

LA POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA: CONCEPTOS, ESTRATEGIA E INSTRUMENTACIÓN

CLODOMIRO FERREIRA MAYORGA y PETER PAZ

Departamento de Análisis Macro-financiero y Política Monetaria

Madrid

19 de abril de 2024





HOJA DE RUTA

PARTE I: DEFINICIONES Y ESTRATEGIA DE POLÍTICA MONETARIA

1. La política monetaria y el papel del banco central
2. Algunas definiciones de política monetaria
3. La estrategia de política monetaria del BCE
 - a. La estrategia original
 - b. Problemas con la estrategia original
 - c. La estrategia definida en 2021

PARTE II: ¿CÓMO SE INSTRUMENTA LA ESTRATEGIA?

4. La transmisión de la política monetaria
5. Instrumentación de la política monetaria en el Área del Euro
 - a. Marco operativo original
 - b. Expansión de los instrumentos disponibles
 - c. La importancia de forward guidance

PARTE III: RESPUESTA A LA PANDEMIA Y ESCENARIO INFLACIONARIO

6. Respuestas de PM ante la Pandemia
7. Complejidad ante escenario inflacionario actual

PARTE IV: TRABAJAR COMO ECONOMISTA EN EL BDE



HOJA DE RUTA

PARTE I: DEFINICIONES Y ESTRATEGIA DE POLÍTICA MONETARIA

- 1. La política monetaria y el papel del banco central**
2. Algunas definiciones de política monetaria
3. La estrategia de política monetaria del BCE
 - a. La estrategia original
 - b. Problemas con la estrategia original
 - c. La estrategia definida en 2021

PARTE II: ¿CÓMO SE INSTRUMENTA LA ESTRATEGIA?

4. La transmisión de la política monetaria
5. Instrumentación de la política monetaria en el Área del Euro
 - a. Marco operativo original
 - b. Expansión de los instrumentos disponibles
 - c. La importancia de forward guidance

PARTE III: RESPUESTA A LA PANDEMIA Y ESCENARIO INFLACIONARIO

6. Respuestas de PM ante la Pandemia
7. Complejidad ante escenario inflacionario actual

PARTE IV: TRABAJAR COMO ECONOMISTA EN EL BDE

¿QUÉ ES LA POLÍTICA MONETARIA?

¿Qué es la política monetaria?

- Conjunto de **decisiones y medidas** que toma la autoridad monetaria de un país (o de una unión monetaria, como en el caso del área del euro) **para influir en el coste y la disponibilidad de financiación en la economía** con el objetivo primordial de lograr la **estabilidad de precios**.

La política monetaria en el área del euro

- En el área del euro, el encargado de llevar a cabo la política monetaria es el **Eurosistema**, conformado por:
 - el Banco Central Europeo (BCE)
 - y los bancos centrales nacionales (incluido el Banco de España).
- El Eurosistema utiliza la política monetaria para conseguir su objetivo de estabilidad de precios.



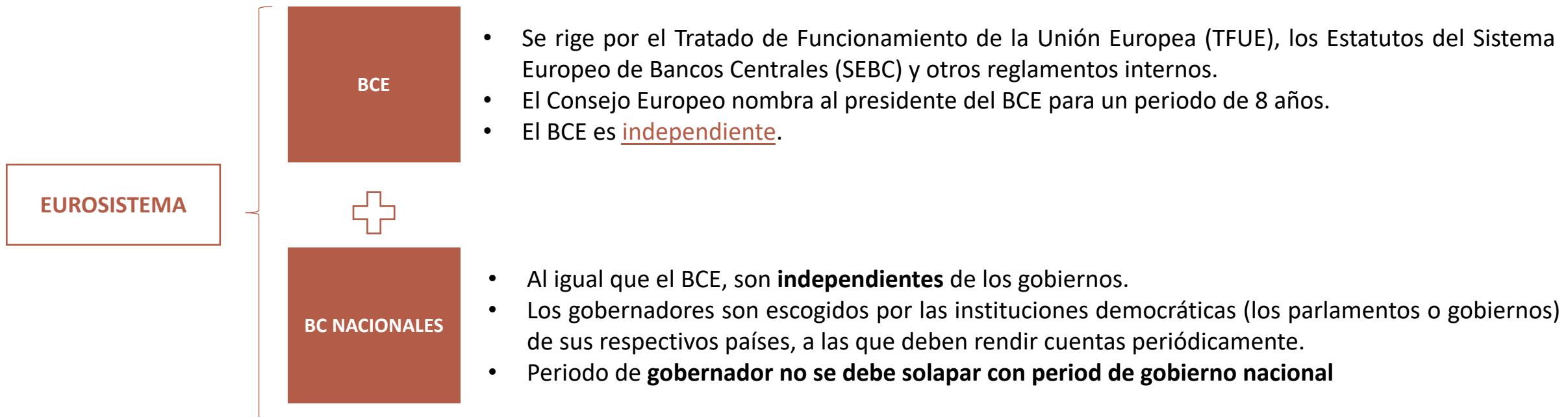


¿Qué es un banco central?

- Un banco central es una **institución pública encargada de la política monetaria**, así como de otras funciones que varían entre distintas jurisdicciones.
- Funciona como un **banco para los bancos comerciales**:
 - Los bancos comerciales pueden acudir al banco central para pedir prestado o depositar su liquidez en forma de “reservas bancarias”.
- El banco central juega un papel crucial en la **gestión y liquidación de los pagos entre bancos comerciales**, lo cual es vital para los pagos entre ciudadanos y empresas con cuenta corriente en distintos bancos.
- Los bancos centrales son los únicos que pueden **emitir dinero circulante y crear nuevas reservas**.
- El **objetivo** de un banco central **varía entre países**. En el área del euro, BCE tiene como objetivo **garantizar la estabilidad de precios** (fundamental para lograr un crecimiento económico estable).

