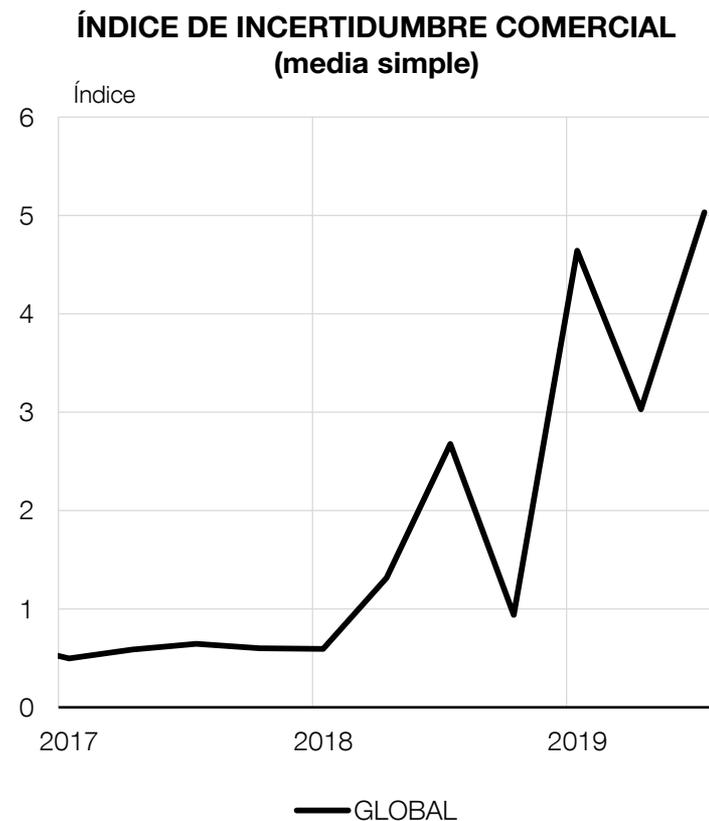
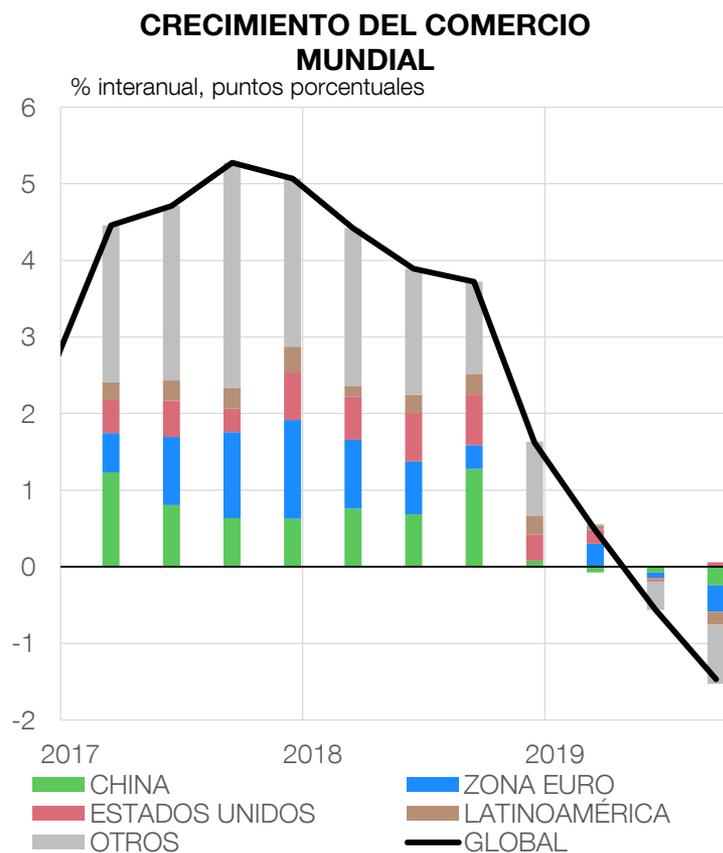


2020



Fuentes: Markit (en Estados Unidos se usa el ISM) y FMI. Última observación: septiembre de 2019 (octubre para el área del euro).

# LA MODERACIÓN DEL COMERCIO Y LA INCERTIDUMBRE PONEN FRENO A LA ACTIVIDAD ECONÓMICA GLOBAL



Fuentes: CPB, Markit y Hites Ahir, Nicholas Bloom y Davide Furceri (2018).

Última observación, comercio: agosto de 2019 (el dato de 3T se refiere al promedio de junio, julio y agosto), PMI: septiembre de 2019 (octubre de 2019 para área del euro y Estados Unidos), e incertidumbre: 2T 2019

1. El deterioro del entorno global

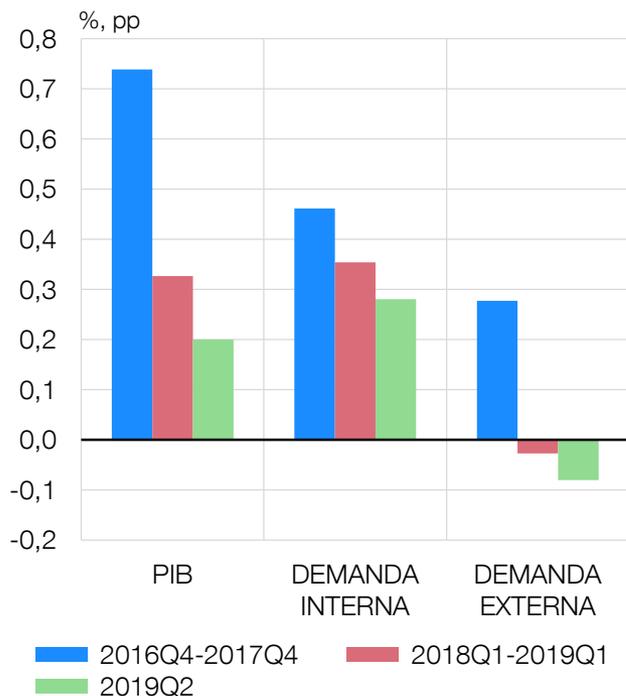
**2. La desaceleración del área del euro y la respuesta del BCE**

3. Desafíos para el área del euro en un entorno de bajo crecimiento, baja inflación y bajos tipos de interés

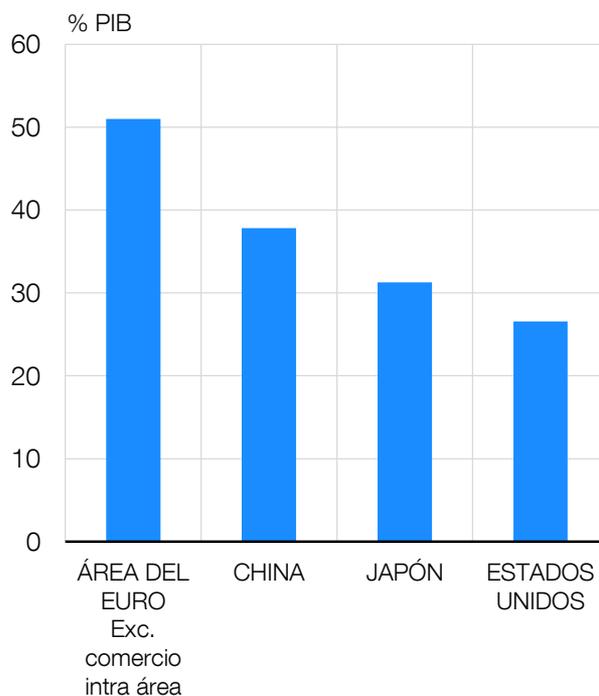
# DESACELERACIÓN ACUSADA EN LA ZONA DEL EURO, POR EL CONTEXTO EXTERIOR DE INCERTIDUMBRE COMERCIAL Y GEOPOLÍTICA

