

Política Económica I: Políticas instrumentales

TEMA 5.

POLÍTICA MONETARIA Y FINANCIERA (I). POLÍTICA MONETARIA

La política monetaria europea

Definición

Acción de las Autoridades monetarias (**Bancos Centrales**) dirigida a controlar las variaciones en la **cantidad de dinero y los tipos de interés** (coste del dinero) e, incluso, en el tipo de cambio, con el fin de cooperar con otros instrumentos a la consecución de algunos objetivos básicos de la política económica (objetivos macroeconómicos).

El principal objetivo que persigue la política monetaria es la **estabilidad de precios**, aunque también se le atribuye una cierta capacidad para contribuir al logro de un crecimiento económico , empleo y del equilibrio externo.

La posibilidad de que variables reales, y no solamente monetarias, formen parte del conjunto de objetivos de la política monetaria, constituye el centro de la actual discusión teórica en el ámbito de la política monetaria.

La política monetaria europea

El BCE

ÓRGANOS DE GOBIERNO DEL BCE

CONSEJO DE GOBIERNO: Comité Ejecutivo (6)+ Gobernadores de los BC nacionales de zona euro (19)

- * Decide los objetivos e instrumentos de la política monetaria del Eurosistema (objetivos monetarios intermedios, tipos de interés básicos, suministro de reservas al SEBC)

- * Los BC nacionales son dependientes del BCE en política monetaria

- * Reuniones: mínimo 10 al año

COMITÉ EJECUTIVO: Presidente + Vicepresidente + 4 miembros que se eligen por acuerdo unánime del los Jefes de Estado y de Gobierno de los 19 países del euro)

- * Ejecuta en el día a día la política monetaria decidida por el Consejo de Gobierno

- * Reuniones : semanales

CONSEJO DE GOBIERNO DEL BCE



COMITÉ EJECUTIVO DEL BCE



La política monetaria europea

El BCE

ÓRGANOS DE GOBIERNO DEL BCE

CONSEJO GENERAL: Presidente + Vicepresidente + Gobernadores de los 28 Estados miembros + 4 miembros del Comité Ejecutivo sin derecho a voto.

* Funciones de coordinación, información estadística, elaboración de informes. NO de decisión.

La política monetaria europea

Estrategias de política monetaria

Las estrategias de control monetario constituye un conjunto de indicadores, reglas y procedimientos que utiliza un Banco Central para decidir cómo y cuándo utilizar sus instrumentos para conseguir mejorar sus objetivos.

Dos funciones básicas:

- a) Contribuir al proceso interno de toma de decisiones por parte del Banco Central
- b) Comunicar a los agentes económicos los propósitos y las actuaciones monetarias

Debate:

Reglas *versus* discrecionalidad de la política monetaria

La política monetaria europea

Dos estrategias de política monetaria:

- 1) Estrategia tradicional a dos niveles**
- 2) Estrategia basada en un seguimiento más directo de la estabilidad de precios**

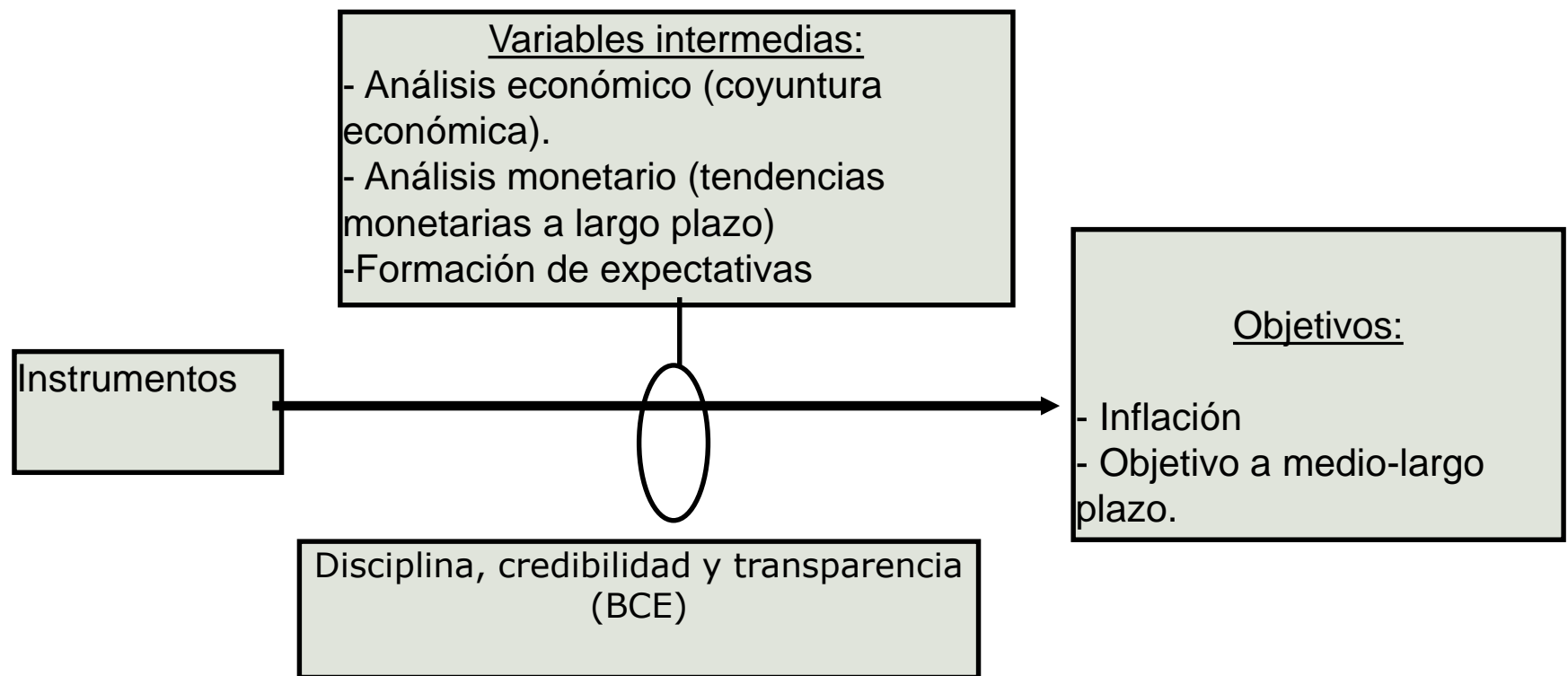
La política monetaria europea

Principios básicos de la estrategia de política monetaria en el marco de la Unión Económica y Monetaria Europea:

- 1) Objetivo (casi) único y prioritario → la estabilidad de precios a medio plazo
- 2) Independencia de los Bancos Centrales
- 3) Horizonte a medio-largo plazo para la fijación del objetivo
- 4) Orientación directa hacia el objetivo último (prescindiendo del control rígido de los objetivos intermedios)
- 5) Establecimiento, como variable operativa, los tipos de interés.
- 6) Decisiones basadas en el “análisis económico” y en el “análisis monetario” → Se tiene en cuenta de forma flexible, no mecánica, un amplio conjunto de indicadores económicos (resultados de encuestas de opinión, variaciones en la curva de rendimientos, evolución sectorial de los precios, etc.); sin desdeñar, desde luego, el tradicional seguimiento de algún agregado monetario (M3) y de los tipos de interés.
- 7) Definición precisa del objetivo final (en términos de tasas o bandas de inflación) y anuncio público
- 8) Aseguramiento del funcionamiento del sistema de pagos (TARGET 2)