EL BANCO CENTRAL EUROPEO EJECUTA LA POLÍTICA MONETARIA DEL ÁREA DEL EURO JUNTO CON EL RESTO DE BANCOS CENTRALES NACIONALES

- El Banco Central Europeo (BCE) se creó en 1998 y actualmente es el banco central de los 20 países^(a) que usan el euro (€), la moneda oficial de más de 340 millones de personas^(b).
- Los bancos centrales de todos los países de la Unión Europea (UE) son, conjuntamente, los propietarios (“accionistas”) del BCE y cada uno tiene un porcentaje en el capital del BCE.



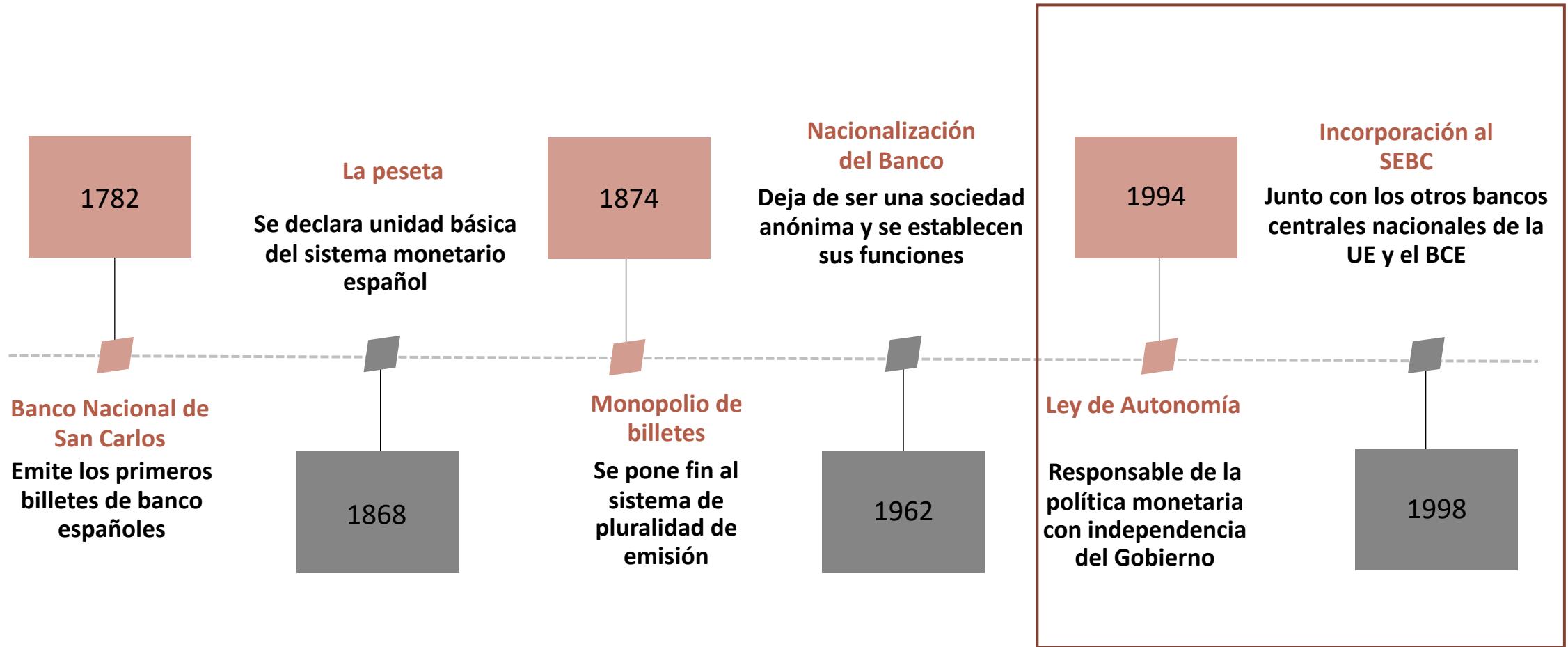
(a) El último país en incorporarse fue Croacia, a partir del 1 de enero de 2023.

(b) Por otro lado, el BCE forma, junto con todos los bancos centrales nacionales de la Unión Europea (hayan adoptado el euro o no), el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC).

El principio de independencia

- Ningún miembro podrá dejarse influir por injerencias políticas y sus **mandatos** están **limitados y no se les puede hacer dimitir** por las decisiones tomadas (Miembros Comisión Ejecutiva: 8 años no renovables)
- Los gobernadores de los BCN **no representan el voto de su país**. Decisiones **consensuadas**. Desde comienzos 2015 se **publica una versión resumida y editada de las actas** de las reuniones del Consejo de Gobierno (8 al año), con 4 semanas de retraso.
- Periodo que **no se solape con gobierno nacional**
- **Prohibición de financiación monetaria y acceso privilegiado** (Arts. 123 y 124 TFUE):
 - **Art. 123:** prohíbe “la autorización de **descubiertos** o concesión de **cualquier otro tipo de créditos**” por el BCE y los BCN “en favor de instituciones, órganos u organismos de la Unión, Gobiernos centrales, autoridades regionales o locales u otras autoridades públicas, organismos de Derecho público o empresas públicas de los Estados miembros, así como la **adquisición directa** a los mismos de **instrumentos de deuda**” por el BCE o los BCN.
 - **Art. 124:** prohíbe el “acceso privilegiado a las entidades financieras para las instituciones, órganos u organismos de la Unión, Gobiernos centrales, autoridades regionales, locales u otras autoridades públicas, organismos de Derecho público o empresas públicas de los Estados miembros”.