**UEM. PIB Y CONTRIBUCIONES POR COMPONENTES**

Crecimiento intertrimestral medio

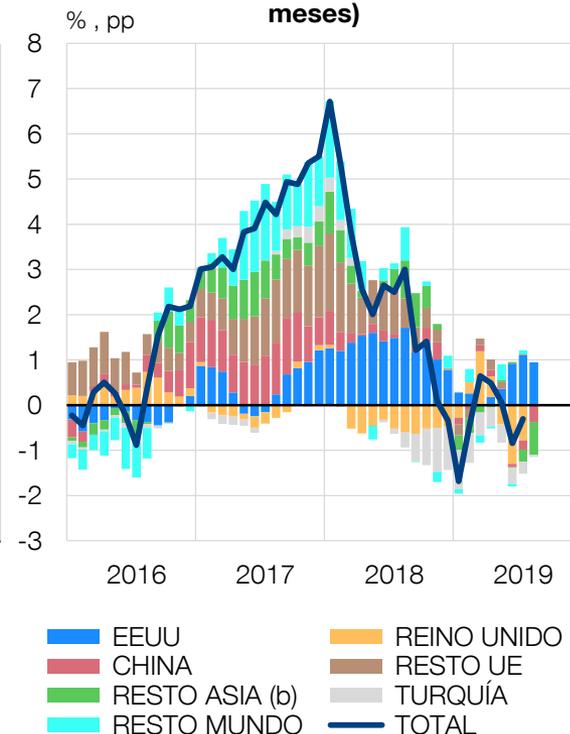


**GRADO DE APERTURA (2017)**  
(Exportaciones e importaciones)



**EXPORTACIONES DE BIENES EXTRA UEM POR ÁREAS GEOGRÁFICAS**

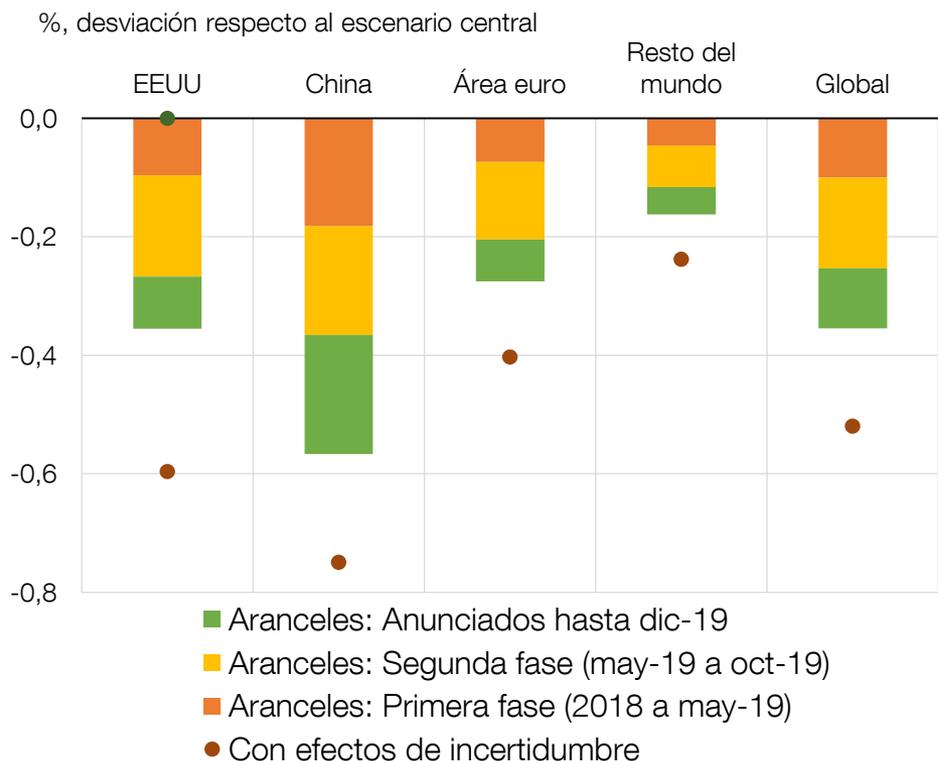
Volumen. Crecimiento interanual (mm3 meses)



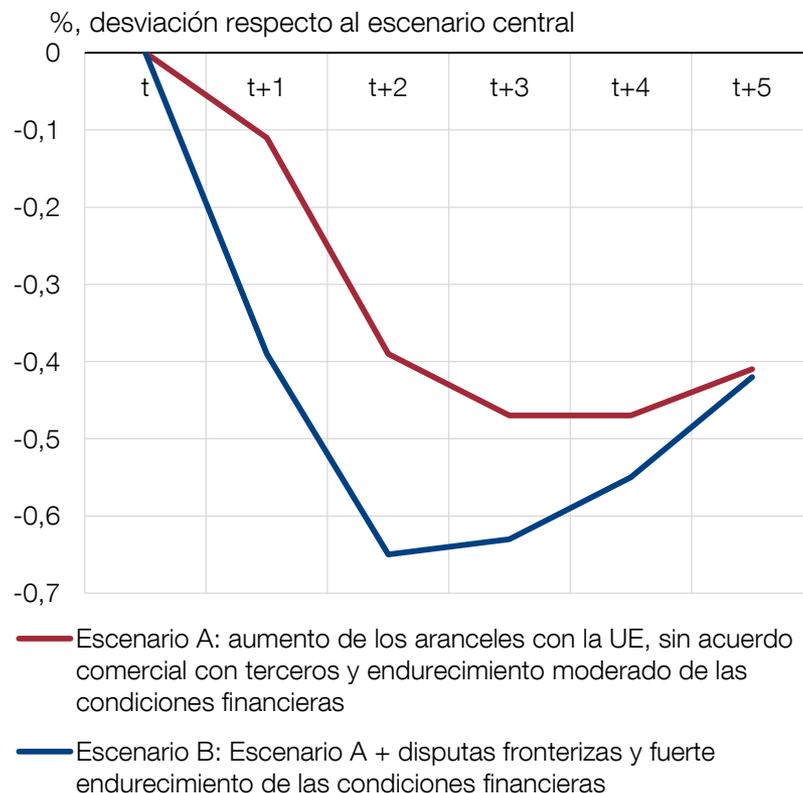
Fuentes: WTO y Eurostat.  
(b) Excluido Oriente medio

# EL IMPACTO DE LA GUERRA COMERCIAL ESTÁ SIENDO ELEVADO. EL IMPACTO POTENCIAL DE UN BREXIT SIN ACUERDO SERÍA TAMBIÉN ALTO

## TENSIONES COMERCIALES: EFECTO SOBRE EL PIB EN 4T 2021

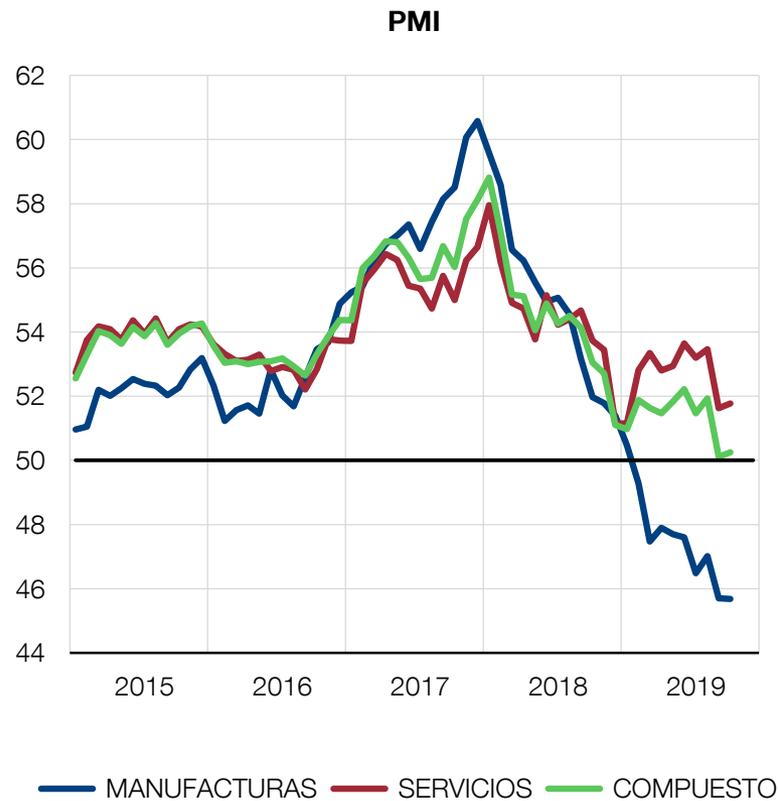
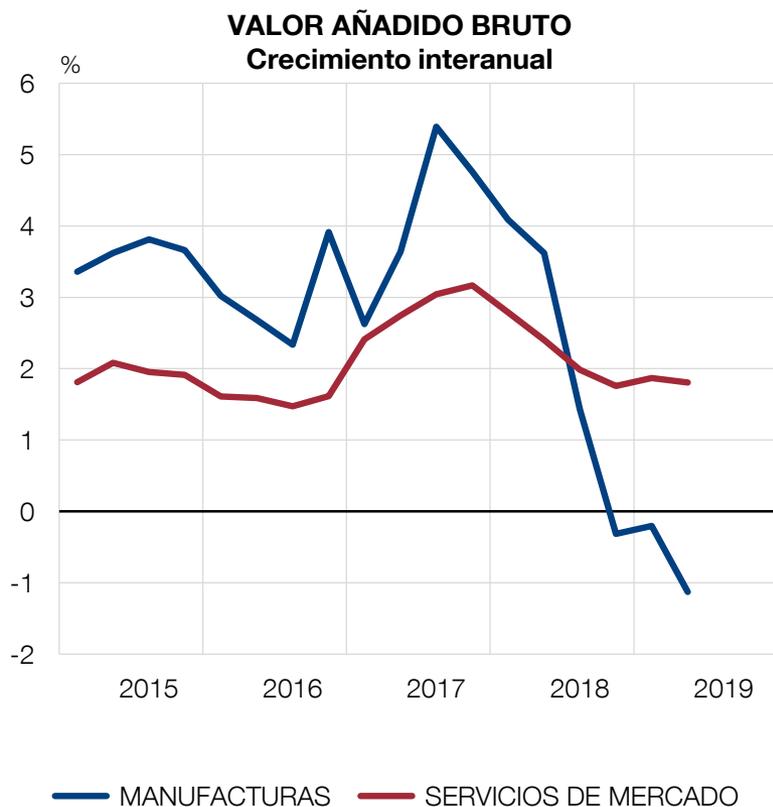


## UE: IMPACTO SOBRE EL PIB DE UN BREXIT SIN ACUERDO



Fuentes: Banco de España (guerra comercial) y FMI (brexit).