La política monetaria europea

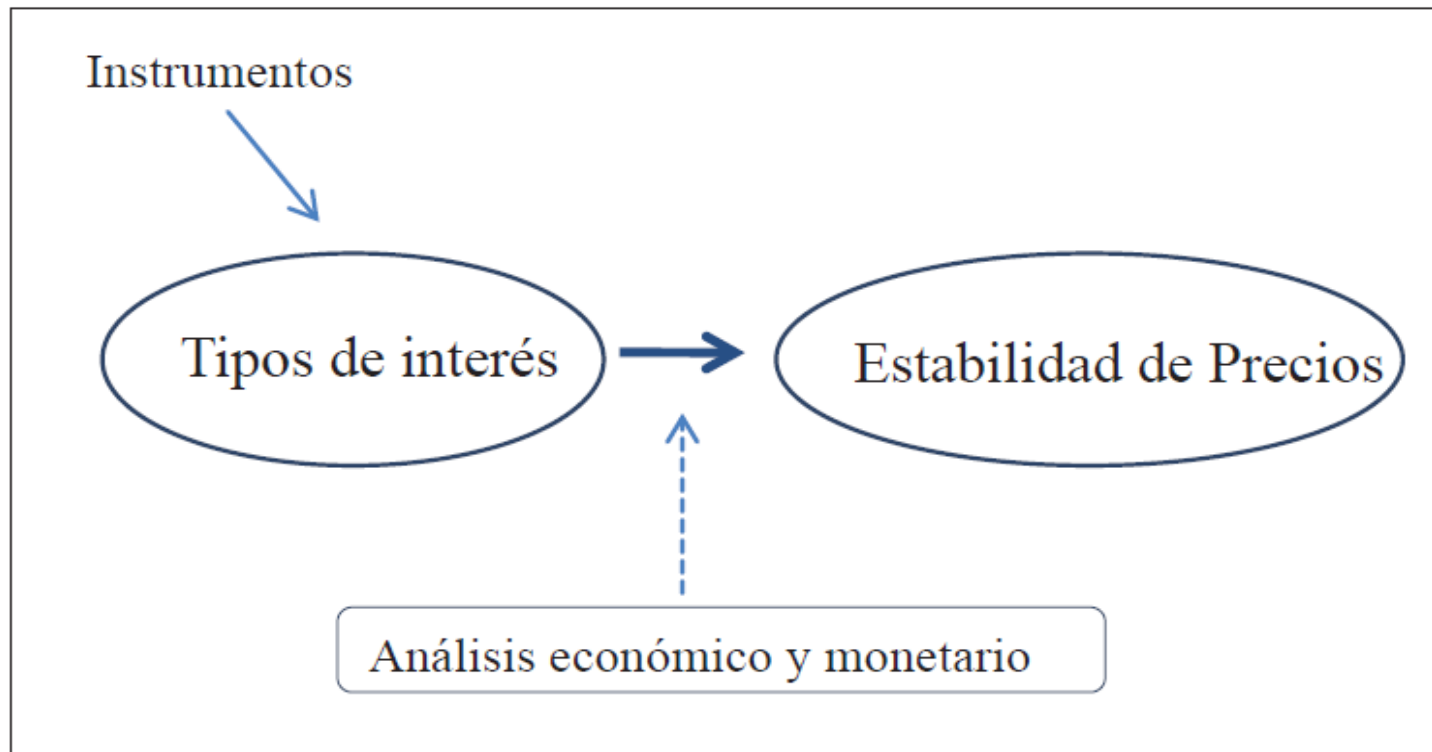
La política monetaria en el marco de la Unión Económica y Monetaria Europea → política unietápica ("inflation targeting")



Se trata de una mezcla entre reglas (conocidas por los agentes económicos) y discrecionalidad (en la medida en que se hace un seguimiento pormenorizado de la evolución de variables informativas)

La política monetaria europea

Estrategia de intervención del BCE



¿Cuál es la estrategia de política monetaria del BCE?

El BCE basa sus decisiones en **una estrategia**, que determina la orientación de la política monetaria.

La actual estrategia de política monetaria se anunció en julio de 2021 y supuso una profunda revisión de la anterior estrategia, presentada en 2003. Se justificó por los diversos cambios económicos estructurales. Entre ellos: la caída de los tipos de interés reales de equilibrio, la globalización, la digitalización, los cambios del sistema financiero y el cambio climático.

Instrumentos de la política monetaria

LA POLÍTICA MONETARIA DEL BCE EN “CONDICIONES NORMALES”:

Intervenciones para el control del tipo de interés (interbancario, corto plazo, largo plazo):

- ❖ Operaciones de Mercado Abierto → Operaciones principales de financiación.
- ❖ Facilidad marginal de crédito → inyecta liquidez
- ❖ Facilidad permanente de depósito → detrae liquidez
- ❖ Coeficiente de caja (reservas obligatorias de liquidez) → 1%
- ❖ Publicidad → expectativas