EL BANCO DE ESPAÑA: MÁS DE DOS SIGLOS DE HISTORIA





HOJA DE RUTA

PARTE I: DEFINICIONES Y ESTRATEGIA DE POLÍTICA MONETARIA

- 1. La política monetaria y el papel del banco central**
- 2. Algunas definiciones de política monetaria**
- 3. La estrategia de política monetaria del BCE**
 - a. La estrategia original
 - b. Problemas con la estrategia original
 - c. La estrategia definida en 2021

PARTE II: ¿CÓMO SE INSTRUMENTA LA ESTRATEGIA?

- 4. La transmisión de la política monetaria**
- 5. Instrumentación de la política monetaria en el Área del Euro**
 - a. Marco operativo original
 - b. Expansión de los instrumentos disponibles
 - c. La importancia de forward guidance

PARTE III: RESPUESTA A LA PANDEMIA Y ESCENARIO INFLACIONARIO

- 6. Respuestas de PM ante la Pandemia**
- 7. Complejidad ante escenario inflacionario actual**

PARTE IV: TRABAJAR COMO ECONOMISTA EN EL BDE

¿QUÉ ES LA INFLACIÓN Y CÓMO SE MIDE?

¿Qué es la inflación?

- Se define como el **crecimiento general del nivel de precios de consumo** en una economía.
 - El incremento de los precios provoca que mañana podamos comprar menos productos que hoy con la misma cantidad de dinero, por lo tanto, una alta inflación puede reducir el poder adquisitivo de las familias.
 - La inflación, sobre todo inesperada, también puede generar efectos redistributivos en la sociedad: alivia la carga real de la deuda en personas con préstamos, pero reduce el retorno de las personas que ahoran.

Medición de la inflación

- En la eurozona, la inflación se mide con el **Índice Armonizado de Precios al Consumo** (IPCA).
 - Se calcula sobre una **cesta de consumo**, que incluye más de 295 bienes y servicios consumidos por las familias (alimentos, ropa, facturas del teléfono, costo de calefacción, etc.).
 - **Precios ponderados** en función del peso de cada producto en el gasto de las familias.
 - Es un **índice armonizado**: sigue la misma metodología en todos los países de la zona euro.
- Para calcular la **inflación “subyacente”** se eliminan los precios de los alimentos no elaborados y de la energía, que presentan mayor volatilidad que el precio del resto de componentes de la cesta de consumo.

UN EJEMPLO SIMPLIFICADO PARA ENTENDER CÓMO SE CALCULA UNA CESTA DE BIENES

	Ponderaciones	Precios (€)	
		Año base	Año 2
Alimentos	60	Supermercado: 1,00 Tienda especializada: 1,20 1 €	Supermercado: 1,40 Tienda especializada: 1,50 1,2 €
Calefacción	30	Operador 1: 3,80 Operador 2: 4,20 4 €	Operador 1: 5,00 Operador 2: 5,40 5,20 €
Vestimenta	10	Medio 1: 2,10 Medio 2: 1,90 2 €	Medio 1: 2,30 Medio 2: 2,10 2,20 €
Suma ponderada		2,00 €	2,50 €
Índice (año 1 como referencia)		100	125
Inflación general (crecimiento de precios)		-	25 %
Inflación subyacente		-	10 %

Fuente: "Metodología del Índice de Precios de Consumo del INE. Base 2016", https://www.ine.es/metodologia/t25/t2530138_16.pdf)

(a) En España, el Instituto Nacional de Estadística (INE) basa sus ponderaciones en la Encuesta de Presupuestos Familiares y la Contabilidad Nacional para reflejar el comportamiento de los consumidores. En total, se observa el precio de unos 480 artículos en más de 33.000 establecimientos repartidos por todo el territorio nacional, alcanzando un total aproximado de 220.000 precios procesados cada mes.