# LA DESACELERACIÓN INDUSTRIAL COMIENZA A TRASLADARSE A LOS SERVICIOS ...

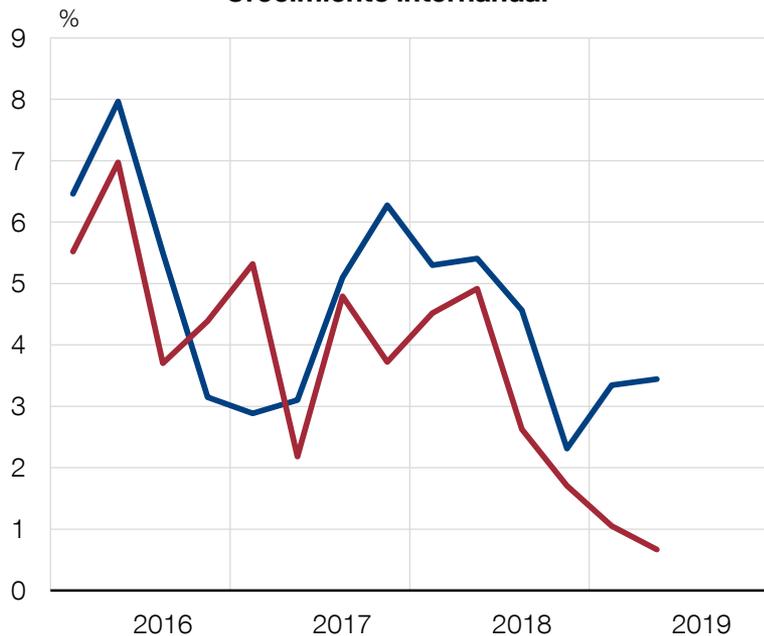


Fuentes: Eurostat y Markit. Última observación: VAB (2019 Q2) y PMI (octubre)

# ...Y LA DEMANDA DOMÉSTICA Y EL EMPLEO TAMBIÉN DAN MUESTRAS DE MODERACIÓN

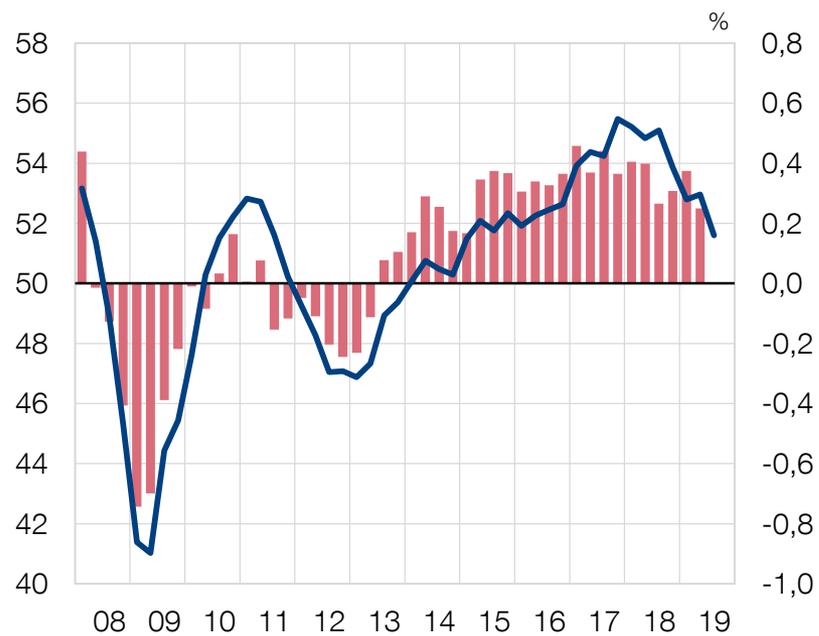
## ÁREA DEL EURO

### UEM. GASTO PRIVADO DE LARGO PLAZO Crecimiento interanual



— FBCF MAQUINARIA Y EQUIPO  
— GASTO DE HOGARES EN BIENES DURADEROS

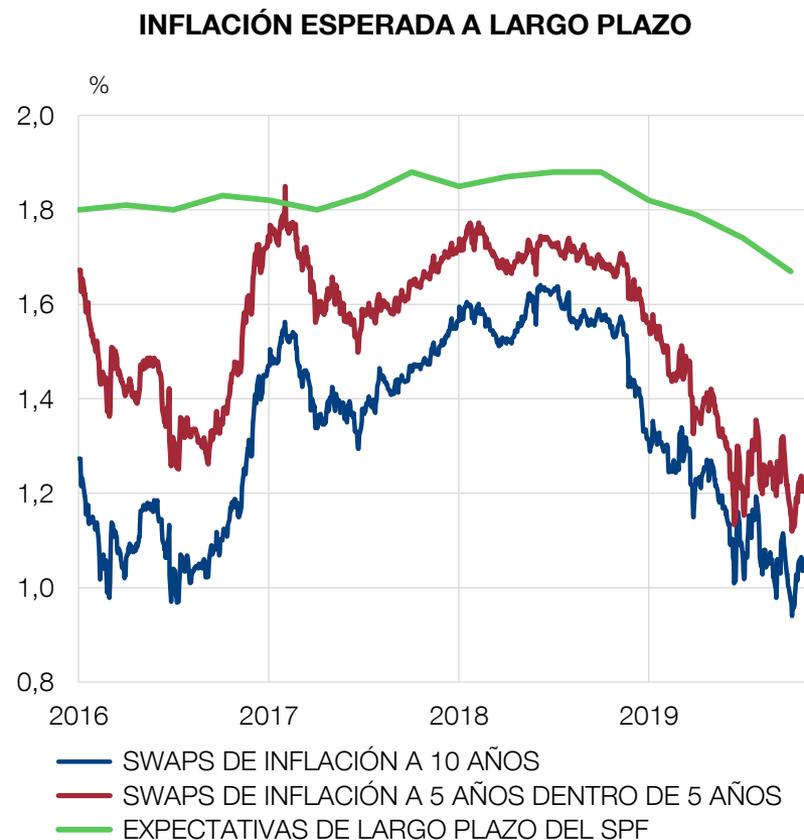
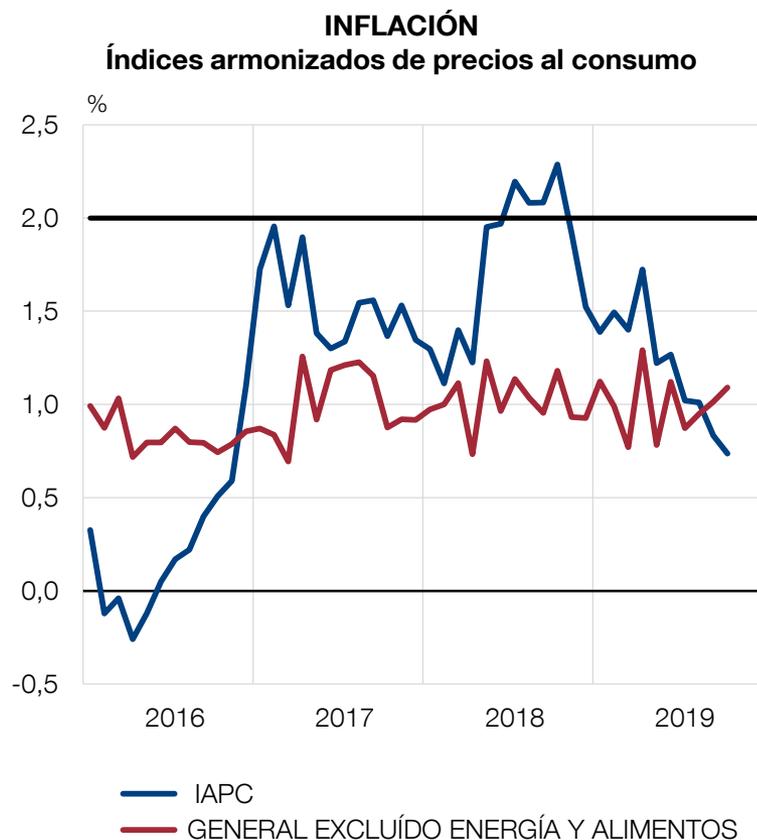
### EMPLEO



■ EMPLEO (Crecimiento intertrimestral) (Esc.dcha.)  
— PMI COMPUESTO EMPLEO

Fuentes: Eurostat y Markit. Última observación: gasto privado y empleo (2019 Q2) y PMI (octubre)

# LAS PRESIONES INFLACIONISTAS EN LA ZONA DEL EURO SIGUEN SIENDO MUY DÉBILES...

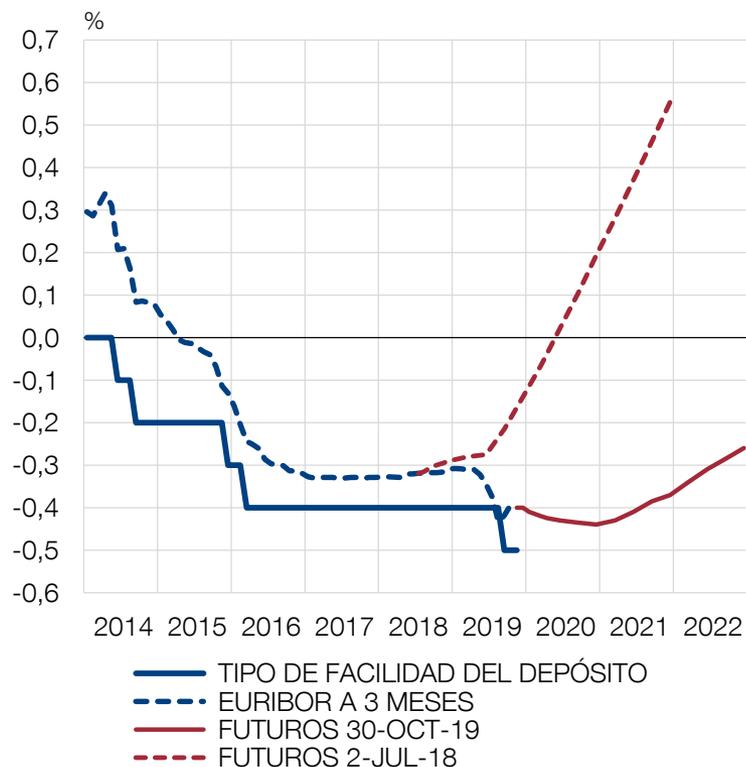


Fuentes: Eurostat y BCE. Última información: IAPC (preliminar de octubre), SPF (2019 Q4) y swaps (30 de octubre)

