

# LA POLÍTICA MONETARIA EN LA ZONA EURO: RETROSPECTIVA Y PERSPECTIVAS

José Viñals  
Banco de España

Barcelona 15 de mayo 2001

# LA POLÍTICA MONETARIA EN LA ZONA EURO

- Retrospectiva
  - El marco general
  - Valoración de la política monetaria única
- Perspectivas
  - Algunas claves para entender la política monetaria en 2001
  - La zona del euro frente a Estados Unidos

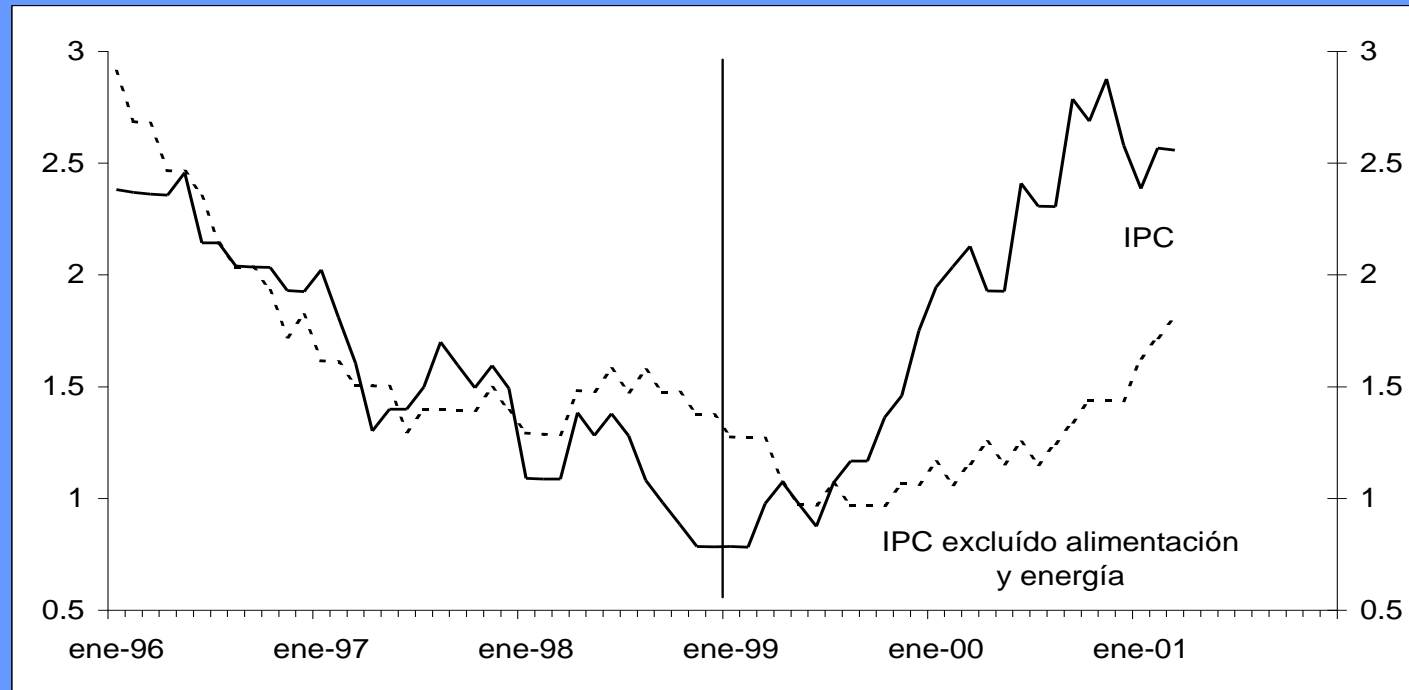
# LA POLÍTICA MONETARIA EUROPEA: EL MARCO GENERAL

- Objetivo ⇨ estabilidad de precios
  - inflación anual por debajo del 2%
  - consecución a medio plazo
- Toma de decisiones ⇨ perspectivas de precios
  - primer pilar: agregados monetarios y crediticios
    - M3 - 4,5% (valor de referencia)
  - segundo pilar: conjunto de indicadores económicos y financieros
    - Proyección de precios a medio plazo - 2% (estabilidad de precios)

# VALORACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA ÚNICA

- Ha funcionado, en conjunto, satisfactoriamente aunque hay cosas mejorables
  - estabilidad de precios
  - actividad económica
  - decisiones de tipos de interés
  - asimetrías
  - transparencia
  - tipo de cambio del euro

## UEM: VARIACIÓN INTERANUAL DE LOS PRECIOS



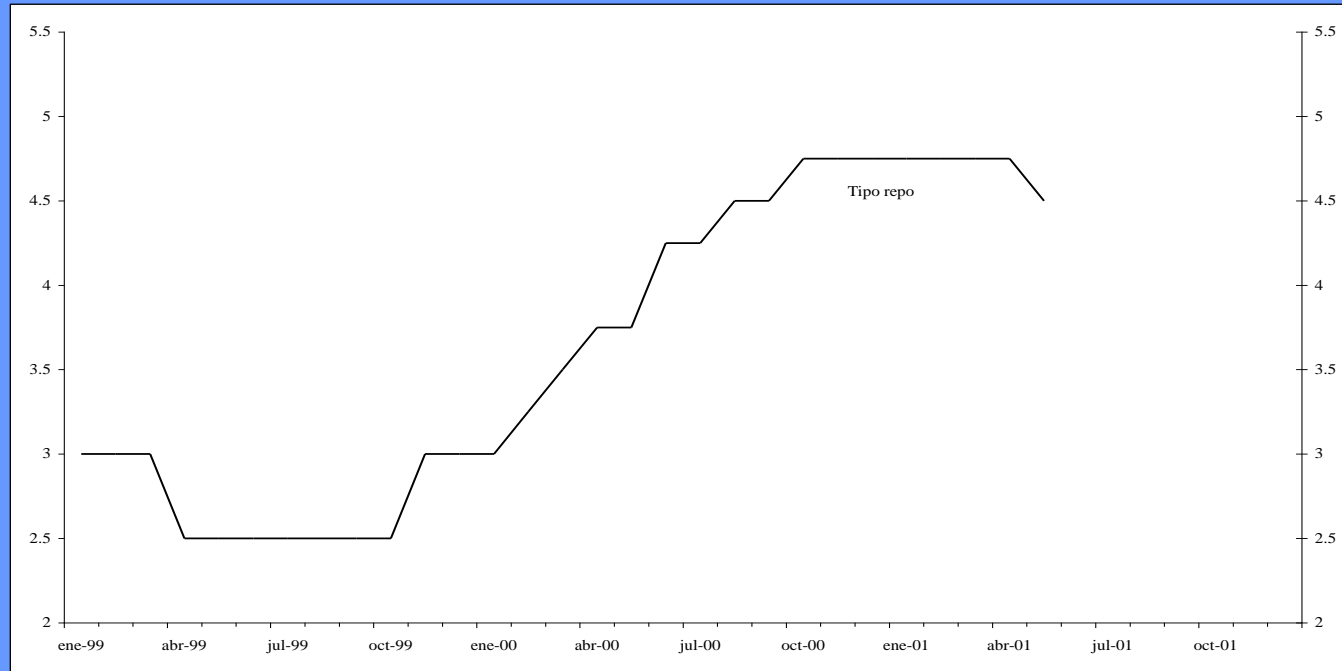
Fuente: Banco de España.

- ¿estabilidad de precios?
- la inflación se ha mantenido por debajo del 2% en 1999 y durante la primera parte de 2000
  - supera el 2% en la segunda parte de 2000 debido sobre todo al impacto de los precios de la energía en un contexto de pujanza de la demanda
  - pero tener en cuenta
    - aceleración transitoria de la inflación
    - inflación subyacente más moderada
  - reputación anti-inflacionista va asentándose

- ¿actividad económica?