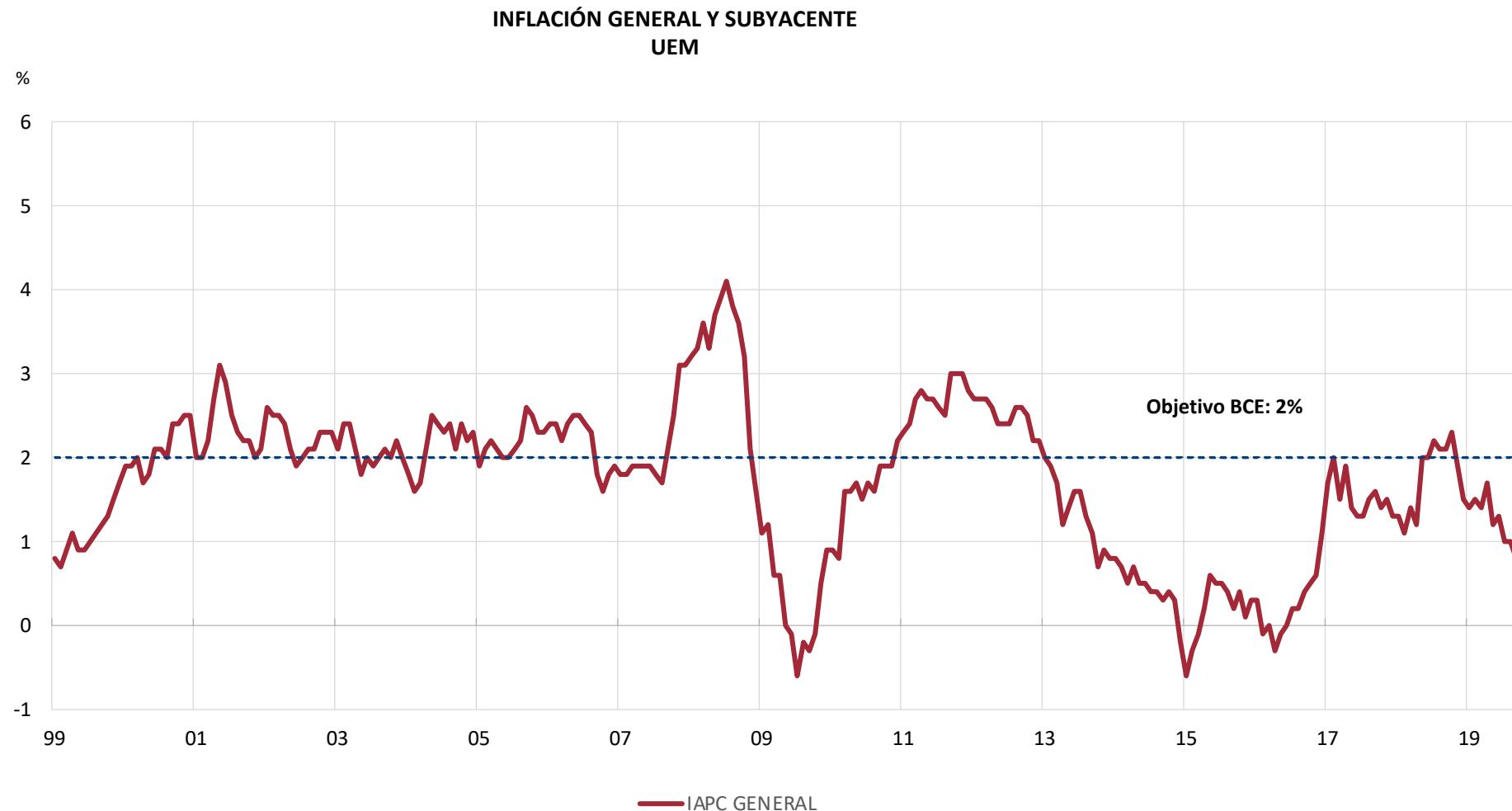
UN EJEMPLO SIMPLIFICADO PARA ENTENDER CÓMO SE CALCULA UNA CESTA DE BIENES

	Ponderaciones	Precios (€)	
		Año base	Año 2
Alimentos	60	Supermercado: 1,00 Tienda especializada: 1,20 1 €	Supermercado: 1,40 Tienda especializada: 1,50 1,2 €
Calefacción	30	Operador 1: 3,80 Operador 2: 4,20 4 €	Operador 1: 5,00 Operador 2: 5,40 5,20 €
Vestimenta	10	Medio 1: 2,10 Medio 2: 1,90 2 €	Medio 1: 2,30 Medio 2: 2,10 2,20 €
Suma ponderada		2,00 €	2,50 €
Índice (año 1 como referencia)		100	125
Inflación general (crecimiento de precios)		-	25 %
Inflación subyacente		-	10 %

Fuente: "Metodología del Índice de Precios de Consumo del INE. Base 2016", https://www.ine.es/metodologia/t25/t2530138_16.pdf)

(a) En España, el Instituto Nacional de Estadística (INE) basa sus ponderaciones en la Encuesta de Presupuestos Familiares y la Contabilidad Nacional para reflejar el comportamiento de los consumidores. En total, se observa el precio de unos 480 artículos en más de 33.000 establecimientos repartidos por todo el territorio nacional, alcanzando un total aproximado de 220.000 precios procesados cada mes.