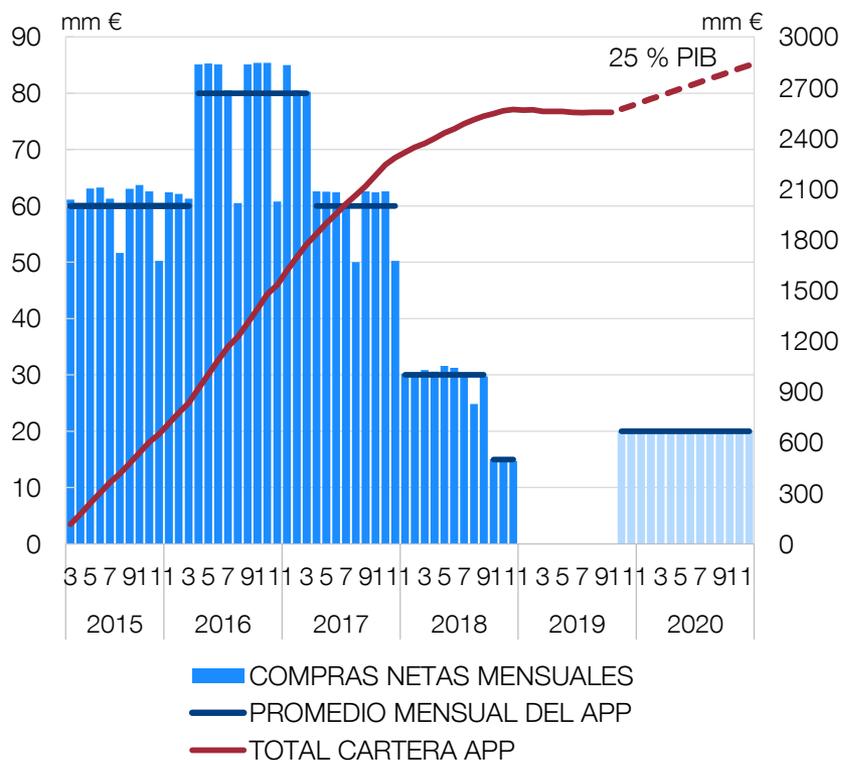
# ...LO QUE HA LLEVADO AL BCE A REFORZAR SU POLÍTICA MONETARIA EXPANSIVA...

- Reducción del tipo de la facilidad de depósito (con medida mitigante sobre los bancos)
- Refuerzo del *forward guidance* en la fijación de tipos
- Mejora condiciones de TLTRO-III y reanudación de compras de activos (APP)

**TIPO DE LA FACILIDAD DE DEPÓSITO Y FUTUROS DEL EURIBOR 3 MESES**



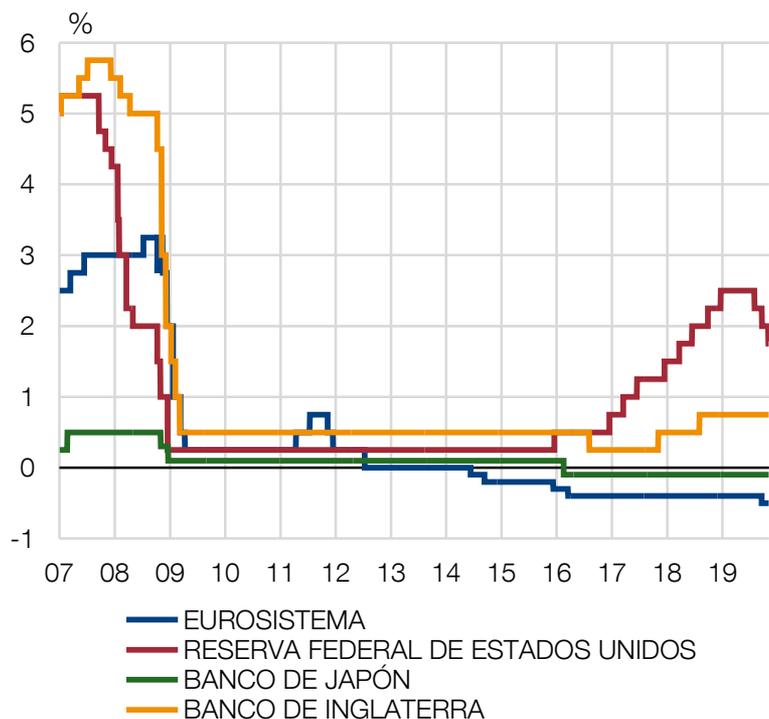
**PROGRAMA DE COMPRAS DE ACTIVOS (APP)  
Compras netas mensuales y tamaño cartera**



Fuentes: BCE y Thomson Reuters

# ...HASTA ALCANZAR UN VOLUMEN DE ESTÍMULO MONETARIO MUY NOTABLE...

## TIPOS DE INTERÉS OFICIALES



## BALANCE DE BANCOS CENTRALES

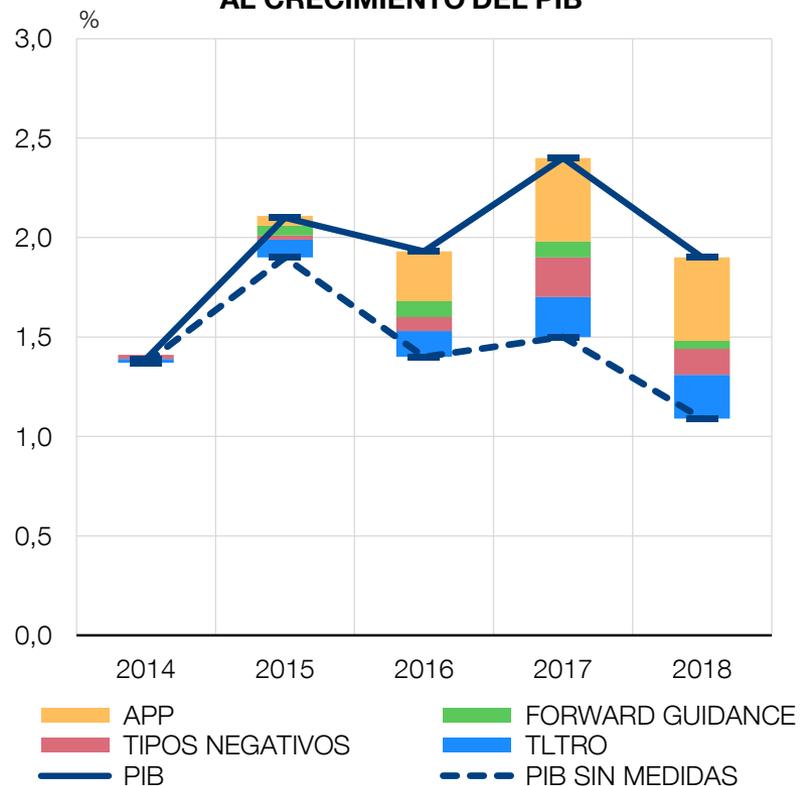


Fuentes: Thomson Reuters Datastream, Banco Central Europeo.

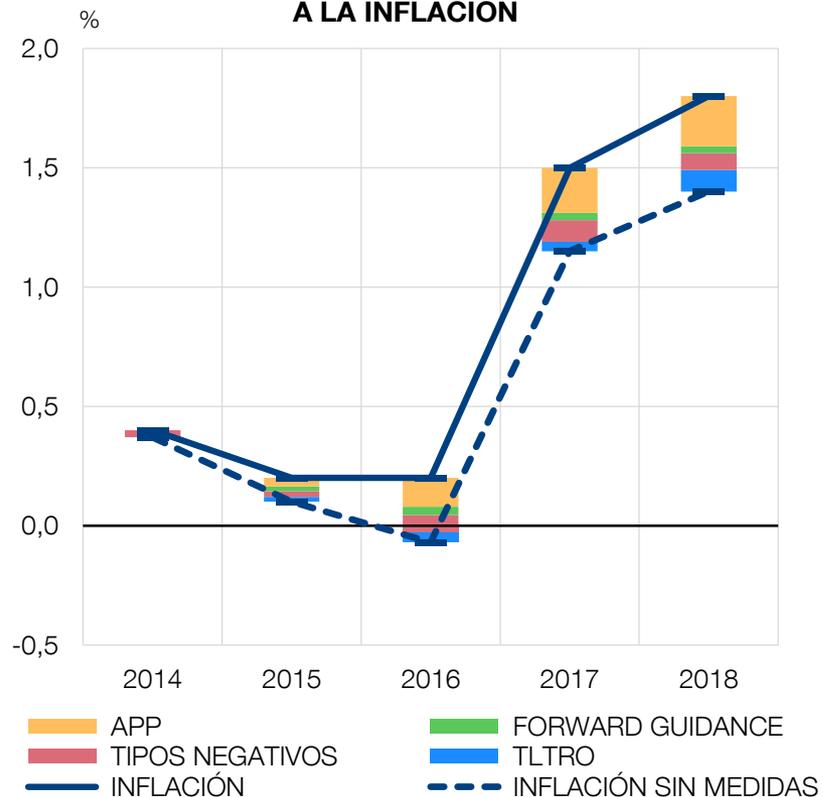
Últimas observaciones: Tipos: Noviembre; Balance: Eurosistema, 24 octubre 2019; FED, 23 octubre 2019; BoJ, 21 octubre 2019; BoE, 23 octubre 2019.