- crecimiento medio del 2,8% en 1999-2000, frente al 2,5% de media en 1997-1998
- el paro ha descendido del 11% en 1998 al 8,8% actualmente

## TIPOS DE INTERÉS OFICIALES EN LA UEM

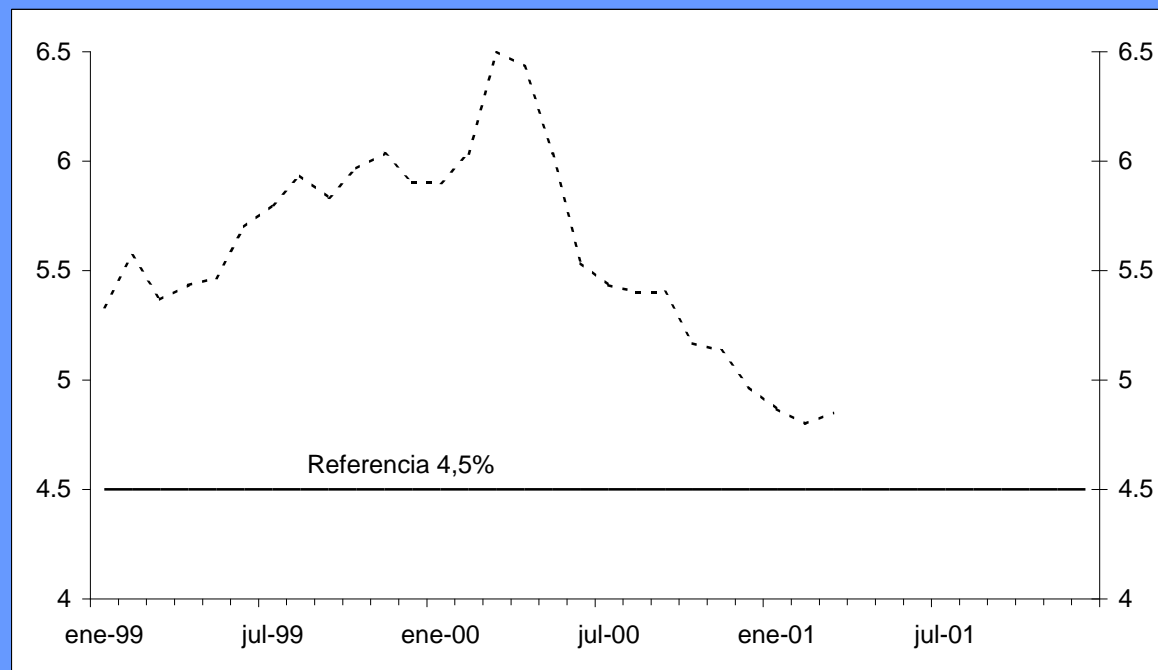


Fuente: Banco de España.

- ¿decisiones de tipos de interés?
- independencia real, orientadas a los intereses del área
  - simetría, intentando conjurar riesgos
    - deflacionistas - abril 1999
    - inflacionistas - desde noviembre 1999 a octubre 2000

- sustentadas en el análisis suministrado por los “dos pilares”
  - pragmatismo: el desbordamiento continuado de los agregados monetarios no ha llevado a reacciones mecanicistas de tipos de interés (factores especiales); la guía fundamental han sido las previsiones globales de precios en el medio plazo (1,2 años)
  - prevención
  - gradualismo

UEM: OFERTA MONETARIA (a)

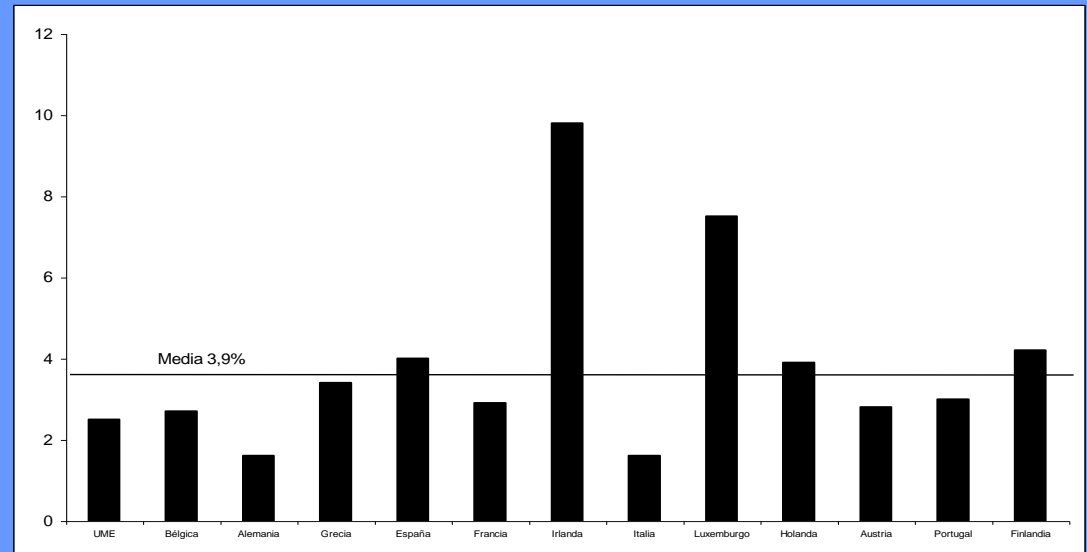


Fuente: Banco de España.  
(a) Tasa interanual móvil de tres meses.

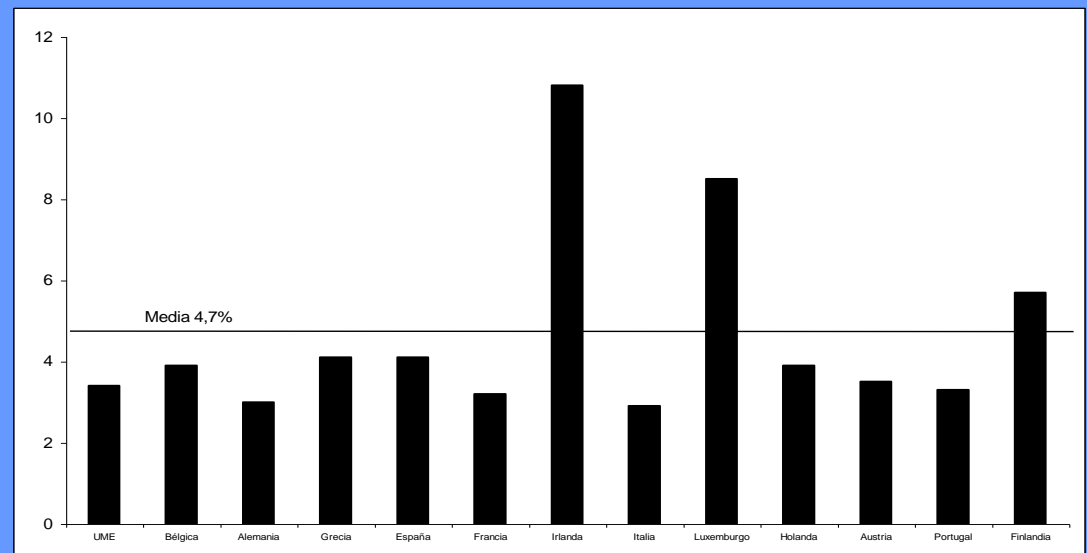


- ¿asimetrías dentro de la zona euro?
  - problema “one size feets all”
  - diferentes posiciones cíclicas:
    - debates más complejos
    - se han manejado bien
    - convicción de que los beneficios a medio plazo superan a los costes puntuales a corto plazo
    - efecto favorable: que las políticas no monetarias nacionales tomen el relevo