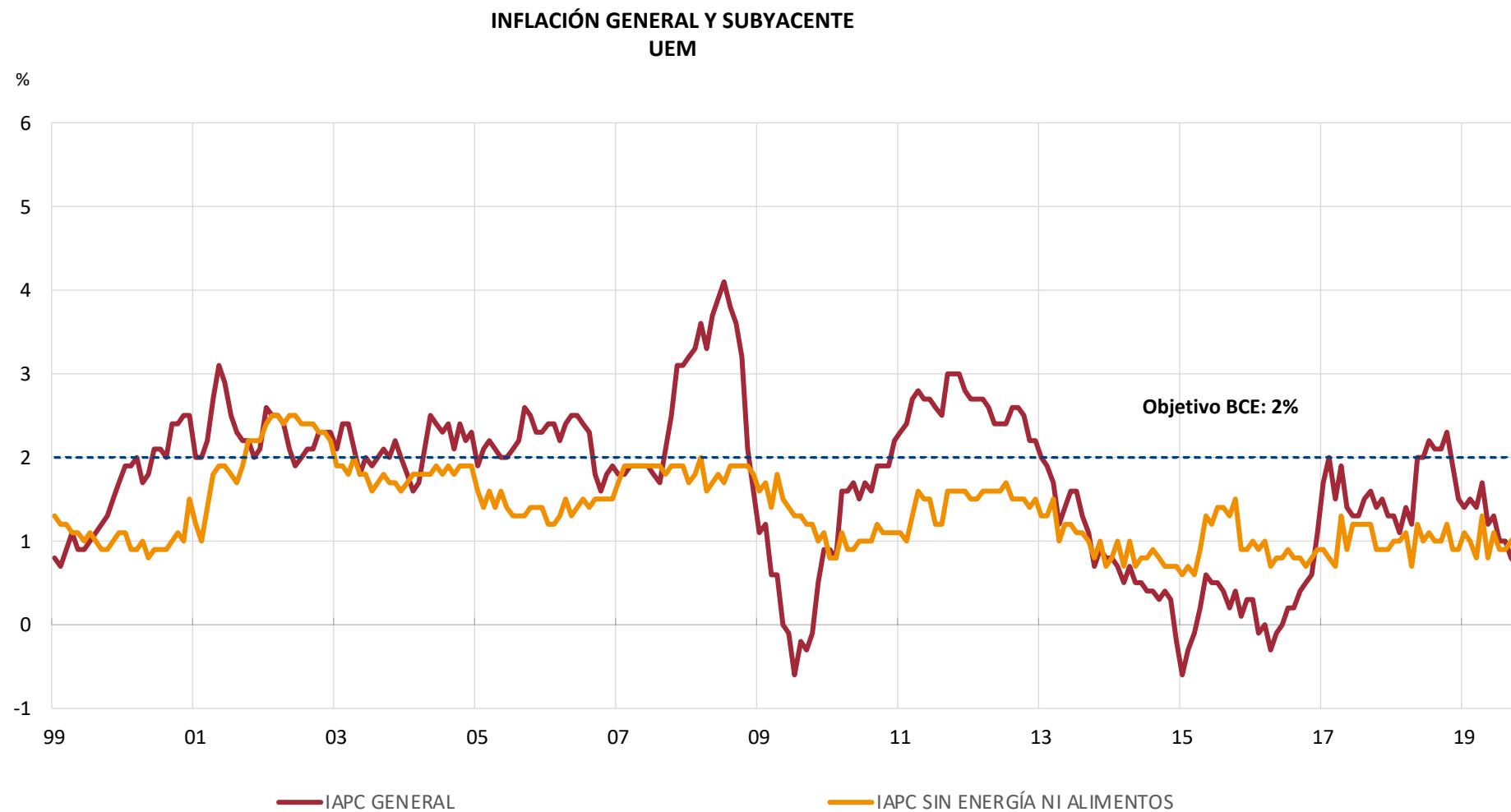
EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN EN EL ÁREA DEL EURO



Fuente: Eurostat. Última observación: octubre 2019.

Nota: Inflación medida con el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC).

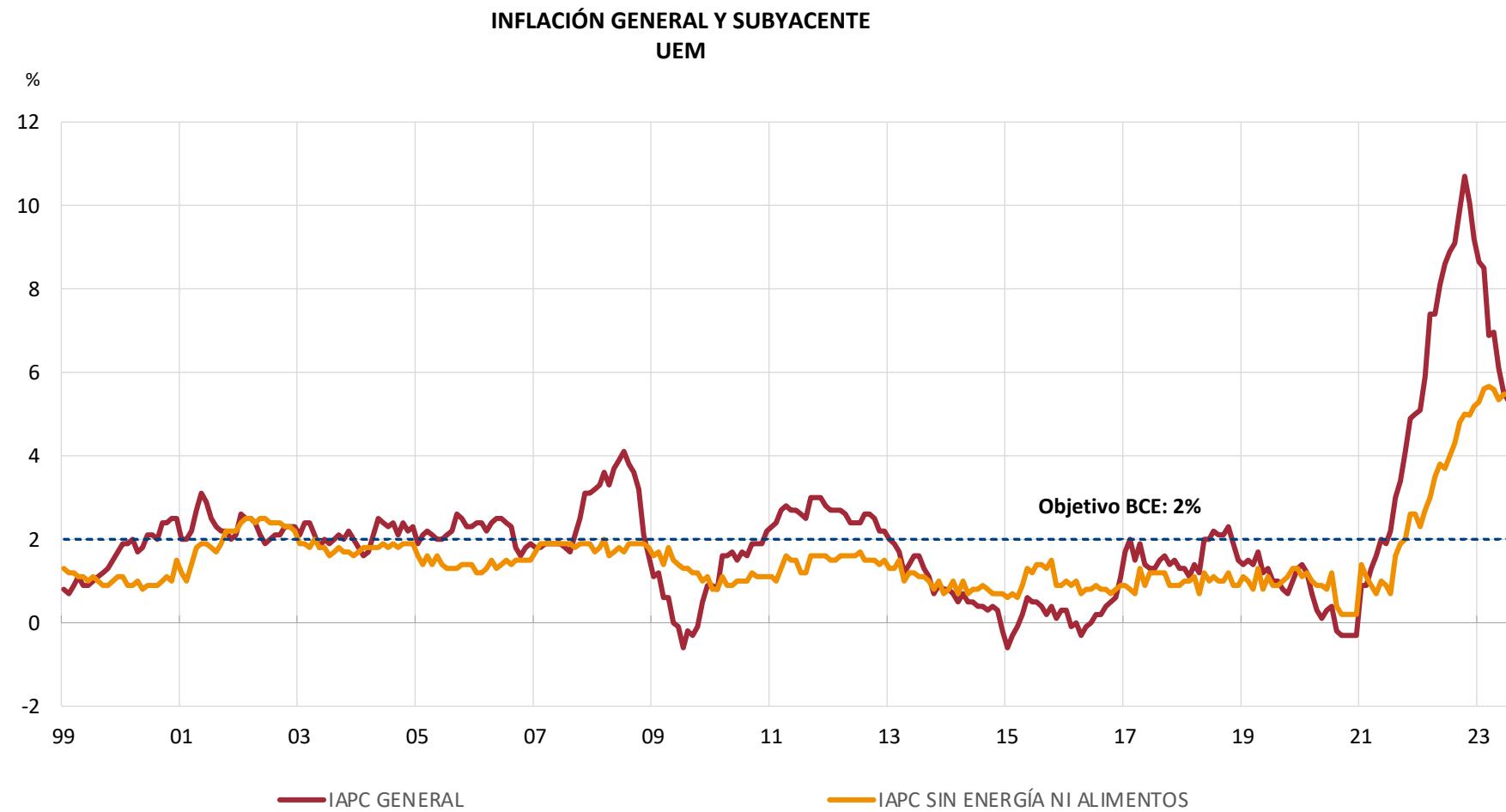
EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN EN EL ÁREA DEL EURO