# ...CON UN IMPACTO CONSIDERABLE SOBRE LA ACTIVIDAD Y LOS PRECIOS

## CONTRIBUCIÓN DE LAS MEDIDAS NO CONVENCIONALES AL CRECIMIENTO DEL PIB



## CONTRIBUCIÓN DE LAS MEDIDAS NO CONVENCIONALES A LA INFLACIÓN

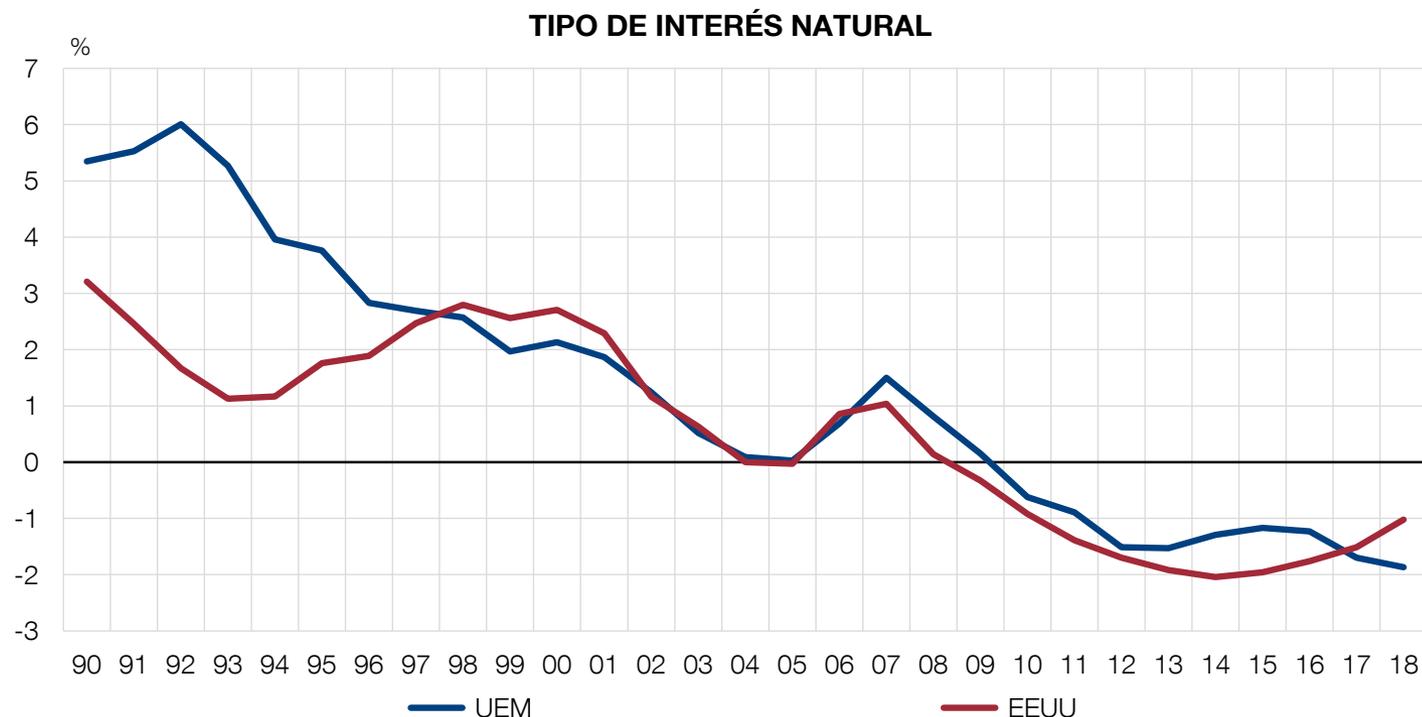


Fuente: Philip R. Lane "Monetary Policy and Below-Target Inflation", Helsinki, 2 de julio de 2019

1. El deterioro del entorno global
2. La desaceleración del área del euro y la respuesta del BCE
- 3. Desafíos para el área del euro en un entorno de bajo crecimiento, baja inflación y bajos tipos de interés**

# EL ENTORNO DE BAJO CRECIMIENTO E INFLACIÓN TIENE RAÍCES QUE NO SON EXCLUSIVAMENTE MONETARIAS....

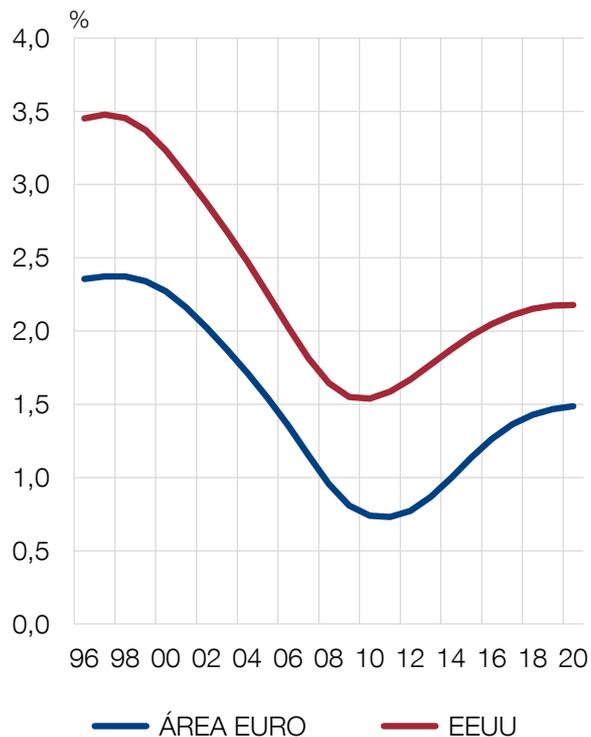
- El tipo de interés natural ( $r^*$ ) determina el tipo de interés “objetivo” de la política monetaria
- $r^*$  ha caído por factores demográficos (e.g. Eggertsson&Mehrotra, 2014), crecimiento bajo de productividad (Gordon, 2015), escasez activos seguros (Caballero&Farhi, 2017), etc.
- Un  $r^*$  muy bajo (negativo?) plantea retos importantes para la política monetaria (*zero/effective lower bound, reversal rate...*):
  - Revisión de la estrategia de política monetaria en algunas economías avanzadas (Párraga et al 2019)



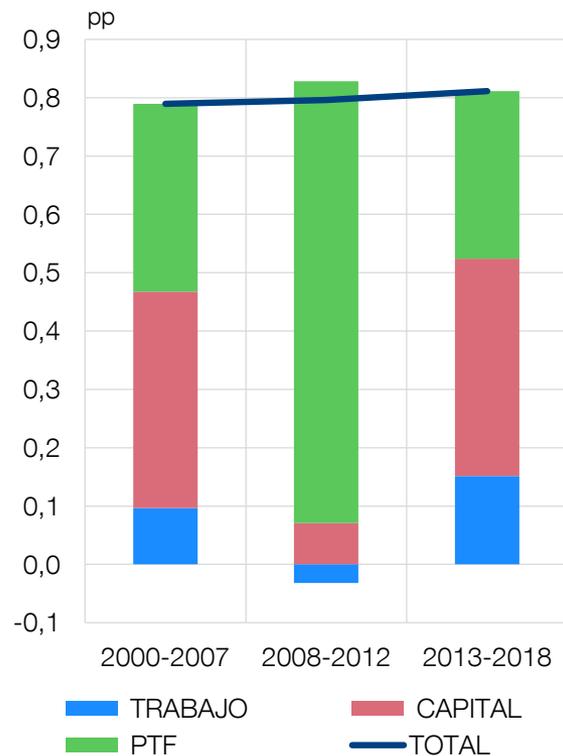
Fuente: Banco de España, Informe Anual 2018 basado en el modelo de Fiorentini, Galesi y Pérez-Quirós (2018)

# ¿QUÉ HAY DETRÁS DE LA CAÍDA DE $r^*$ ? DEMOGRAFÍA Y PRODUCTIVIDAD, ENTRE OTROS FACTORES

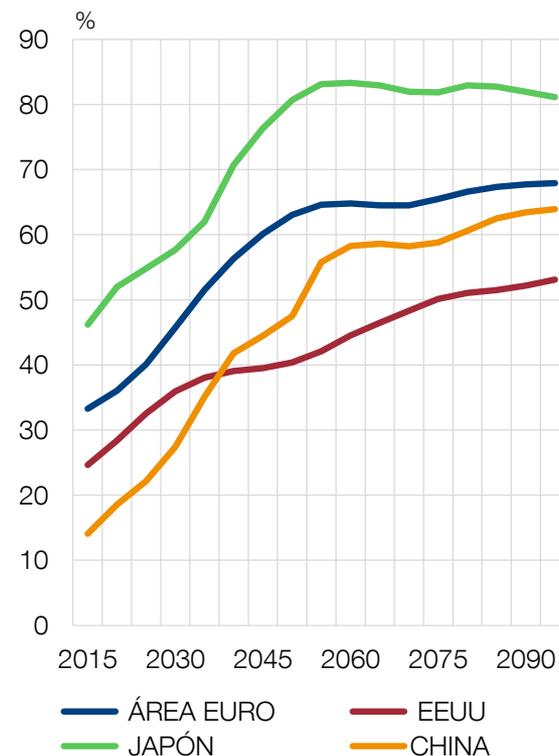
### CRECIMIENTO DEL PIB POTENCIAL



### DIFERENCIAL DE CRECIMIENTO DEL PIB POTENCIAL EEUU - UEM



### RATIO DE DEPENDENCIA 65 años o más / 20-64 años



Fuentes: Comisión Europea y Naciones Unidas

# ESTA SITUACIÓN REQUIERE DE UN POLICY-MIX MÁS AMPLIO Y AMBICIOSO, EN TRES FRENTERES

## 1. Fomentar la capacidad de crecimiento a largo plazo:

- **Políticas estructurales** que mejoren el funcionamiento de los principales mercados de factores y productos (Andrés, Arce y Thomas, 2017)
- **Una agenda de crecimiento a largo plazo genuinamente europea** (transición energética y sostenibilidad medioambiental, transición tecnológica, ...)