TIPOS DE INTERÉS OFICIALES DEL BCE

**OPERACIONES
PRINCIPALES DE
FINANCIACIÓN:**
1,25%

Última decisión:
08/09/2022

**FACILIDAD
MARGINAL DE
CRÉDITO:**
1,50 %

Última decisión:
08/09/2022

**FACILIDAD DE
DEPÓSITO:**
0,75 %

Última decisión:
08/09/2022

**OBJETIVO DE
INFLACIÓN:**
2%

OBJETIVO DEL BCE A
MEDIO PLAZO

**INFLACIÓN
EUROZONA:**
8,9 %

Último dato: julio 2022

Instrumentos de política monetaria

**Operaciones de
mercado abierto**

**Coeficiente de caja
(reservas obligatorias
de liquidez)**

**Facilidades de
crédito**

**Facilidades de
depósito**

**Límites al
crecimiento del
crédito**

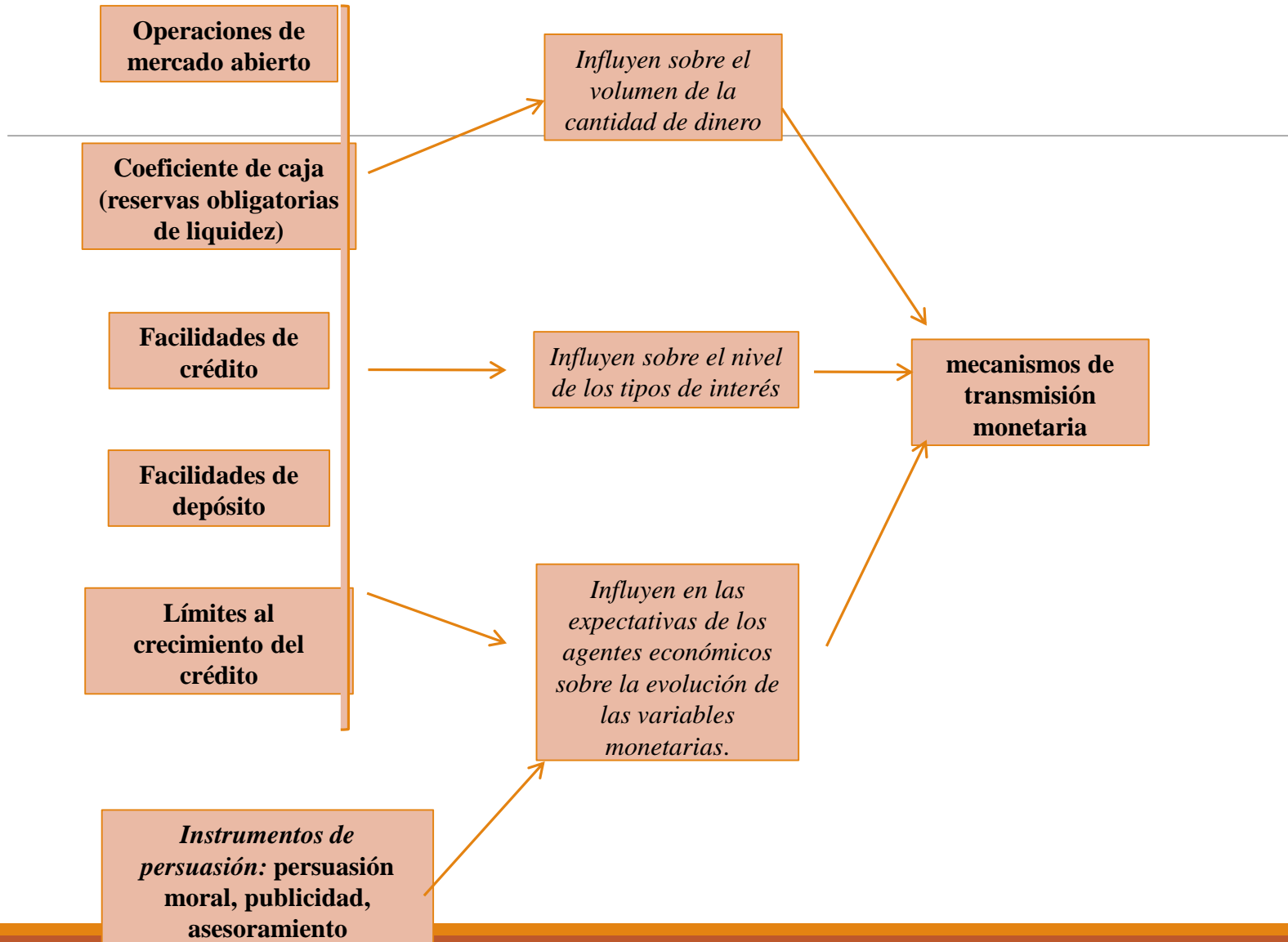
***Instrumentos de
persuasión: persuasión
moral, publicidad,
asesoramiento***

*Influyen sobre el
volumen de la
cantidad de dinero*

*Influyen sobre el nivel
de los tipos de interés*

*Influyen en las
expectativas de los
agentes económicos
sobre la evolución de
las variables
monetarias.*

**mecanismos de
transmisión
monetaria**



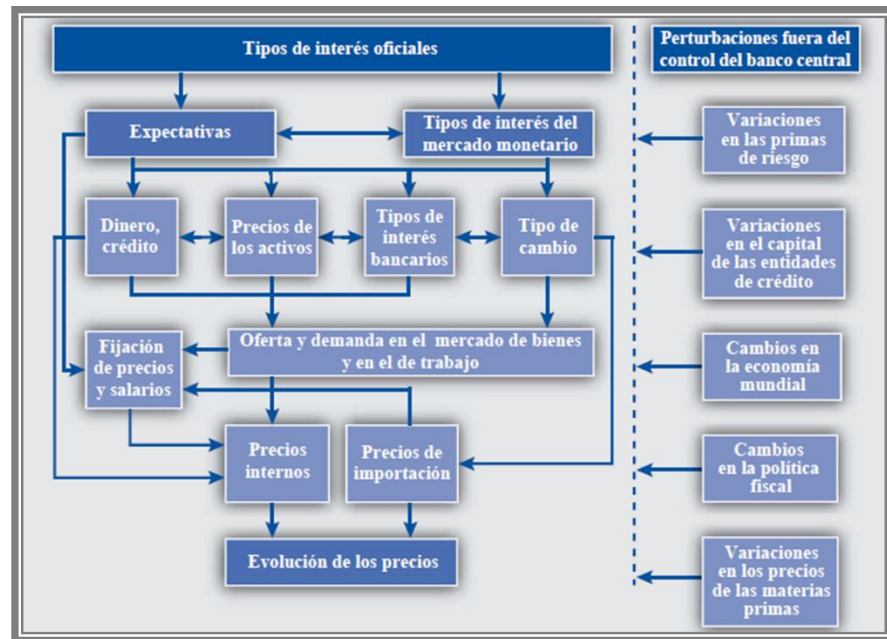
Mecanismos de transmisión de la política monetaria

Se llama mecanismo de transmisión monetaria al conjunto de efectos que se producen desde que la autoridad monetaria manipula el instrumento hasta que resultan afectadas las variables de gasto: consumo e inversión(es decir, las decisiones de los agentes económicos).

Mecanismos de transmisión de la política monetaria:

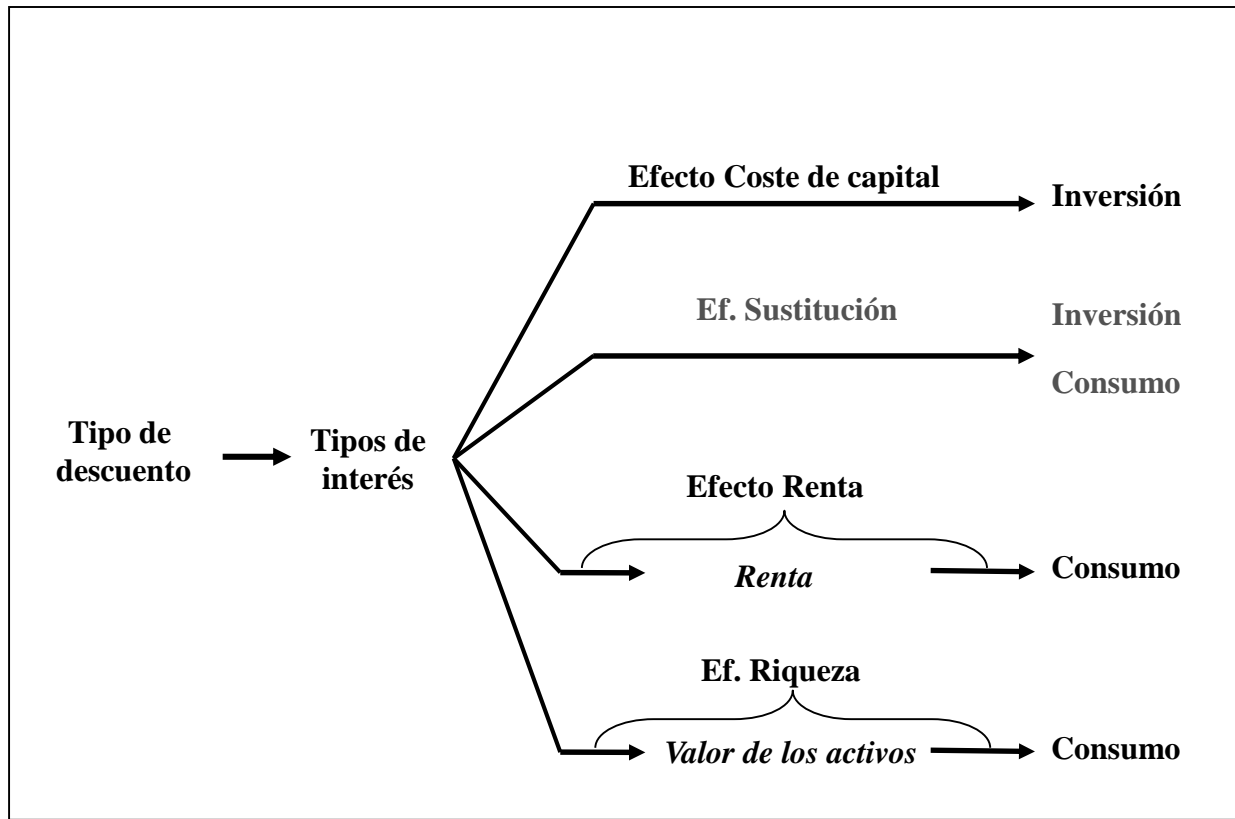
- a) el canal de los tipos de interés.*
- b) el mecanismo de las expectativas
- c) el mecanismo de transmisión del crédito bancario
- d) el mecanismo del tipo de cambio