UME: TASAS DE CRECIMIENTO DEL PIB EN 1999



UME: TASAS DE CRECIMIENTO DEL PIB EN 2000

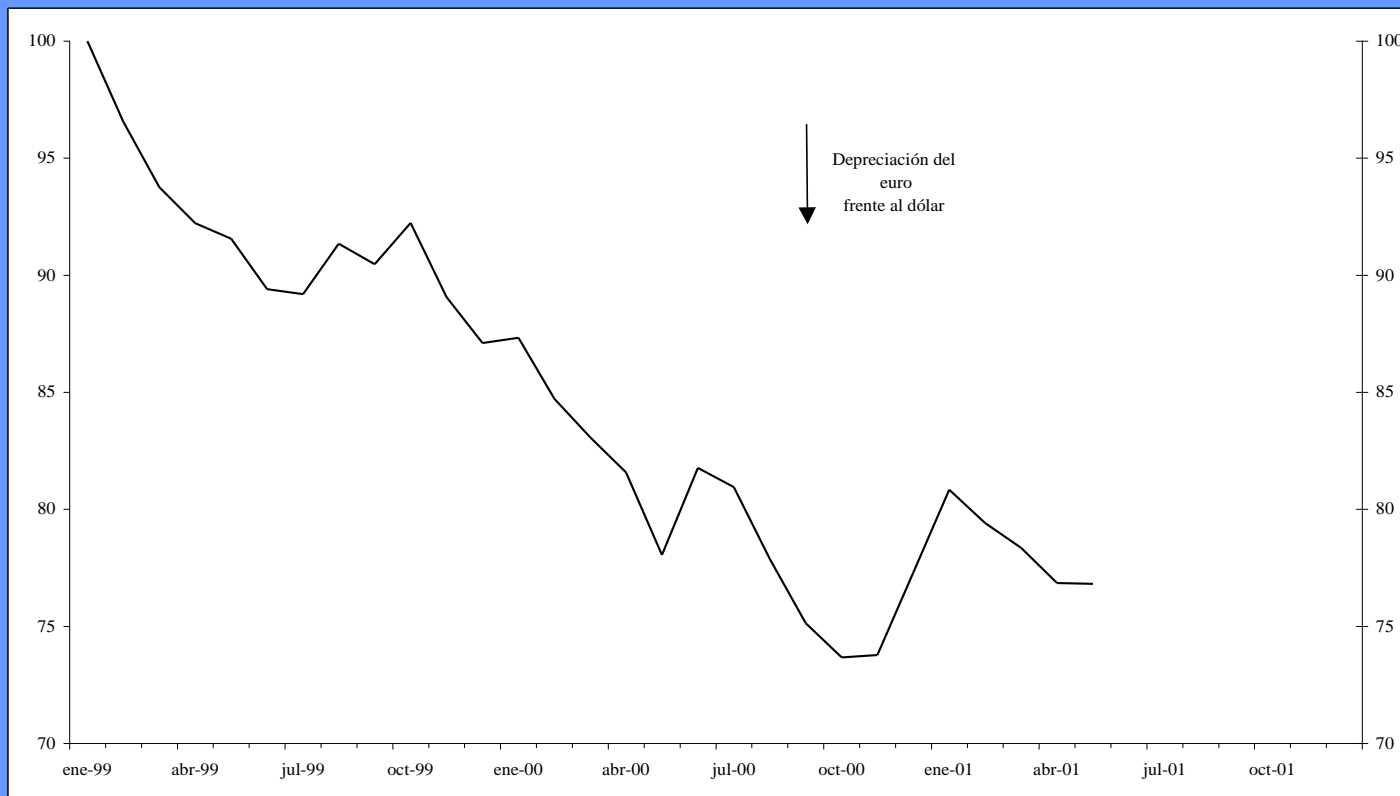


- ¿transparencia?
  - notas de prensa; ruedas de prensa mensuales del Presidente
  - publicación mensual del análisis de la situación económica del área del euro
  - comparecencias periódicas del Presidente y otros miembros del Comité Ejecutivo ante el Parlamento Europeo
  - publicación de las perspectivas económicas dos veces al año ...
  - ... pero, a pesar de todo, no se percibe a la política monetaria única ni al BCE como transparentes
    - realidad plurinacional
    - proceso de aprendizaje

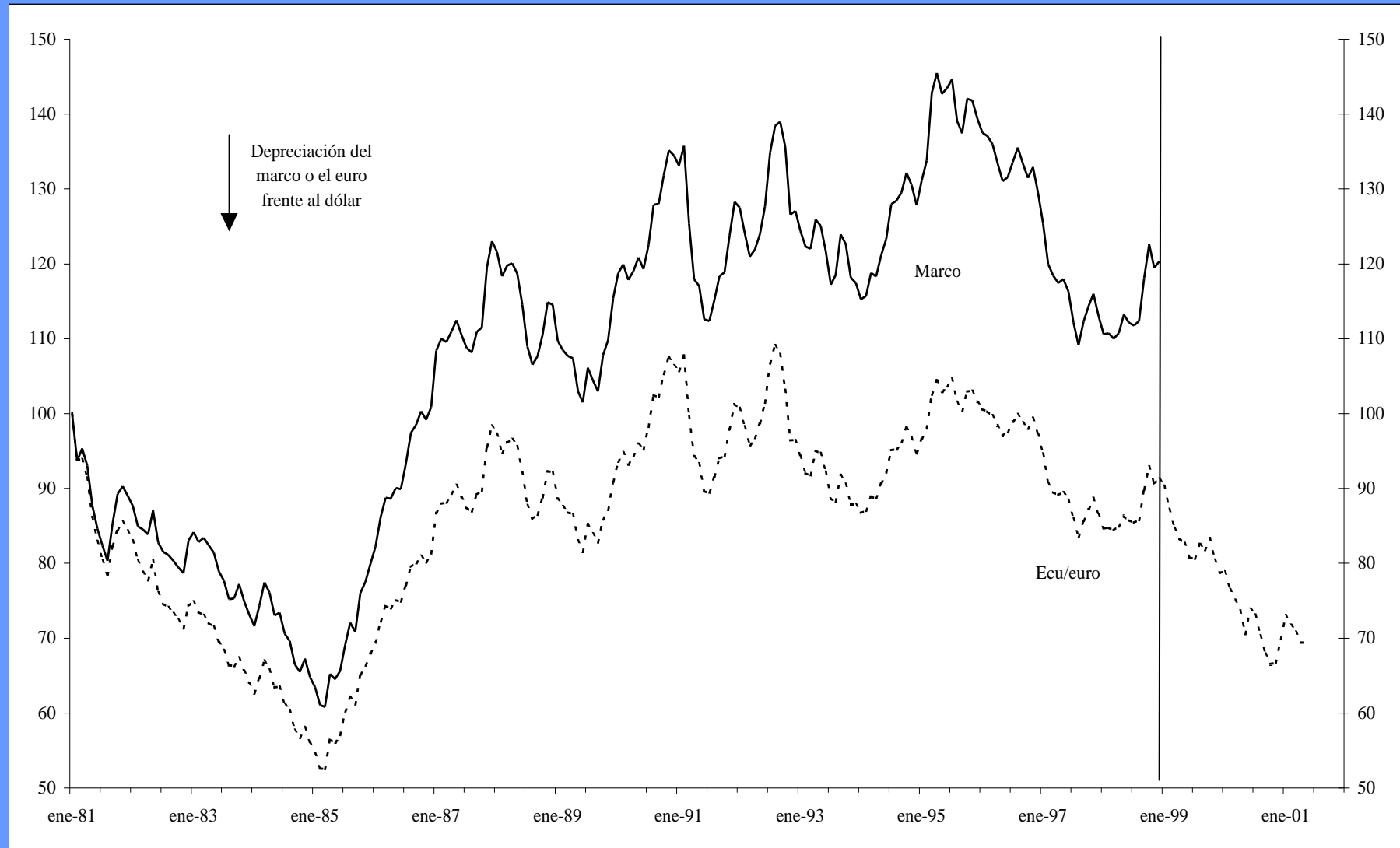
- ¿un euro fuerte?