## 2. Progresar y culminar la arquitectura institucional de la UEM:

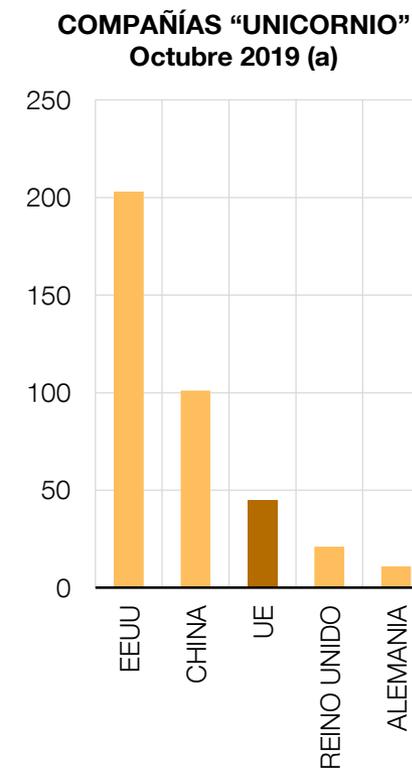
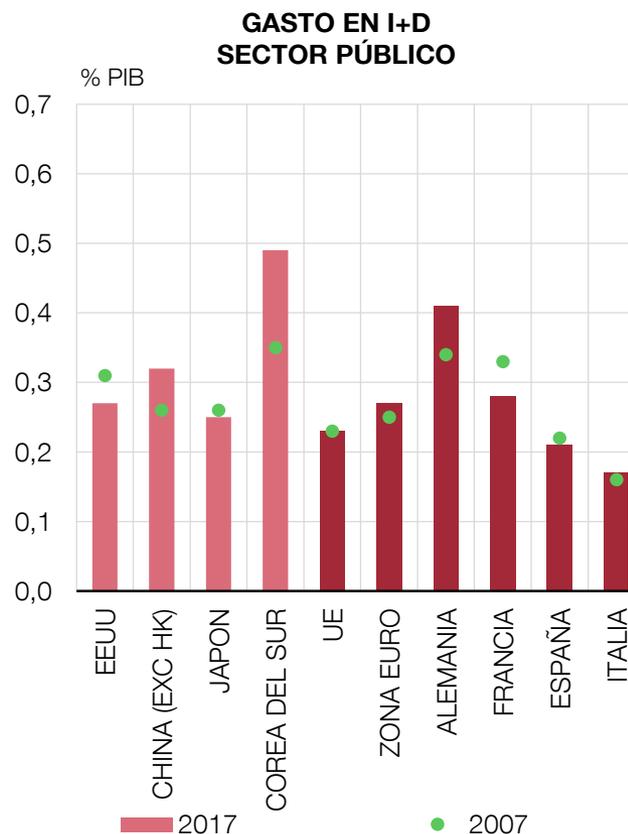
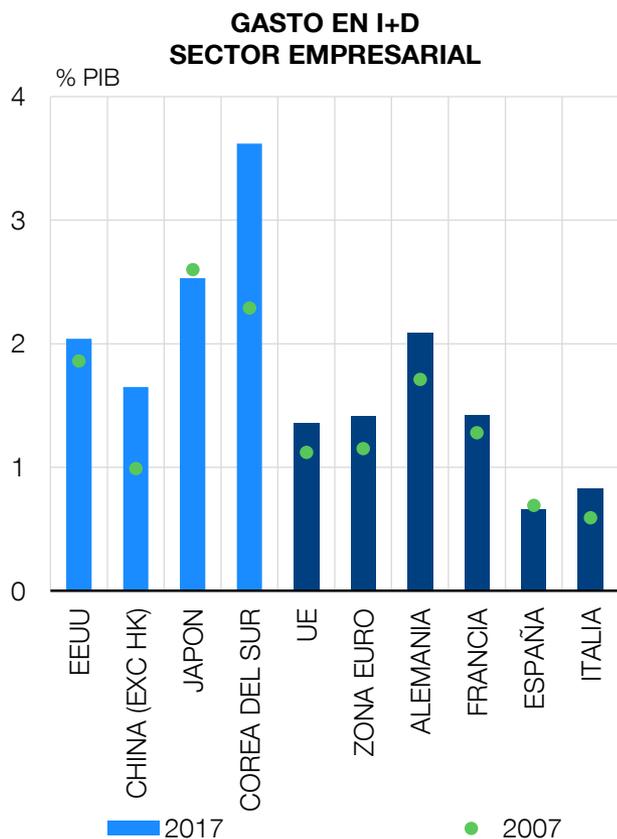
- **Completar la Unión Bancaria** para avanzar hacia un sector bancario paneuropeo
- **Avanzar en la Unión de Mercado de Capitales** como instrumento de para una mejor asignación y diversificación de riesgos.
- **Crear un activo de libre de riesgo verdaderamente europeo**

## 3. Desarrollar una capacidad de estabilización cíclica común:

- **Introducir elementos de aseguramiento contracíclico supranacionales**
- **Aprovechar las sinergias positivas** entre las reformas estructurales y las políticas expansivas de demanda (Arce, Hurtado y Thomas, 2016; Andrés, Arce, Hurtado, Fdez-Villaverde 2019)

# EUROPA SIGUE ALEJADA DE SUS COMPETIDORES TANTO EN GASTO EN INNOVACIÓN COMO EN EMPRENDIMIENTO...

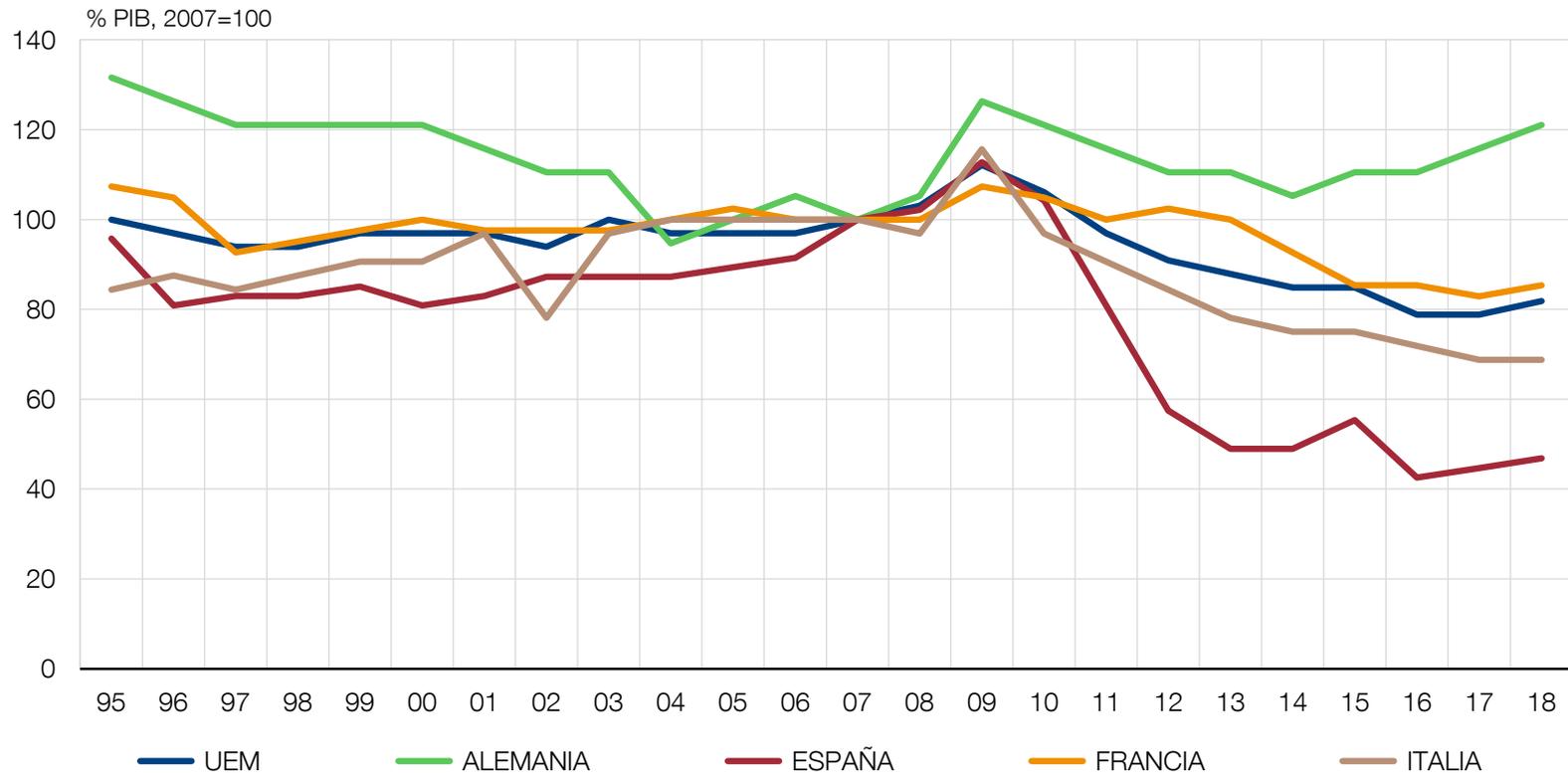
- La fragmentación de los mercados en la UE – requisitos legales y normativos, fiscalidad– es una barrera para el crecimiento de las empresas
- La financiación bancaria predominante en la UE no siempre es la más adecuada para financiar las actividades de más riesgo