MECANISMO DE TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA



Mecanismos de transmisión de la política monetaria

Mecanismo de transmisión de los tipos de interés



Mecanismos de transmisión de la política monetaria

Mecanismo de transmisión de las expectativas

Instrumentos de Política monetaria → Expectativas → Consumo + Inversión

Mecanismo de transmisión del crédito bancario

Modificación de la base monetaria o las reservas obligatorias de liquidez → Crédito bancario → Consumo + Inversión

Mecanismos de transmisión de la política monetaria

El mecanismo del tipo de cambio.

La variación del tipo de cambio influye sobre los precios a través de varias vías: a través del precio de los bienes importados, sean productos finales o inputs intermedios, a través del efecto sobre la competitividad de los bienes nacionales en el exterior y por los efectos monetarios asociados a variaciones en el saldo de la balanza de pagos. La intensidad de los efectos estará determinada por el grado de apertura de la economía.

Fases de la crisis económica desde el punto de vista de la actuación del BCE

Crisis financiera (ago 07 – may 10)	Crisis deuda soberana (may 10 – otoño 11)	Riesgo ruptura euro (otoño 11 – may 13)	Riesgos deflación (jun 13 – may 14)	Quantitative Easing (desde jul 14)
--	--	--	--	---------------------------------------

Dos líneas de actuación durante la crisis financiera:

- 1- Política monetaria expansiva**
- 2- Planes de apoyo al sistema financiero**

→ 8 de Octubre de 2008 → Coordinación de los Bancos Centrales (BCE, Reserva Federal, Banco de Inglaterra, Banco de Canadá, Banco de Suecia, Banco de Suiza y Banco de Japón) → Medidas conjuntas de política monetaria de mayor calado y sin precedentes:

**Bajada conjunta de tipos de interés oficiales (más agresividad → mínimos históricos) +
liquidez total +
intervención en los mercados de divisas para facilitar liquidez en moneda extranjera (fundamentalmente, dólares) +
medidas de política monetaria no convencional aplicadas por cada Banco Central**

A partir de la caída de Lehman Brothers, el mercado financiero se segmenta entre grandes bancos que se prestan entre sí y otros que no se prestan.

En la crisis financiera, primero ha habido una infravaloración del riesgo (antes de Septiembre de 2008) y después, una sobrevaloración del riesgo (después de Sep. 2008). Esta sobrevaloración del riesgo se ha producido en: *subprime* y Deuda soberana.

La crisis de las *subprime* debilitó el balance de los bancos e influyó en la siguiente crisis (la de la deuda soberana).

Dos respuestas de la política monetaria europea a la crisis:

1- Medidas convencionales

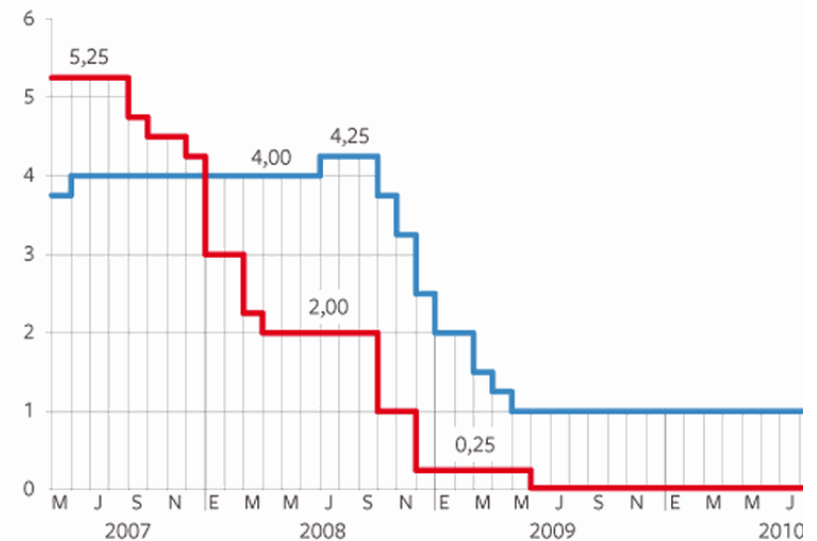
2- Medidas no convencionales

MEDIDAS CONVENCIONALES: Objetivo → modificar (rebaja) los tipos de interés

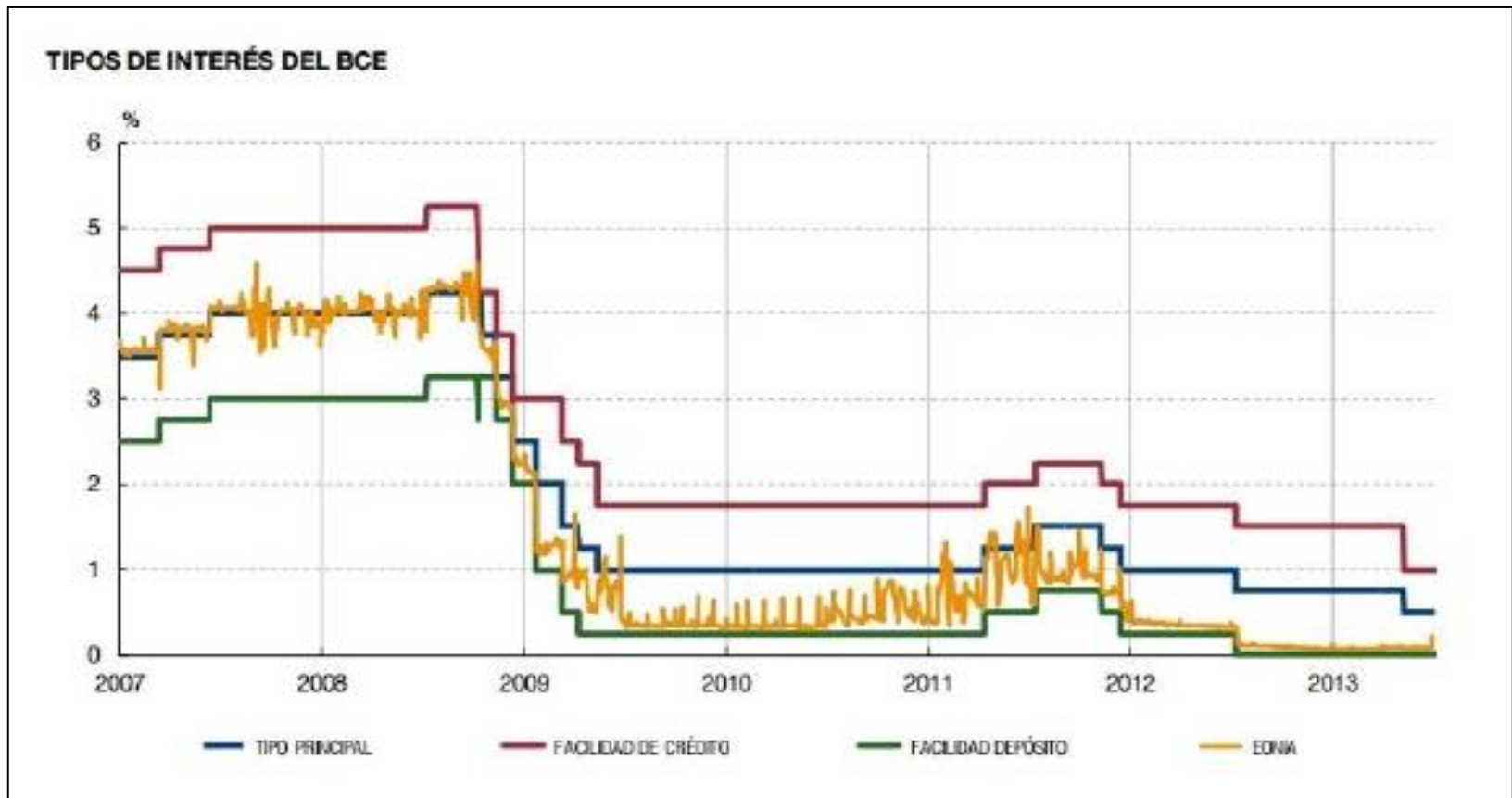


Tipos de interés oficiales

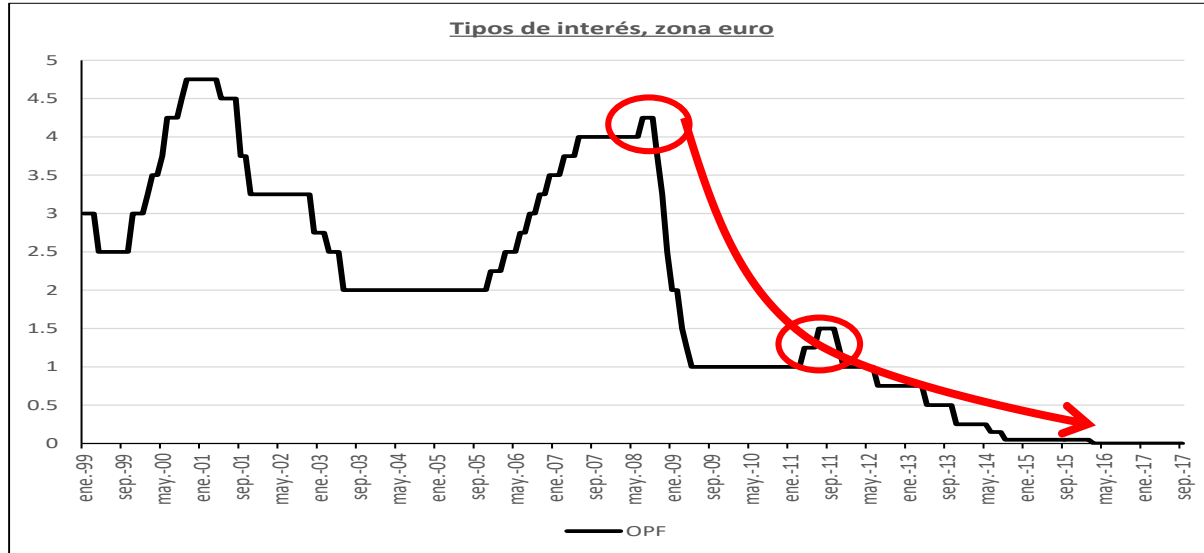
En % —  Zona Euro —  Estados Unidos



Medidas convencionales



Sin embargo, también decide tres subidas por los temores a una subida de la inflación (precios de petróleo y materias primas).



Este tipo de políticas se enfrenta a varias limitaciones:

- ❖ **Límite inferior.**
- ❖ **No transmisión de las decisiones del BCE a los tipos de mercado. Fragmentación financiera.**
- ❖ **La demanda de crédito no responde a las bajadas de tipos.**

❖ **La política monetaria diseñada por el BCE para las “condiciones normales” (modificaciones del tipo de interés) se ha mostrado insuficiente durante la crisis:**

- ✓ **Para hacer frente a los problemas de liquidez e inestabilidad financiera se han ido introduciendo otras medidas**
- ✓ **El recorrido para aplicar más reducciones de tipos se había agotado (en septiembre de 2014 se sitúa en 0,05%), pero se mantenían los riesgos de deflación.**

Medidas no convencionales de política monetaria

❖ **Periodo Mario Draghi:**

- **Utilización de instrumentos de persuasión (p.e. Julio 2012)**
- **Política de reducción de los tipos de interés (casi OPF en 0% en sept. 2014; 0% en facilidades de depósito en mayo de 2013 y negativos en 2014)**
- **Utilización de instrumentos de financiación selectiva (fondos dirigidos a la concesión de préstamos a empresas y familias)**
- **Programa de flexibilización cuantitativa**

Medidas no convencionales de política monetaria

Flexibilización cuantitativa

La falta de crecimiento y los riesgos de deflación llevan al BCE a adoptar en 2014 un “Programa de expansión cuantitativa”, como ya habían hecho antes otros bancos centrales.

Son operaciones de gestión de liquidez, a partir del manejo del balance del Banco Central.

Política de expansión monetaria cuantitativa del balance de los Bancos centrales → expansión a gran escala del balance (cambios en el tamaño o composición del balance) del Banco Central, mediante la compra de activos financieros públicos y privados. El objetivo es facilitar la liquidez y/o las condiciones de crédito de la economía.

Medidas no convencionales

A diferencia de EEUU, en Europa la mayoría de la financiación a familias y empresas depende del sistema bancario. Por eso, existe la necesidad de normalizar el mecanismo de transmisión de la política monetaria. Con esas medidas el BCE trata de influir en los canales de transmisión para que la política monetaria afecte, finalmente, a familias y empresas.