- la debilidad frente al dólar ha sorprendido a muchos, pero ...
  - el marco también atravesó por períodos similares en el pasado
  - el BCE nunca ha tenido el tipo de cambio del euro como un objetivo, sino como un indicador
  - al ser nuevo el euro, los mercados no tienen referencia del pasado
- ... en cualquier caso, la debilidad extrema del euro hace unos meses se ha corregido recientemente, aún sin haberse restablecido la paridad

TIPO DE CAMBIO NOMINAL FRENTE AL DÓLAR (base 100 en enero de 1999)



### TIPOS DE CAMBIO NOMINALES FRENTE AL DÓLAR (base 100 en enero de 1981)



Fuente: Banco de España.

# ALGUNAS CLAVES PARA COMPRENDER LA POLÍTICA MONETARIA EN EL 2001

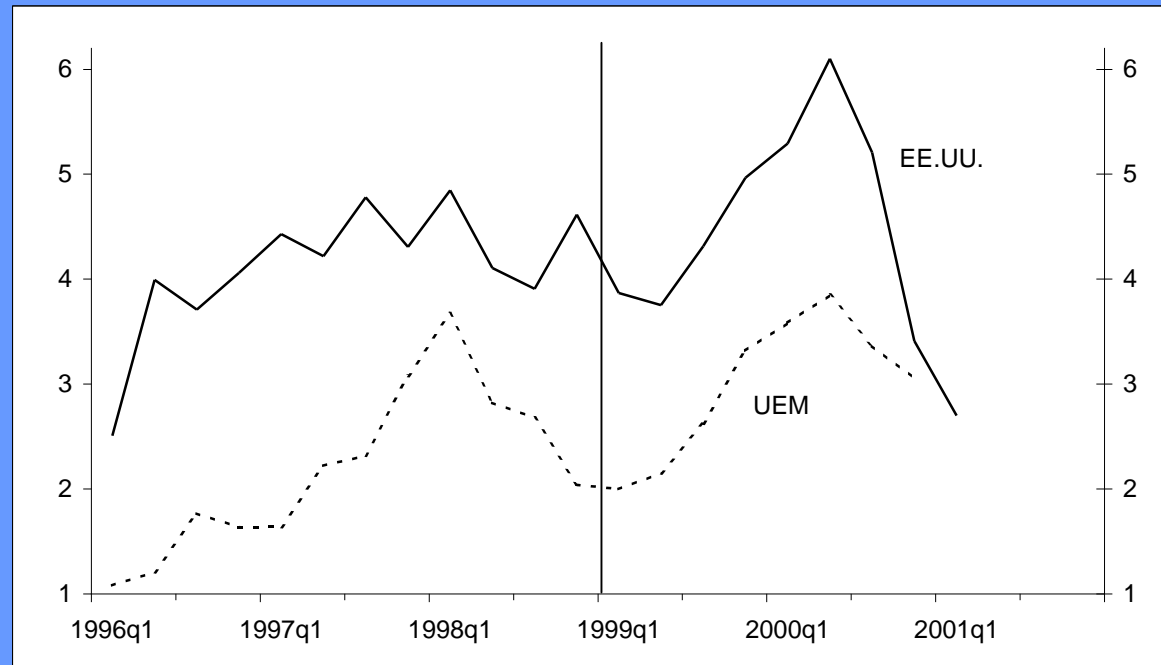
- la política monetaria del BCE no tiene porqué seguir miméticamente a la del Fed
  - situaciones económicas muy diferentes, aun cuando el contexto global es de gran incertidumbre
  - diferente marco general de la política monetaria en Estados Unidos y la zona euro
  - diferente grado de holgura de las condiciones monetarias y financieras actualmente

# DIFERENCIAS EN LA SITUACIÓN ECONÓMICA

- Crecimiento

- frente a la inesperadamente rápida desaceleración del crecimiento y los riesgos de recesión en los Estados Unidos
- en la zona del euro desaceleración moderada gracias a la fortaleza de la demanda interna