Fuentes: CB-insights y Eurostat

(a) Empresas tecnológicas que superan los 1000 millones de dólares

## INVERSIÓN PÚBLICA

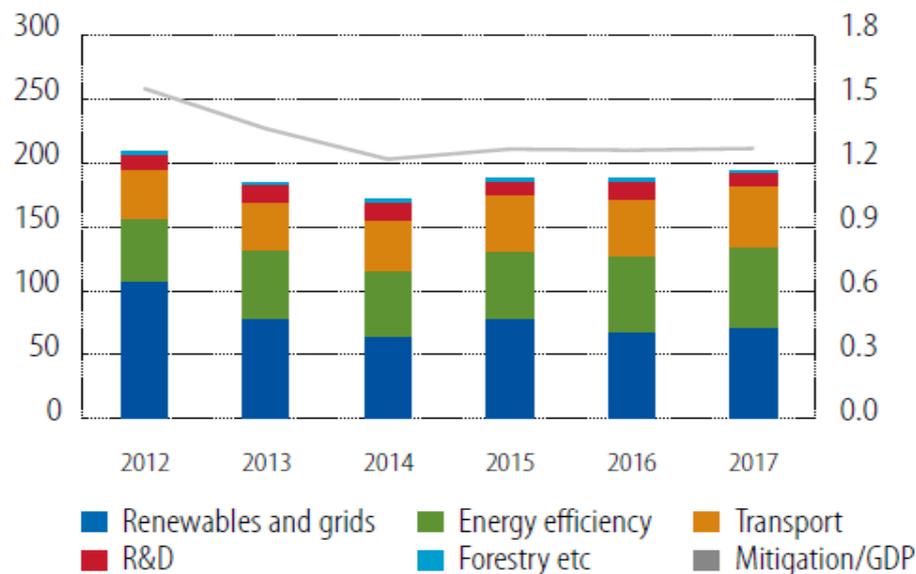


Fuente: Eurostat

# ... QUE SE EXTIENDE A OTRAS ÁREAS CLAVE COMO LA LUCHA CONTRA EL CAMBIO CLIMÁTICO

- La inversión de la UE para mitigar el cambio climático está estancada desde 2014

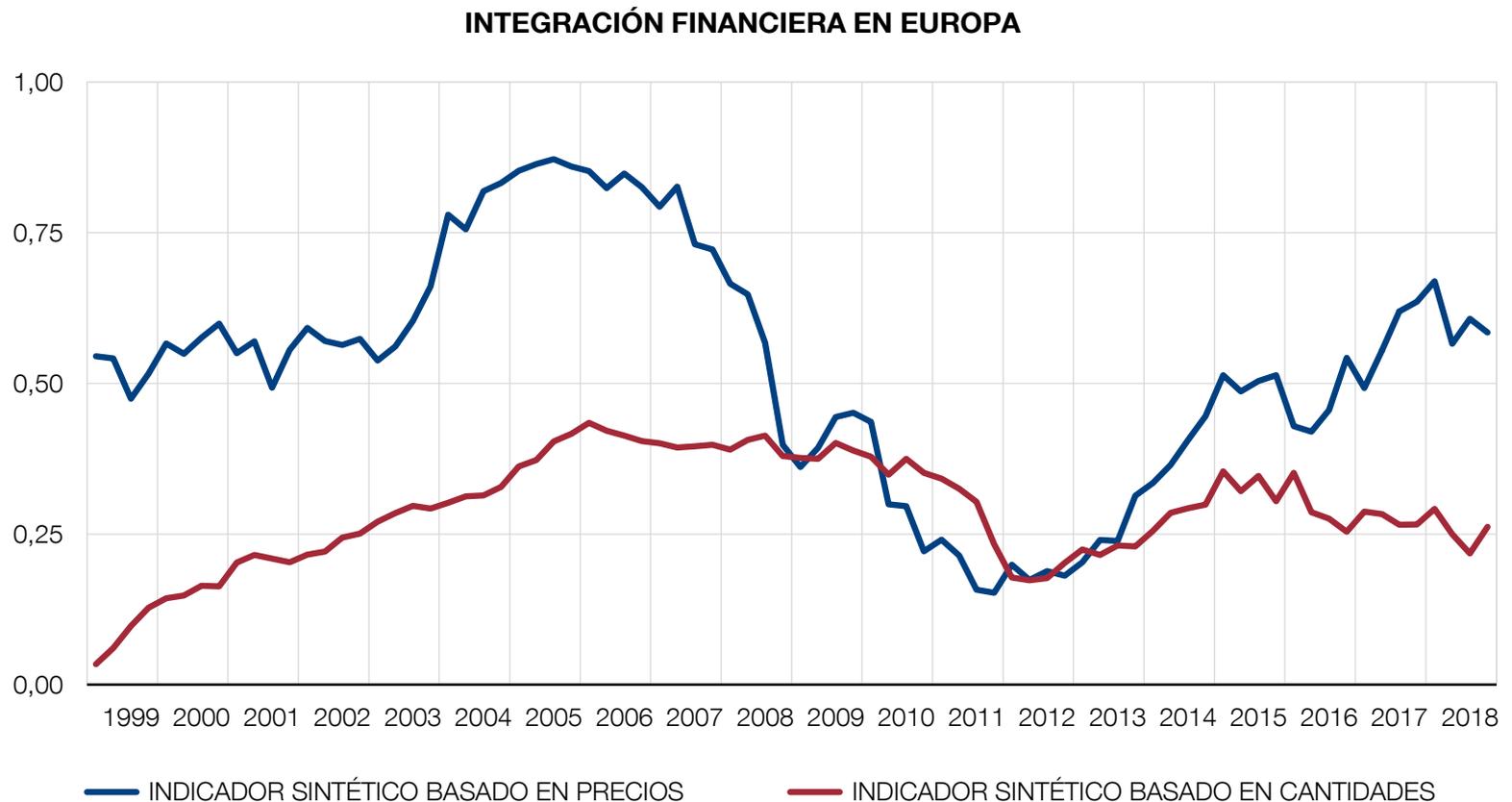
**Climate change mitigation investment in the EU** (EUR bn (lhs), % of GDP (rhs))



Fuente: European Investment Bank. Investment Report 2018/2019

# LA NECESIDAD DE AVANZAR EN LA UNIÓN BANCARIA Y EN EL MERCADO ÚNICO DE CAPITALES

- Reducir la fragmentación de los mercados y ampliar la disponibilidad de recursos para inversiones de mayor riesgo

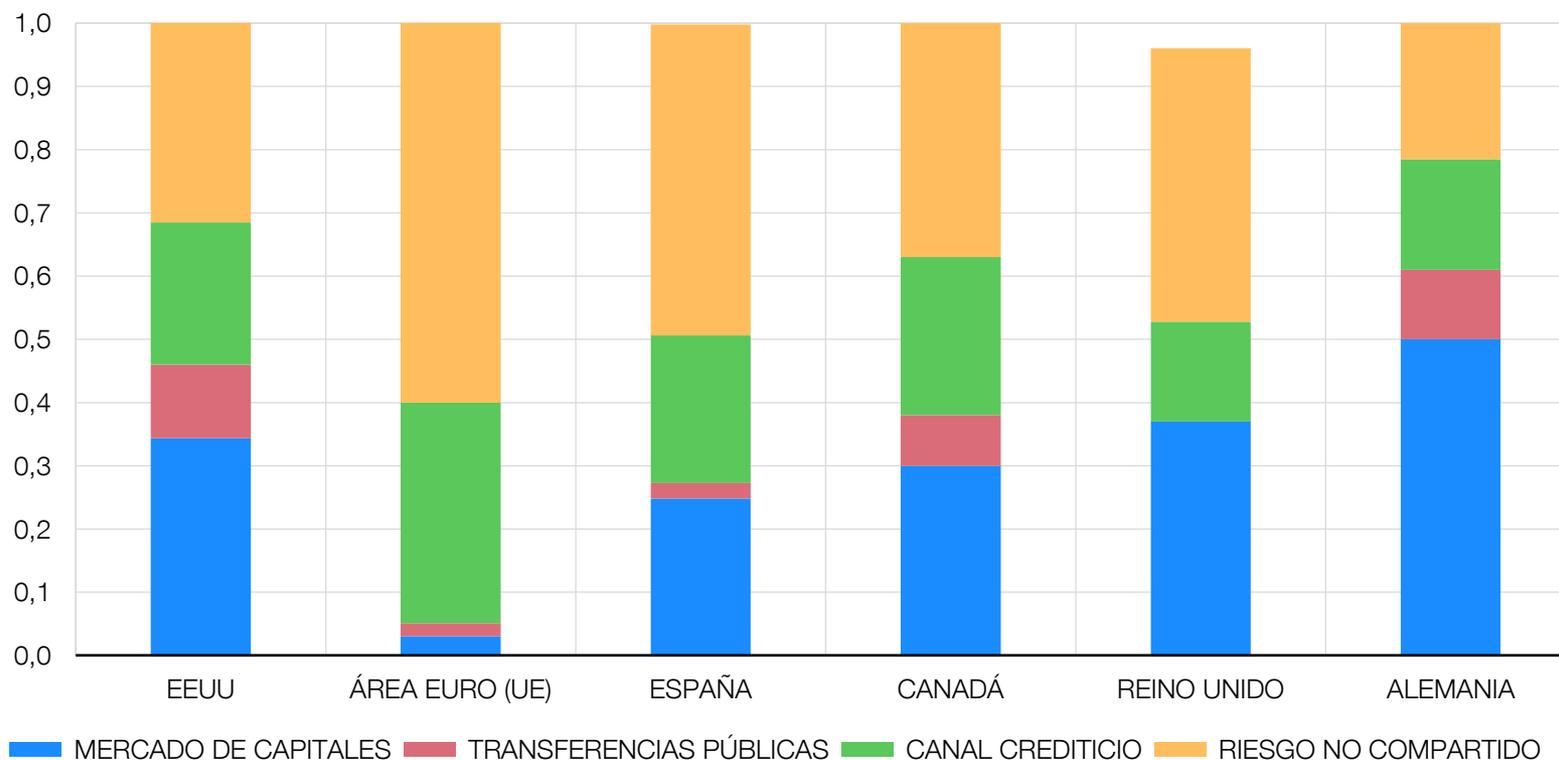


Fuente: BCE

# EN LA UEM LOS MECANISMOS DE MUTUALIZACIÓN DE RIESGOS SON MENOS POTENTES

- Potenciar los canales privados financieros para mejorar la compartición de riesgos también reforzará la estabilidad macroeconómica del área monetaria