Medidas no convencionales

Estas medidas tenían como objetivos:

- 1) mejorar las tensiones en los mercados interbancarios mayoristas.**
- 2) tratar de normalizar el mecanismo de transmisión de la política monetaria.**
- 3) Aumentar el crédito al sector de empresas y familias**

Instrumentos:

1. Inyección de liquidez a los bancos :

- **Conjunto de medidas adoptadas para ofrecer liquidez al sistema bancario, sustituyendo al mercado interbancario, que había dejado de funcionar por la falta de confianza entre entidades**

2. Compras de deuda pública en mercados secundarios, para estabilizar el tipo de interés a largo plazo y evitar el riesgo de impago de la deuda soberana.

4. Forward guidance (preanuncio monetario u orientación de las expectativas)

5. Qualitative Easing (expansión o flexibilización cualitativa del balance)

6. Quantitative Easing (expansión o flexibilización cuantitativa del balance)

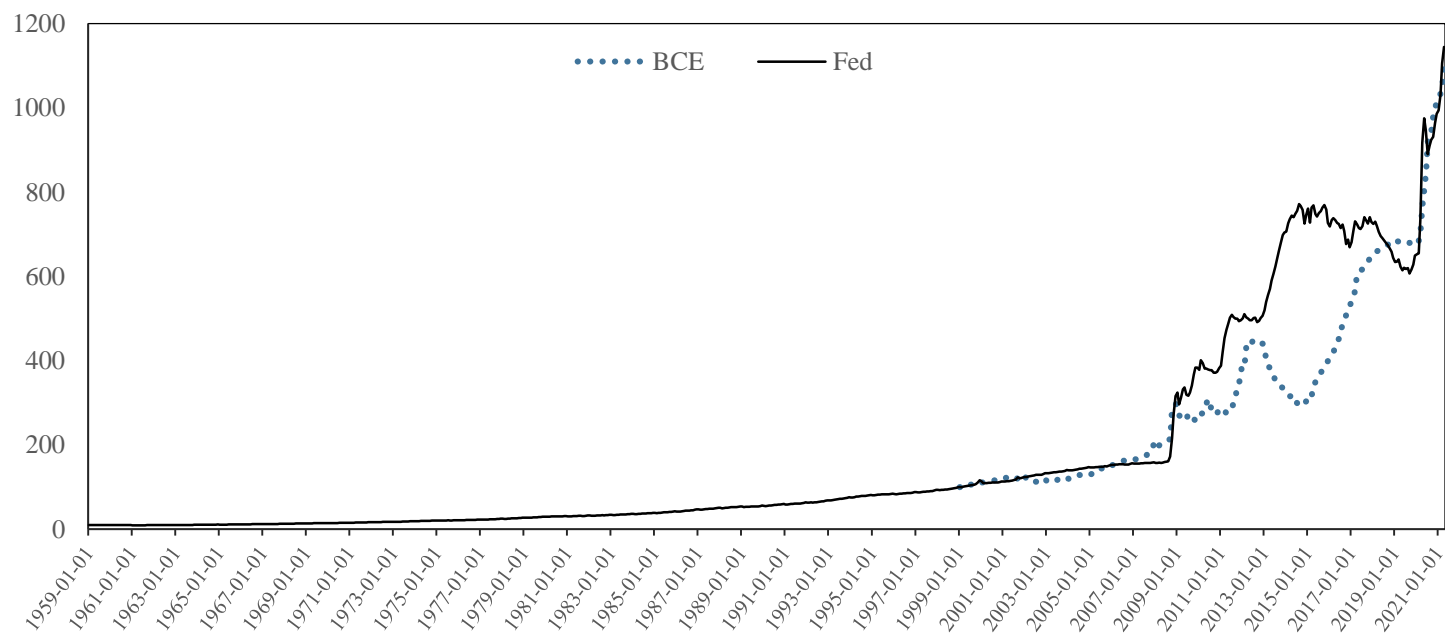
The ECB President's communication power

Risk premia for Spanish and Italian 10-year sovereign debt (bp)

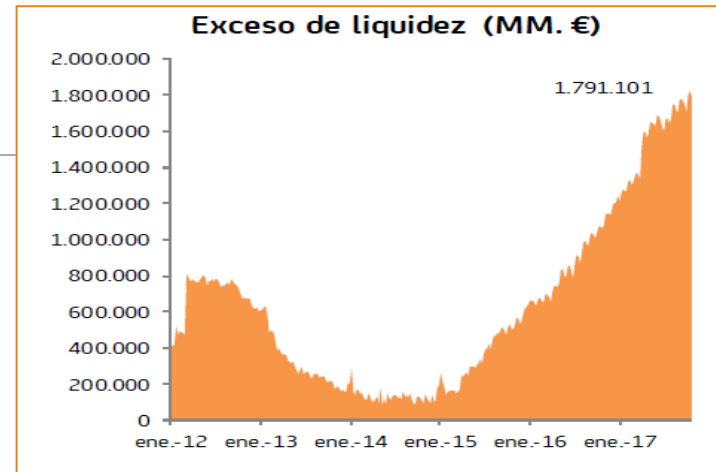
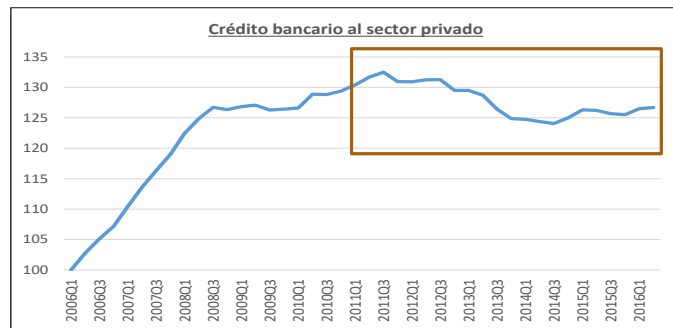
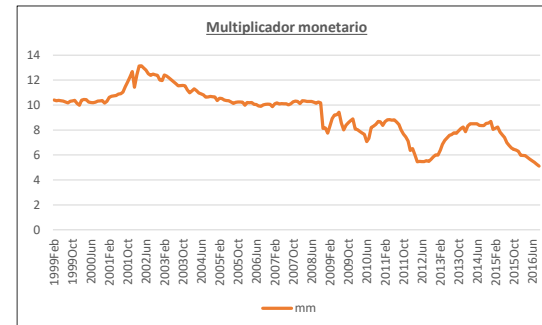
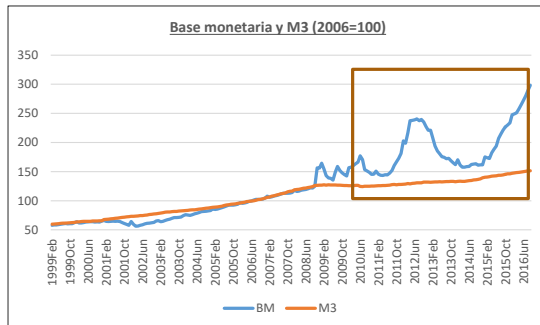


Note: * On 26 July 2012, the ECB President, Mario Draghi, stated in London that the central

Gráfico 5.2
Base monetaria (1999=100)



EL AUMENTO DEL TAMAÑO DEL BCE NO SE TRADUCE EN MAYOR CRÉDITO:



Algunas propuestas frente al agotamiento de la política monetaria:

- I. Más **política fiscal** como política de estabilización
- II. **Coordinación monetaria- fiscal** (helicóptero monetario)
- III. **Aumentar el objetivo de inflación para reducir el tipo de interés real** ($r = i - \pi^e$)
- IV. Cambios en los objetivos de los bancos centrales



Efectividad y límites de la política monetaria

- 1) **Desfases temporales, retardos o “lags”** (desfases informativos y de intervención) → Desfase interno corto, pero externo muy largo (desde que se toman las medidas hasta que tienen efectos sobre la actividad real).
- 2) **Posible conflicto entre el gobierno y el BC** en la determinación de los objetivos de la política económica y monetaria (dependerá del grado de autonomía e independencia del BC).
- 3) **Incertidumbre en la interpretación de los indicadores monetarios** (dejan de emitir buenas señales informativas sobre la evolución de la coyuntura económica).