Fuente: Eurostat. Última observación: octubre 2019.

Nota: Inflación medida con el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC).

EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN EN EL ÁREA DEL EURO

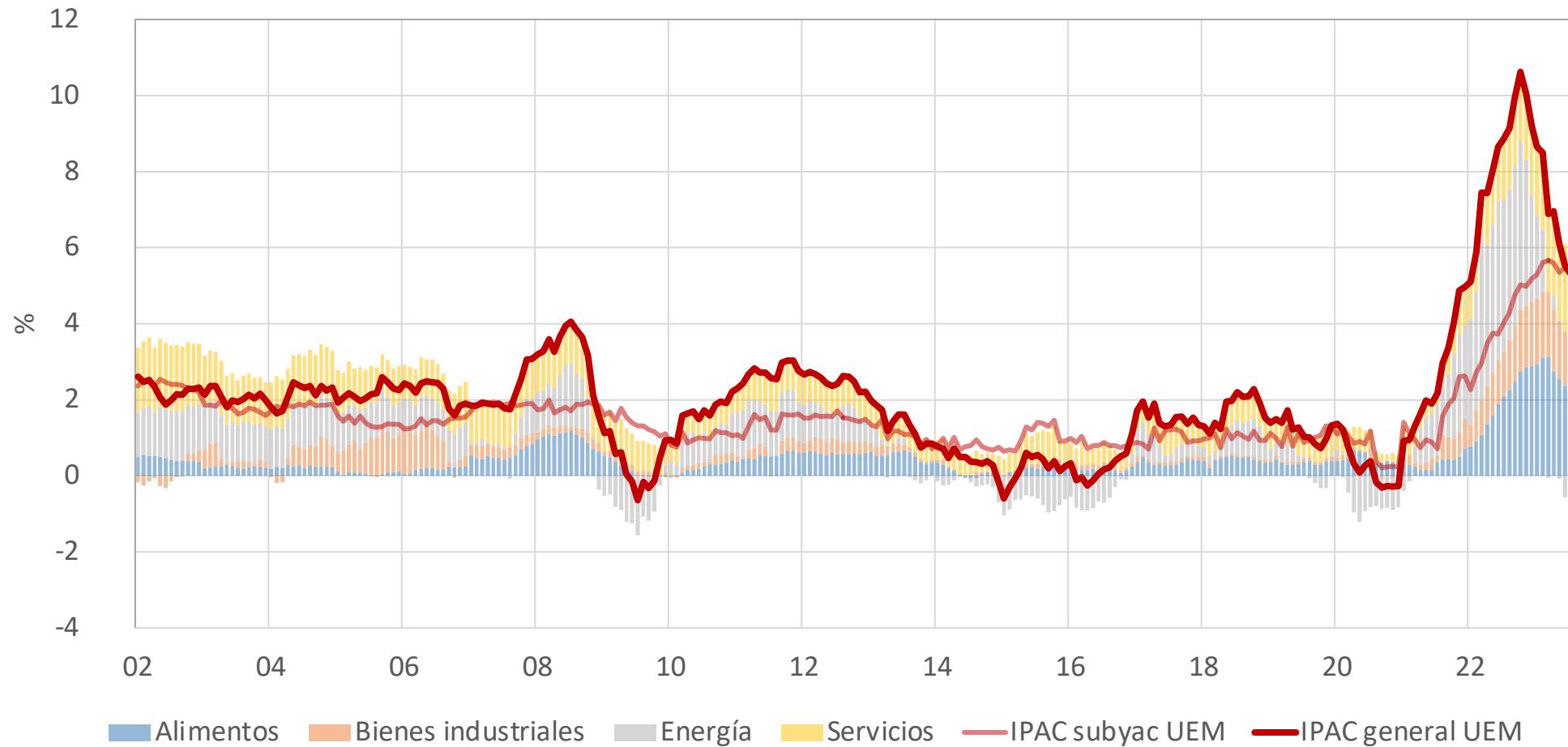


Fuente: Eurostat. Última observación: septiembre 2023.

Nota: Inflación medida con el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC).

EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN GENERAL EN EL ÁREA DEL EURO POR COMPONENTES

UEM: IAPC GENERAL Y CONTRIBUCIONES POR COMPONENTES

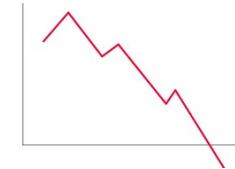


Fuente: Eurostat. Última observación: septiembre 2023.