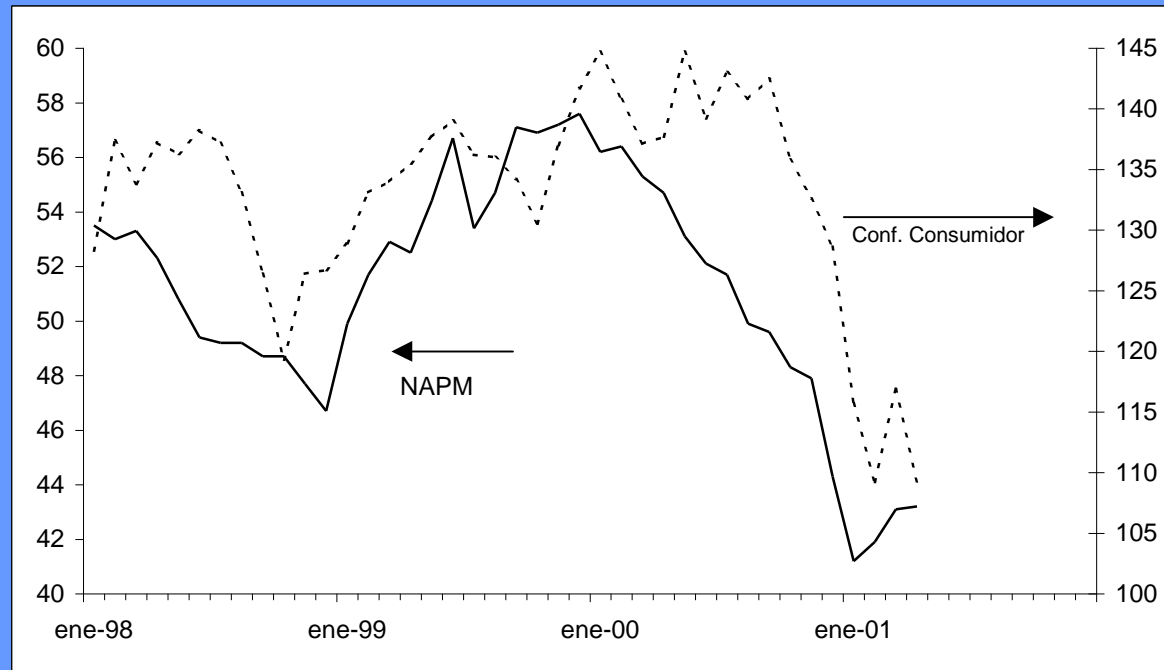
**ESTADOS UNIDOS,UEM: TASAS DE CRECIMIENTO INTERANUAL DEL PIB**



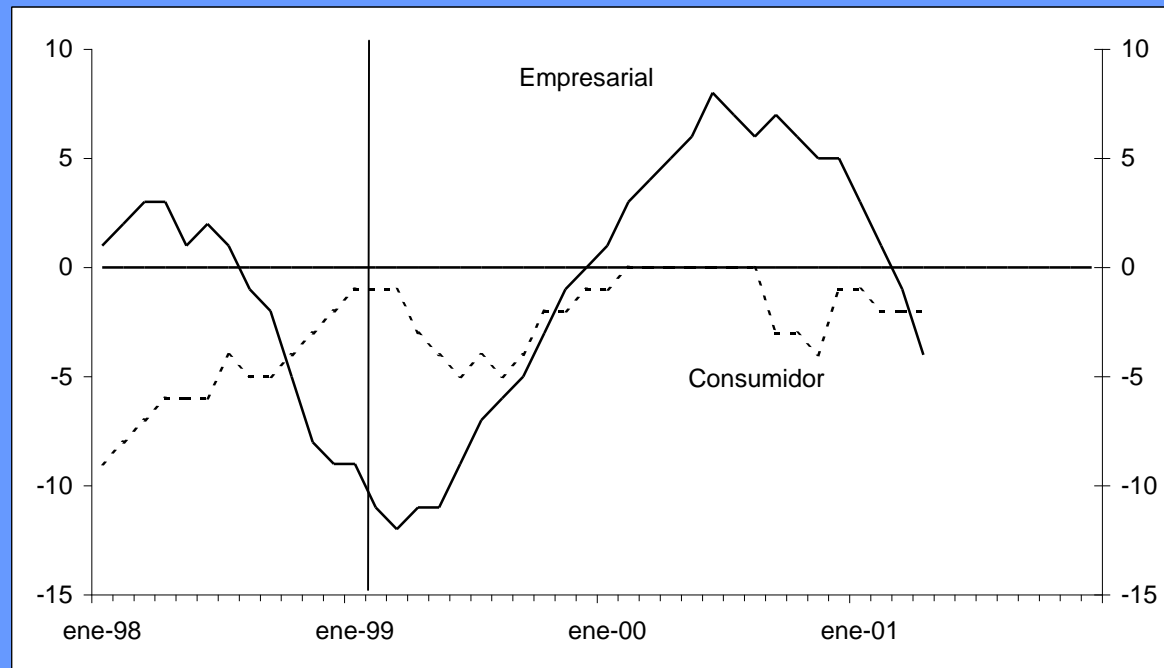
Fuente: Banco de España y BEA.

- Riesgos para el crecimiento:
  - frente a los riesgos de una recesión y los factores de vulnerabilidad en Estados Unidos
    - baja confianza de consumidores y empresarios
    - restricciones de liquidez en algunos segmentos de los mercados financieros (CP y crédito bancario)
    - tasa de ahorro negativa de las familias
    - fuerte déficit exterior
  - en la zona del euro, los riesgos también son a la baja, pero más moderados
    - impacto de una recesión en los Estados Unidos
    - repunte de los precios del petróleo
    - no hay factores claros de vulnerabilidad interna

### ESTADOS UNIDOS: INDICADORES DE CONFIANZA



### UEM: INDICADORES DE CONFIANZA

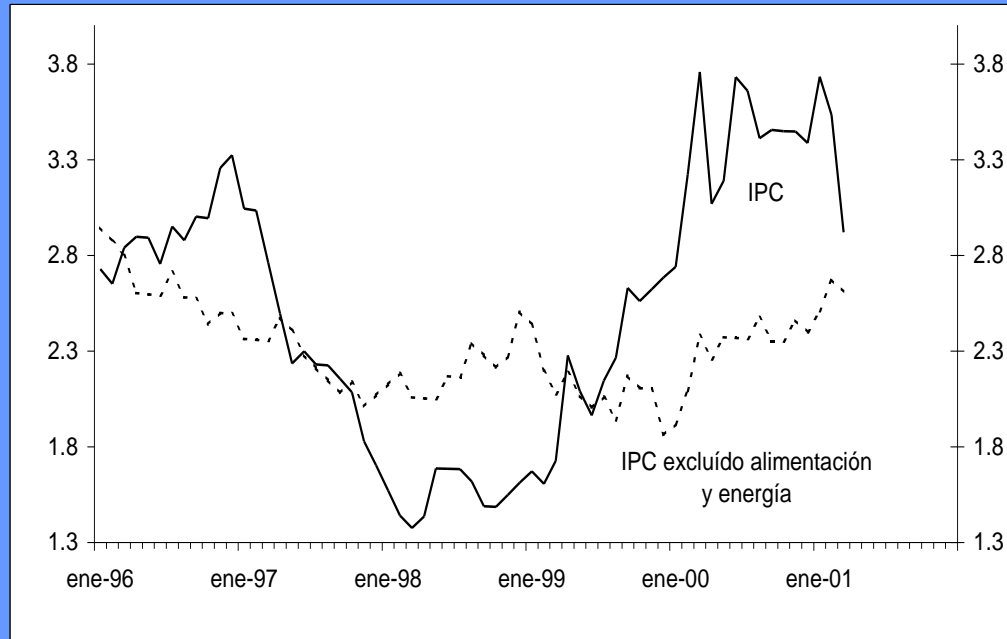




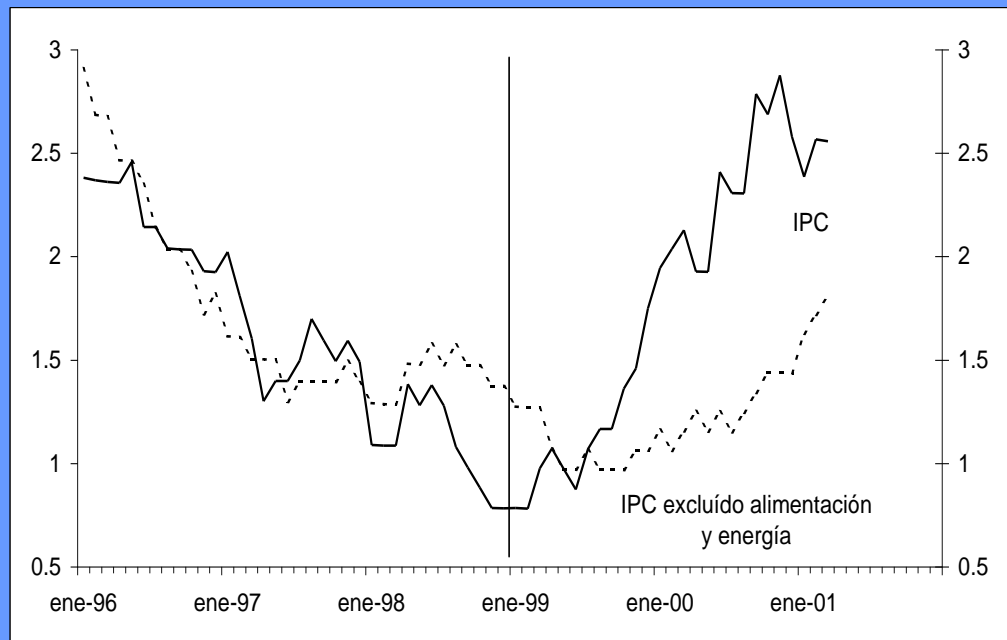
**PREVISIONES MÁS RECIENTES SOBRE EL PIB EN LA UEM Y ESTADOS UNIDOS**

ESTADOS UNIDOS Crecimiento del PIB real	Tasa anual		UEM Crecimiento del PIB real	Tasa anual	
	<u>2000</u>	<u>2001 (p)</u>		<u>2000</u>	<u>2001 (p)</u>
	Salomon Smith Barney	5.00		1.55	Salomon Smith Barney
JP Morgan	5.00	1.70	JP Morgan	3.40	2.20
Lehman Brothers	5.00	2.10	Lehman Brothers	3.40	3.00
Consensus Forecasts	5.00	1.70	Consensus Forecasts	3.40	2.60
Goldman Sachs	5.00	1.70	Goldman Sachs	3.40	2.40
FMI	5.00	1.50	Comisión Europea	3.40	2.80
Reserva Federal	5.00	2/2,5	FMI	3.40	2.40