Efectividad y límites de la política monetaria

- 4) **Fuerte proceso de innovación financiera** (debido: liberalización financiera, nuevas tecnologías, reglamentaciones públicas, inflación, volatilidad tipo de cambio, inestabilidad tipos de interés, incertidumbre, introducción de la banca extranjera, necesidad de financiación del déficit público, etc.).
- 5) **Desconocimiento claro de los mecanismos de transmisión** de un impulso monetario sobre la economía (pérdida de sensibilidad de los gastos de C e I respecto a los tipos de interés).
- 6) **Carácter asimétrico (expansión-contracción)** → es más eficaz cuando es restrictiva en el corto plazo que cuando es expansiva, ya que la inversión depende de otros factores (expectativas, etc.).
- 7) **Carácter asimétrico (entre países de la zona euro)** → la misma política monetaria puede ser expansiva o contractiva según la situación de cada país.

Efectividad y límites de la política monetaria

- 8) **Grado de internacionalización de los mercados financieros y transnacionalización de las empresas + Libertad de movimientos de capital** → pérdida de autonomía de la política monetaria.
- 9) **Efectos negativos y desiguales sobre la estructura productiva** → la política contractiva perjudica más a las pequeñas empresas que a las grandes. Incrementa los costes financieros de las empresas lo que perjudica la creación de empleo y contribuye a la inflación de costes. Las grandes empresas tienen una mayor autofinanciación.
- 10) **Credibilidad, independencia, reputación del BC y expectativas** (política monetaria anticipada o no anticipada).
- 11) **Estructura, eficiencia y grado de desarrollo del sistema financiero y bancario** → la eficacia de la política monetaria viene condicionada por la rapidez y “fidelidad” con que las actuaciones del BC se transmiten a las unidades finales de gasto a través del sistema bancario y otras instituciones financieras.
- 12) **Contradicciones entre la Política monetaria y política fiscal** (financiación del déficit, Deuda Pública).

Efectividad y límites de la política monetaria

13) **Limitaciones exteriores de la política monetaria** : política monetaria y tipos de cambio.

→ Política monetaria restrictiva → aumento tipos de interés → aumento diferencial de tipos de interés → Entrada K extranjero → Apreciación tipo de cambio → déficit por cuenta corriente

→ Política monetaria expansiva → aumento oferta dinero → disminución tipos de interés → salida K extranjero → depreciación tipo de cambio.

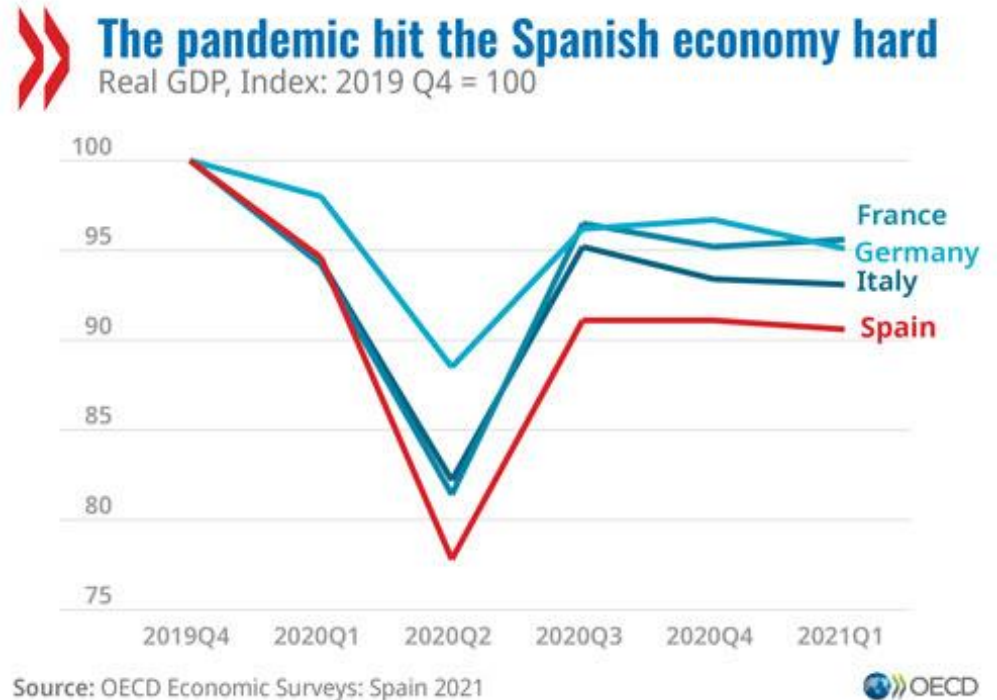
14) **Efectos colaterales negativos de la política monetaria antiinflacionista.**

→ Política monetaria contractiva → aumento tipos de interés → reducción inversión, producción y empleo → costes sociales altos en el control de la inflación.

(**ADVERTENCIA** → hay que tener en cuenta que la política monetaria solo es plenamente eficaz para controlar la inflación cuando ésta es una inflación de demanda).

15) **Una política monetaria muy expansiva estimula el endeudamiento de las familias y hogares.**

Política monetaria y epidemia covid-19



Política monetaria y epidemia covid-19

DECISIONES DEL BCE:

17 de marzo 2020:

Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) con:

- 750.000 millones de compra de activos
- Expanden la categoría de activos y los sectores del ámbito privado que puede comprar, relaja los requerimientos para las garantías, el volumen y la distribución de los flujos de compras serán ajustables en función de las necesidades y no aplicará el límite del 33% de deuda pública comprada por el BCE

Política monetaria y epidemia covid-19

Lo más novedoso se ha centrado en la política de comunicación (*forward guidance*). A tenor de lo expresado por los responsables del BCE, esta institución se erige en garante de la estabilidad económica. Se completa así un giro de la política monetaria de la zona euro desde el período del **objetivo de la estabilidad de los precios**, con una componente claramente antiinflacionista, **la garantía de la supervivencia de la moneda**, hasta la garantía de toda la **estabilidad de la economía**.

Los diferenciales con la deuda alemana a 10 años se alejan de los máximos del año pasado

Puntos básicos



Fuentes: Bloomberg y elaboración propia

Máximos
17 de marzo

Italia 279

Portugal 170

22 de abril

España 154

19 de marzo: el BCE anuncia el programa de compras frente a la pandemia (PEPP).

4 de junio: Lagarde amplía el PEPP en 600.000 millones y lo extiende hasta junio de 2021.

21 de julio: acuerdo de la UE para el fondo de reconstrucción.