¿QUÉ ES LA DEFLACIÓN?

¿Qué es la deflación?

- La deflación es una **caída general y continuada** de los precios de la economía (inflación negativa).

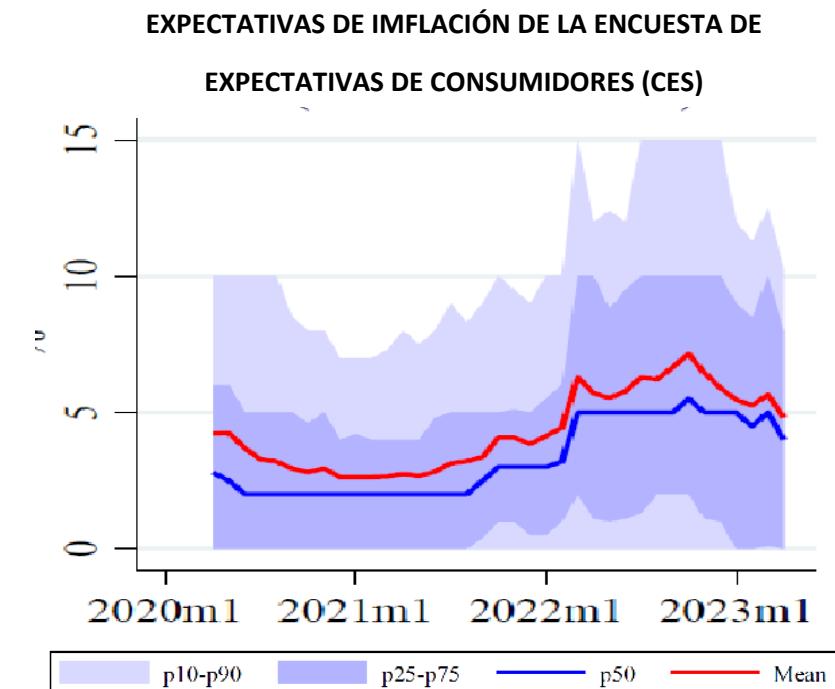
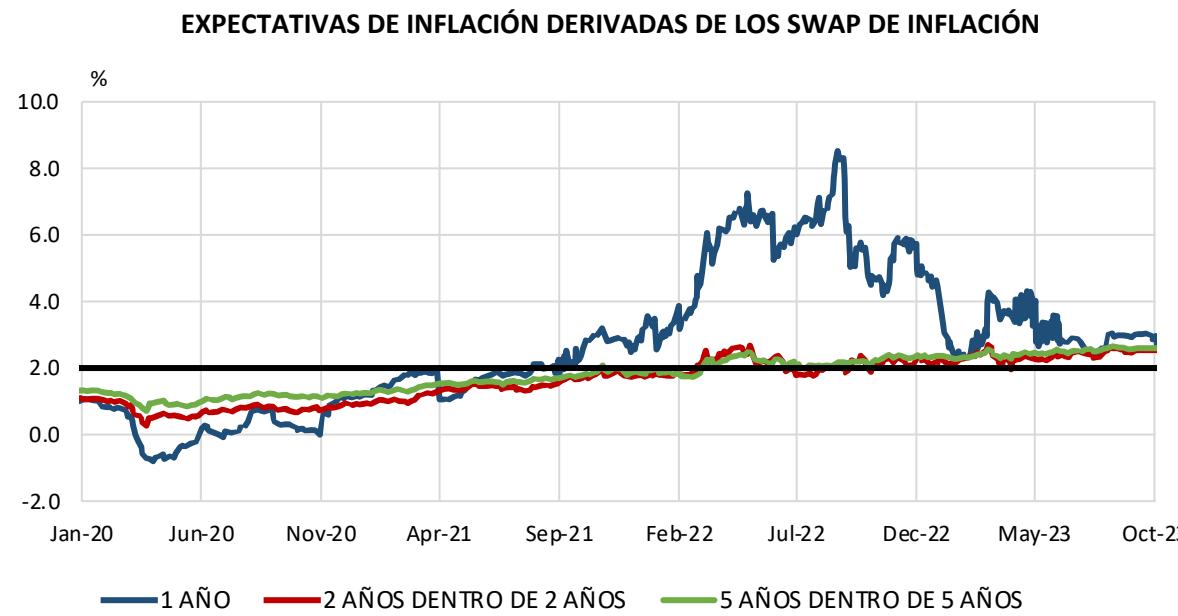


Efectos de la deflación

- La deflación tiene **efectos muy perjudiciales** en la economía.
 - Puede provocar una **reducción del gasto y la inversión**, lo que se puede traducir en un menor crecimiento económico y un aumento en el desempleo y / o disminución en salarios.
- La deflación hace **más difícil hacer frente a las deudas**, al aumentar la carga real de las mismas, es decir, el valor de esas deudas en términos de la cesta de consumo.

LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN

- Las expectativas de inflación se refieren a la **inflación futura esperada por los agentes económicos hoy**.
 - Son la base de nuestras **decisiones de gasto e inversión en el presente** (si pensamos que la inflación mañana será alta, compraremos un coche hoy, pero si pensamos que va a ser baja -o negativa-, pospondremos nuestra compra).
- Cuando el objetivo de inflación del banco central es claro y predecible, los ciudadanos anclan sus expectativas a dicho objetivo.
- Las expectativas de inflación no pueden observarse, pero se pueden estimar mediante encuestas o mediante instrumentos financieros cuya remuneración está ligada a la inflación futura: Survey of Professional Forecasters (SPF), Survey of Monetary Analysts (SMA), Consumer Expectations Survey (CES).