## ESTADOS UNIDOS: VARIACIÓN INTERANUAL DE LOS PRECIOS



## UEM: VARIACIÓN INTERANUAL DE LOS PRECIOS



## • Inflación:

– Mientras que, según el Fed, la inflación está contenida

- ausencia de una definición concreta de estabilidad de precios
- inflación subyacente estabilizada
- perspectivas de menor inflación en 2001 conforme se deje sentir el impacto de la desaceleración de la demanda agregada

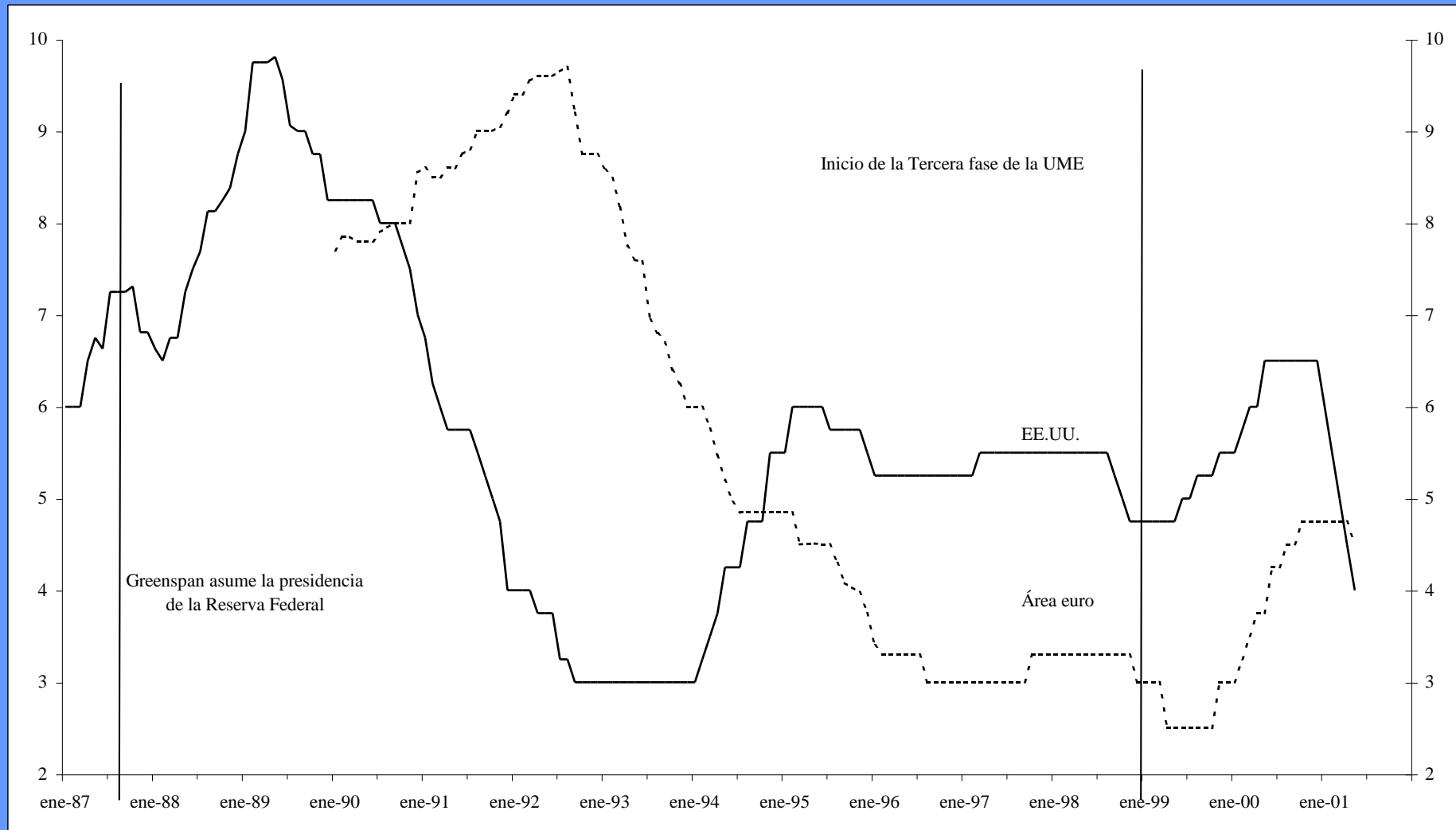
- para el BCE, la situación no resulta tan clara
  - aunque previsible retorno a cifras por debajo del 2% en la segunda parte de 2001, (consenso del mercado es 2% de media en el año)
  - aún existe el riesgo de que esta situación no llegue a consolidarse en 2002 si los precios finales reflejan con intensidad las subidas previas de los precios de la energía y la depreciación previa del euro, y si no se mantiene la moderación salarial

# DIFERENCIAS EN EL MARCO GENERAL DE LA POLÍTICA MONETARIA

- mayor agresividad en la respuesta del Fed ante la evolución de las condiciones económicas
  - frente al objetivo primordial de mantener la estabilidad de precios en el BCE, varios objetivos al mismo nivel en el caso del Fed: crecimiento e inflación
  - frente a la reciente creación del BCE, la larga vida del Fed y la credibilidad ya ganada le conceden más flexibilidad para ajustar los tipos de interés a la baja

- frente a algunas estadísticas no existentes, virtuales o retardadas en el área del euro, las estadísticas y los indicadores económicos están disponibles con mayor prontitud en los Estados Unidos
- en la actualidad, el BCE es más “preventivo”, mientras que en el Fed -por necesidad- es más “reactivo”
- la “nueva economía” puede haber acelerado la respuesta de la actividad económica ante las modificaciones de tipos de interés, mientras que los retardos son mayores y más variables en el área del euro
- algunos indicadores

## TIPOS DE INTERÉS OFICIALES EN ESTADOS UNIDOS Y LA UEM (a)



Fuente: Banco de España.  
(a) Hasta 1999, Alemania.

**ALGUNOS INDICADORES DE MEDIDAS DE LA POLÍTICA MONETARIA EN ESTADOS UNIDOS Y LA UEM**

	NÚMERO DE CAMBIOS TOTALES	NÚMERO MEDIO DE CAMBIOS POR AÑO	MÁXIMA VARIACIÓN DE TIPOS OFICIALES EN UN MES (a)		RANGO ANTES DE CAMBIO DE ORIENTACIÓN		MÁXIMO TIEMPO ENTRE CAMBIOS DE ORIENTACIÓN		CAMBIO MEDIO (b)	
			<u>Al alza</u>	<u>A la baja</u>	<u>Al alza</u>	<u>A la baja</u>	<u>Última bajada - última subida</u>	<u>Última subida - última bajada</u>	<u>Al alza</u>	<u>A la baja</u>
<b>ESTADOS UNIDOS</b>										
Era Greenspan (Desde 11-agosto-1987)	73	5,3	+75 pb (9% a 9,75%) (febrero de 1989)	-100 pb (6% a 5%) (enero de 2001)	+331 pb (6,5% a 9,81%) (mar.1988 - jun.1989)	-681 pb (9,81% a 3%) (jun.1989 - sept.1992)	30 meses (sept. 1992 - feb. 1995)	41 meses (may.1989 - sept.1992)	+20,4 pb	-15,6 pb
			+75 pb (4,75% a 5,5%) (noviembre de 1994)							
<b>UEM</b>										
Era Duisenberg (Desde 1-enero-1999)	9	3,9	+50 pb (2,5% a 3%) (noviembre de 1999)	-50 pb (3% a 2,5%) (abril de 1999)	+225 (2,5% a 4,75%) (nov.1999 - oct.2000)	-50 pb (3% a 2,5%) (enero - abril 1999)	19 meses (abril 1999 - oct. 2000)	7 meses (oct.2000 - mayo 2001)	+11,8 pb	-41,6 pb
			+50 pb (3,75% a 4,25%) (junio de 2000)							

(a) Tipo Objetivos Fondos Federales para EE.UU., y operaciones repo para UEM.