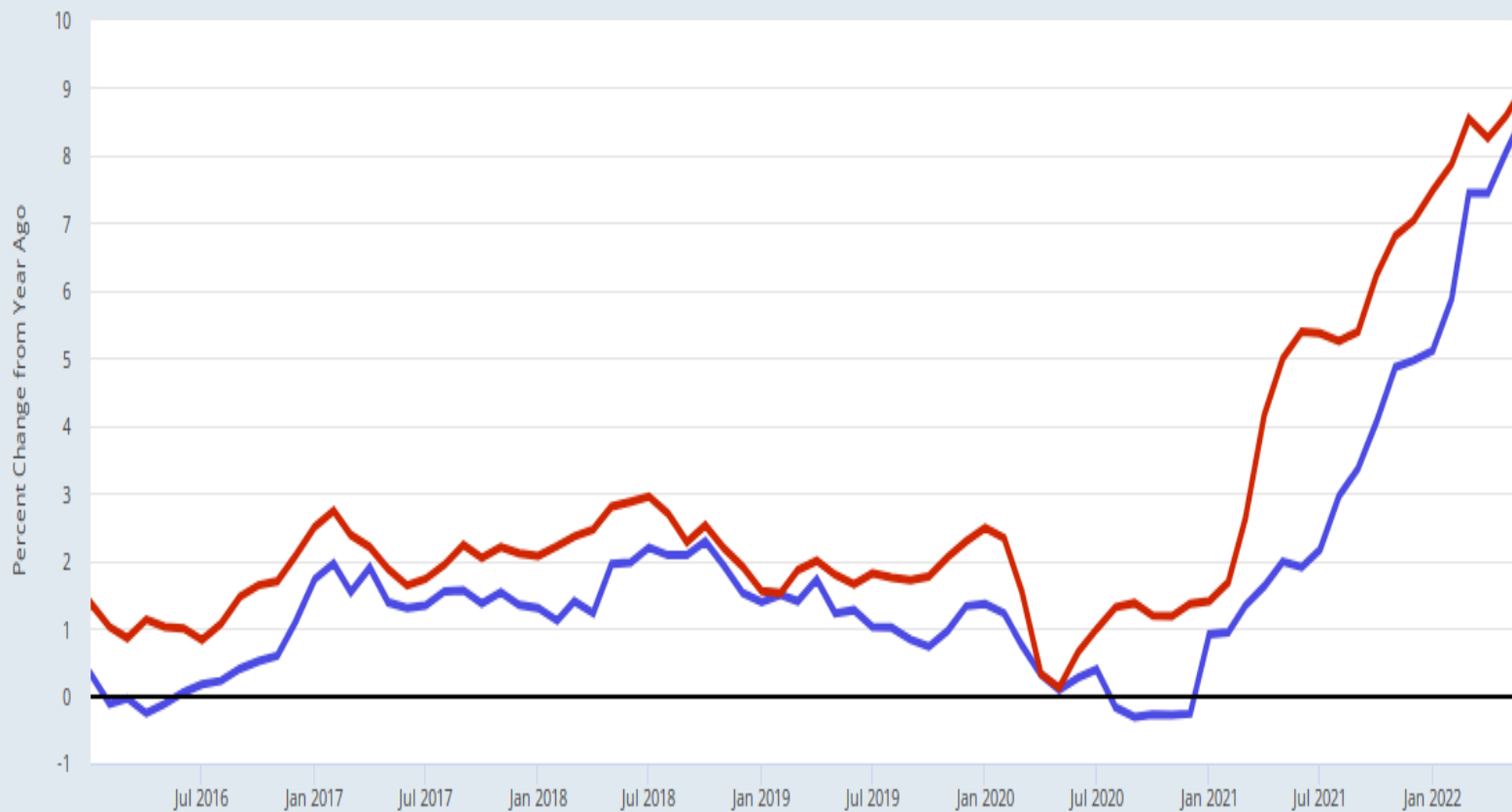
10 de diciembre: El BCE eleva en medio billón su plan antipandemia y lo extiende a marzo de 2022.

A. MERAUVIGLIA / CINCO DÍAS

EL MOMENTO ACTUAL: LA VUELTA DE LA INFLACIÓN

FRED

- Harmonized Index of Consumer Prices: All Items for Euro area (19 countries)
- Consumer Price Index for All Urban Consumers: All Items in U.S. City Average



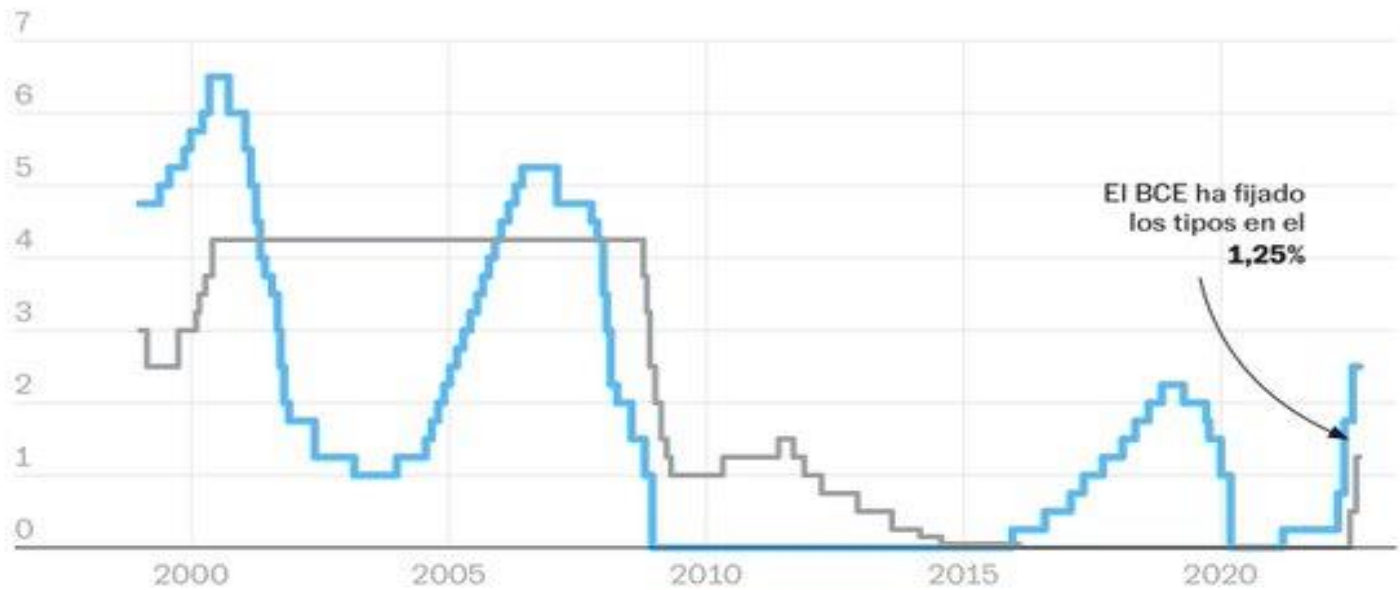
Sources: Eurostat; U.S. Bureau of Labor Statistics

myf.red/g/RYa

Tipos de interés del BCE y la Reserva Federal

En %

— BCE — Reserva Federal



EL PAÍS