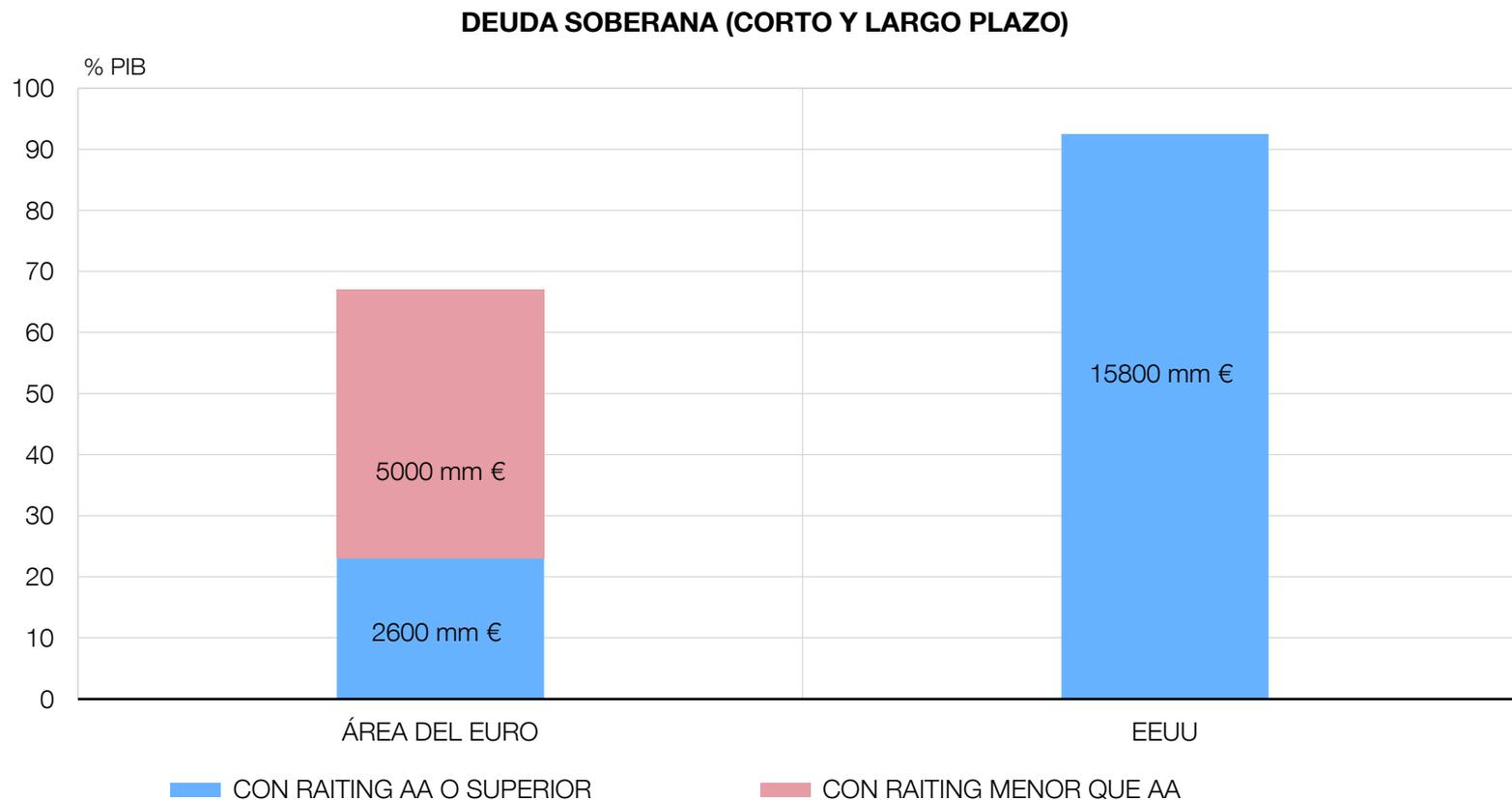
POTENCIA DE LOS CANALES DE RISK-SHARING



Fuente: Cimadomo et al (2019).

# ESCASEZ DE ACTIVOS SIN RIESGO EN LA ZONA DEL EURO

- La distribución de la oferta de activos seguros entre países miembros es muy desigual, con dinámicas, en ocasiones, desestabilizadoras



Fuente: MPRA, paper nº 95748, Giudice et al (2019). <https://mpr.a.ub.uni-muenchen.de/95748/>

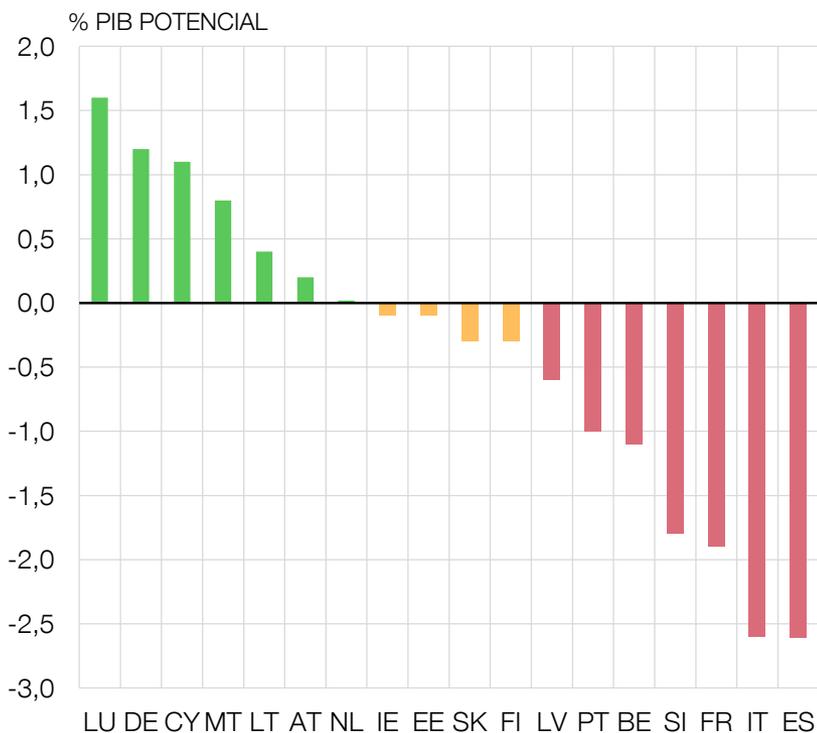
# EL NUEVO BICC VA EN LA BUENA DIRECCIÓN .... PERO ES INSUFICIENTE COMO MECANISMO DE ESTABILIZACIÓN MACROECONÓMICA

## BICC: Instrumento Presupuestario de Convergencia y Competitividad para la zona euro

Objetivo	Promover la convergencia y competitividad de los países, a través de reformas estructurales e inversiones públicas
Financiación	- Presupuesto comunitario - Los proyectos son co-financiados por los gobiernos nacionales (en un 25% en circunstancias económicas normales)
Cuándo	No antes de 2021
Dotación	A decidir en la negociación del Marco Financiero Plurianual 2021-2027 - cifras orientativas: 25 mm euros, 17 mm para países del euro-
Gobernanza comunitaria	Vinculado al semestre europeo
Elementos de estabilización	- En circunstancias económicas adversas la cofinanciación de los gobiernos nacionales se reduce (12,5%) - Una parte de la dotación (hasta un 20%) se utilizará de manera flexible para atender perturbaciones específicas de los países

# LA UTILIZACIÓN DEL ESPACIO FISCAL PUEDE JUGAR UN PAPEL ESTABILIZADOR A CORTO PLAZO

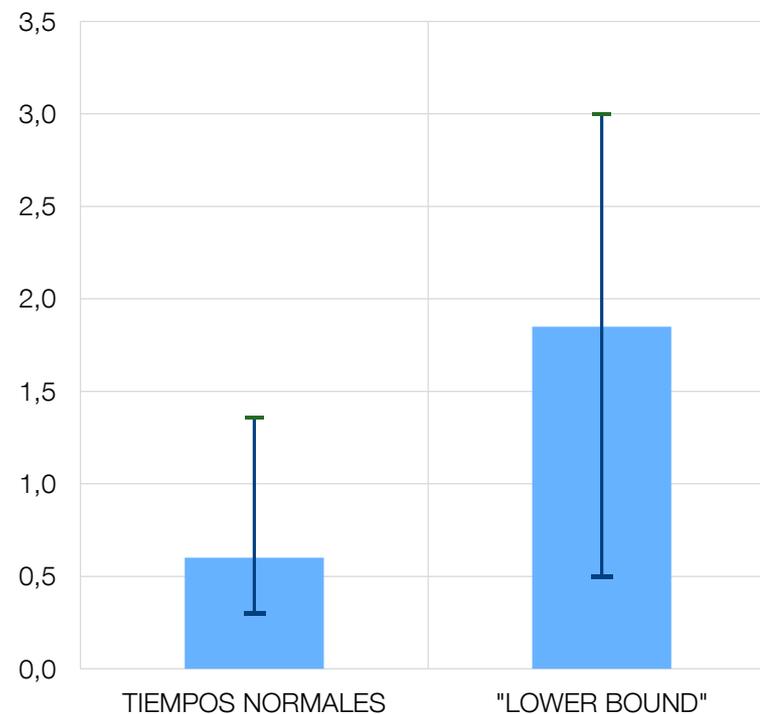
## ESPACIO FISCAL (a)



(a) Distancia entre el saldo estructural y el objetivo de medio plazo (MTO) de cada país

Fuentes: Comisión Europea y Ramey (2019)

## MULTIPLICADORES DEL GASTO PÚBLICO



GRACIAS POR SU ATENCIÓN