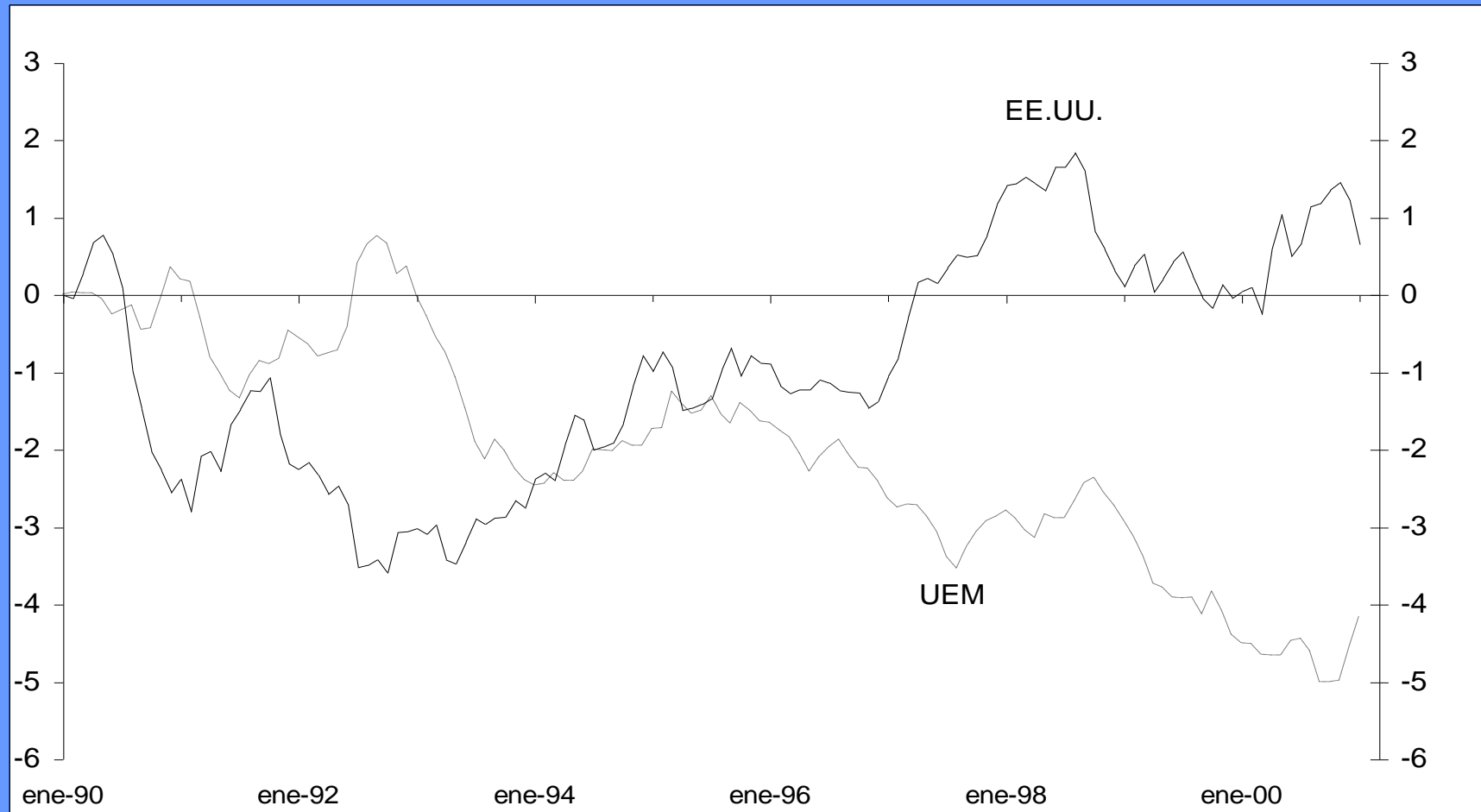
(b) Variación absoluta de los tipos entre el número de meses.

# DIFERENTES GRADOS DE HOLGURA DE LAS CONDICIONES MONETARIAS Y FINANCIERAS

- Considerablemente más holgadas en el área del euro, tanto en términos absolutos como relativos:
  - tipos de interés oficiales: 4,75% en zona euro y 5,50% en Estados Unidos
  - tipos de cambio: el euro depreciado frente al dólar
  - índices de condiciones monetarias
  - reglas de Taylor
  - Expectativas de los mercados

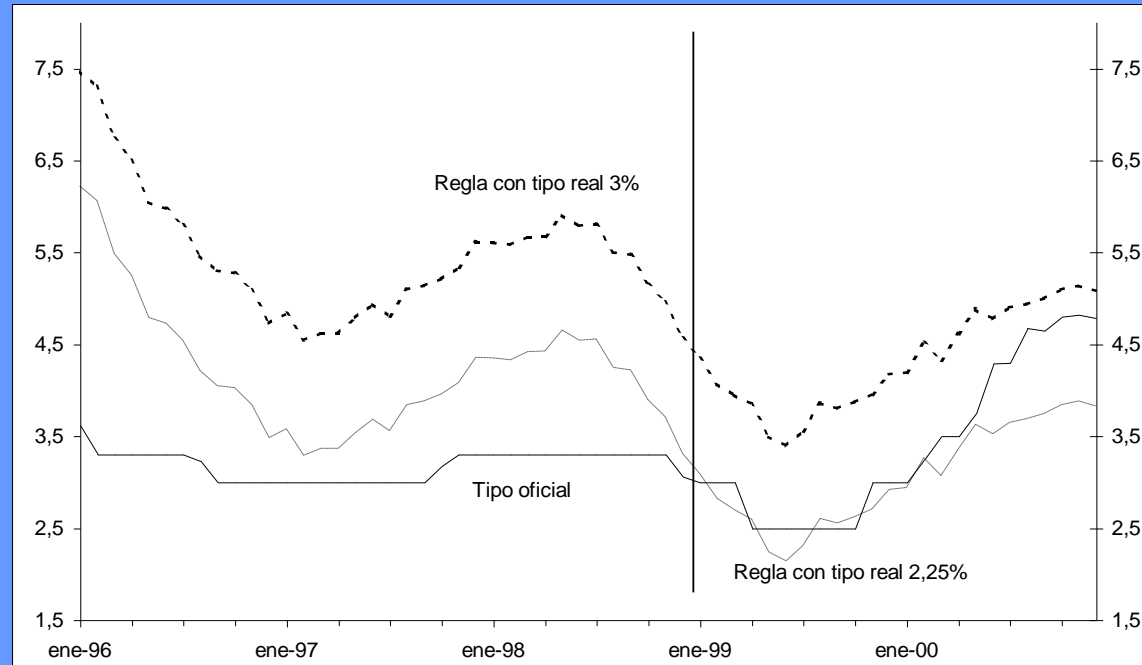


## EE.UU. Y UEM: ÍNDICE DE CONDICIONES MONETARIAS



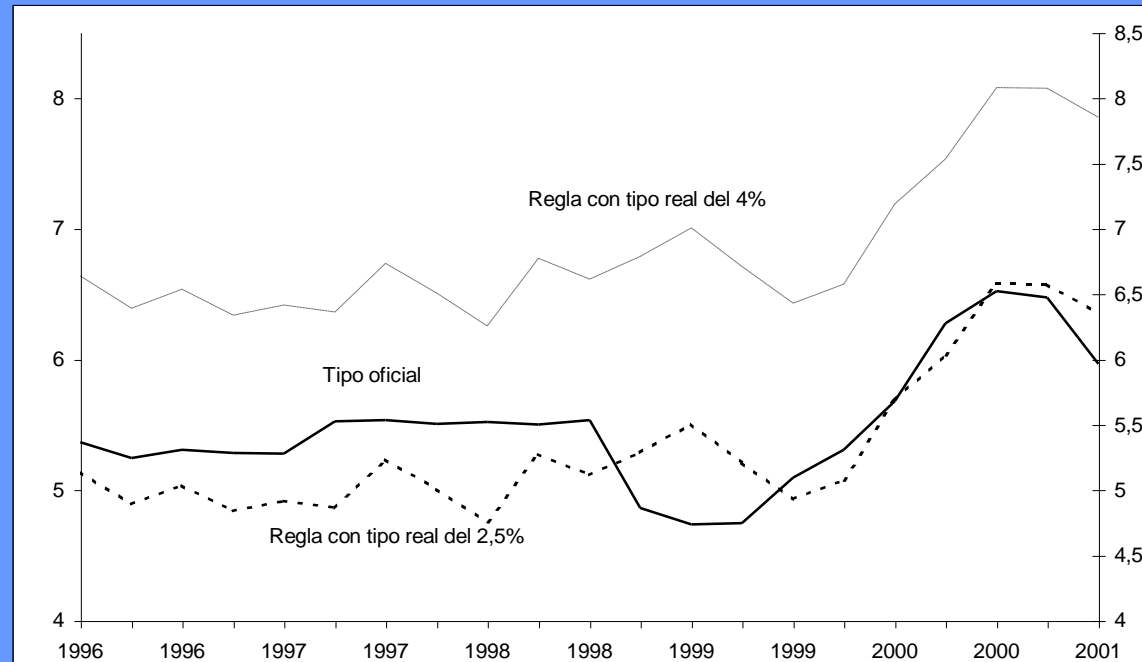
Fuente: elaboración propia.

### ÍNDICE DE LA REGLA DE TAYLOR PARA LA UEM



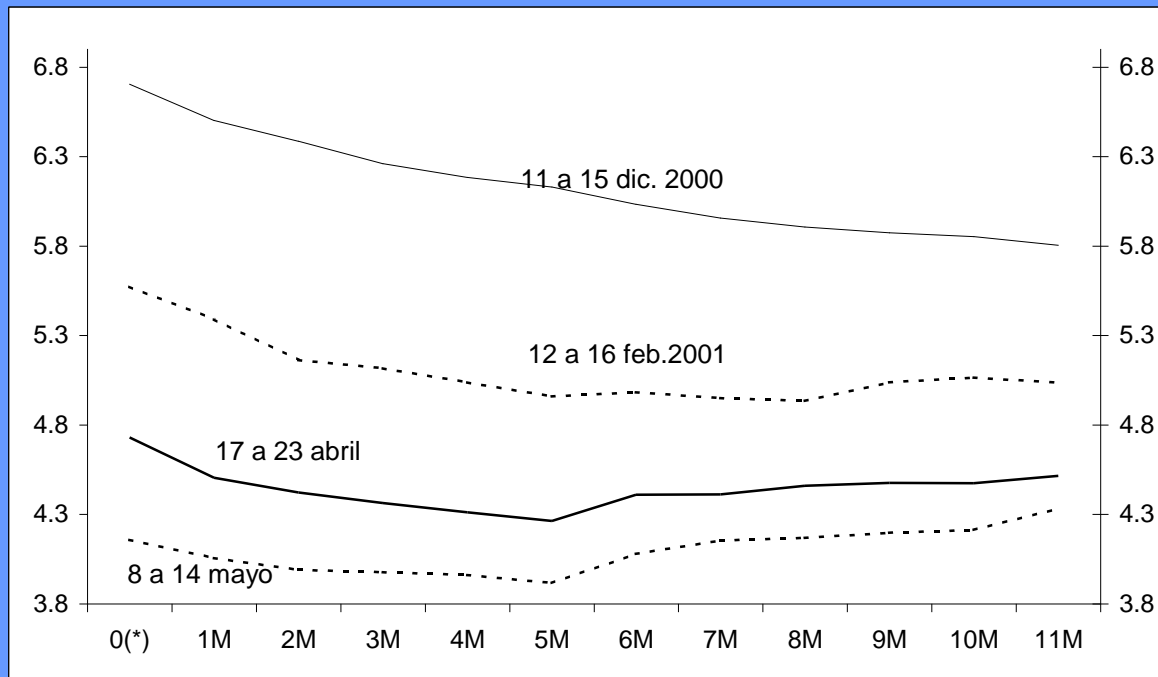
Fuente: elaboración propia.

### ÍNDICE DE LA REGLA DE TAYLOR PARA EE.UU.



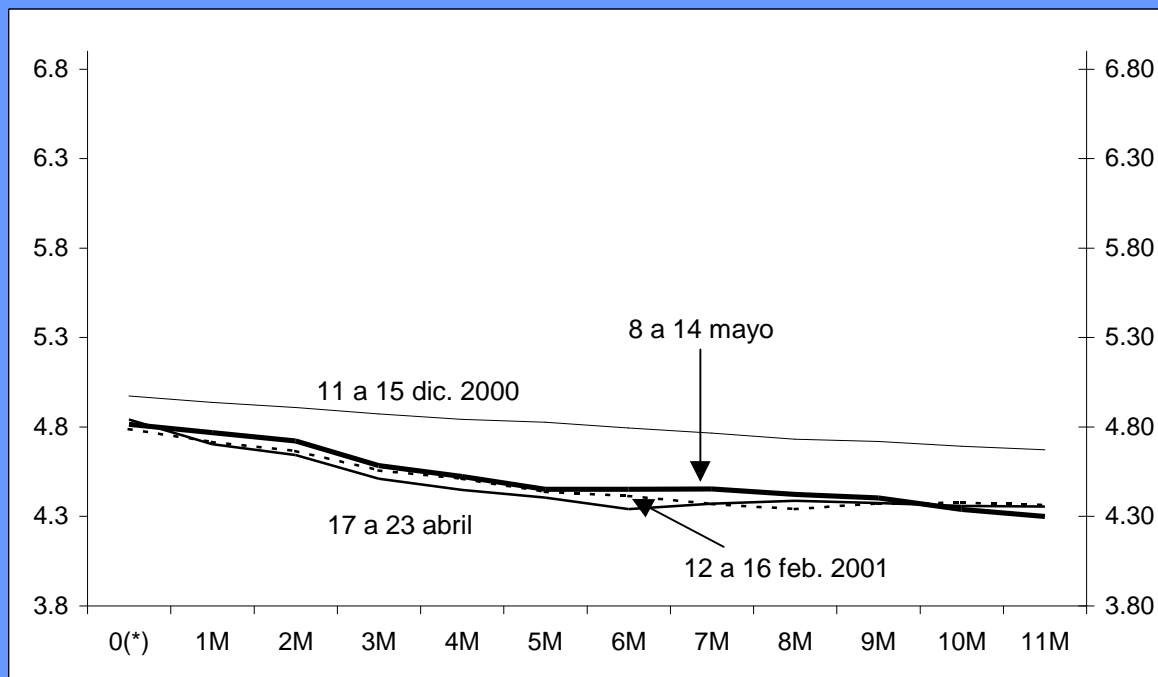
Fuente: elaboración propia.

**ESTADOS UNIDOS: TIPOS DE INTERÉS IMPLÍCITOS A UN MES**



(\*) Tipo de interés a un mes de contado en la fecha indicada.

**UEM: TIPOS DE INTERÉS IMPLÍCITOS A UN MES**



(\*) Tipo de interés a un mes de contado en la fecha indicada.

# LA POLÍTICA MONETARIA EN LA ZONA EURO: RETROSPECTIVA Y PERSPECTIVAS

José Viñals  
Banco de España

IESE, Barcelona 20 de marzo 2001