¿QUÉ SON LOS TIPOS DE INTERÉS?: DIFERENCIA ENTRE DISTINTAS DEFINICIONES

Tipo de interés Nominal

- Porcentaje determinado en los contratos que establece el monto que se agregará al capital como coste o rendimiento de cualquier forma de deuda o ahorro.
 - Al contratar un préstamo con el banco, los prestatarios deberán pagar al banco el tipo de interés nominal establecido en el contrato.
 - En el caso de los depósitos bancarios, los ahorradores recibirán un tipo de interés nominal (un rendimiento) por depositar su dinero en el banco.

Tipo de interés Real

- Es el **tipo de interés nominal menos la inflación**, lo que nos permite conocer el coste real de un préstamo o el rendimiento real del ahorro.
$$\text{tipo de interés real } (r) = \text{tipo de interés nominal } (i) - \text{inflación } (\pi)$$
- Permite conocer cómo evoluciona el poder adquisitivo.

¿QUÉ SON LOS TIPOS DE INTERÉS?: DIFERENCIA ENTRE DISTINTAS DEFINICIONES (CONT.)

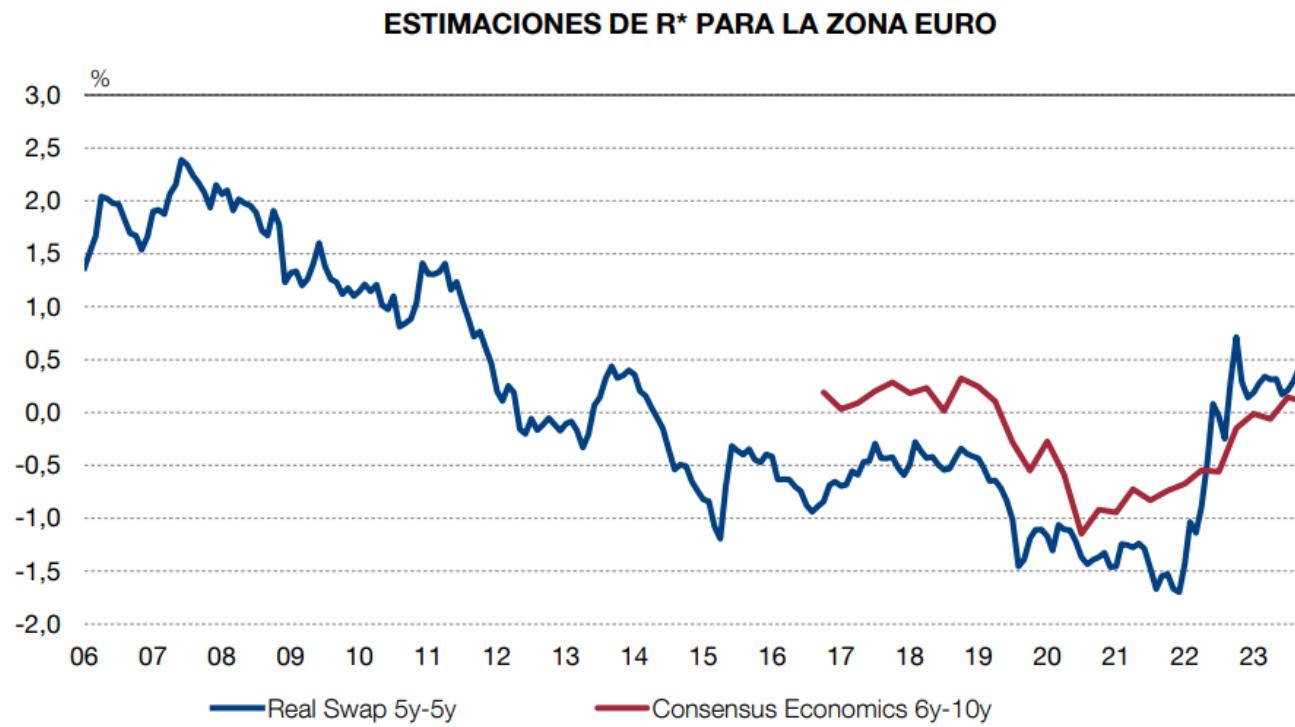
Tipo de interés
Natural
(o de equilibrio)

- Es el tipo de interés real que prevalece cuando la actividad económica agregada se mantiene en su **nivel potencial**
- El nivel potencial de la economía se refiere al nivel estimado de producción cuando todos los recursos están **empleados a su máxima capacidad**
- Determinado por **factores estructurales**.
- **No es observable: se debe estimar, con bastante incertidumbre**

Tipo de interés
Consistente con
el objetivo de
inflación

- Es el nivel de **tipo de interés nominal** que permite **estabilizar la inflación en el 2%** en el mediano plazo, si no se dieran eventos inesperados.
- Es **condicional** a las previsiones económicas, y al modelo de referencia para tomar decisiones

ESTIMACIONES DE R* PARA LA ZONA EURO



Fuente: Refinitiv Datastream, Bloomberg Data License y Consensus Economics Inc

DIRECCIÓN GENERAL DE ECONOMÍA Y ESTADÍSTICA – BANCO DE ESPAÑA

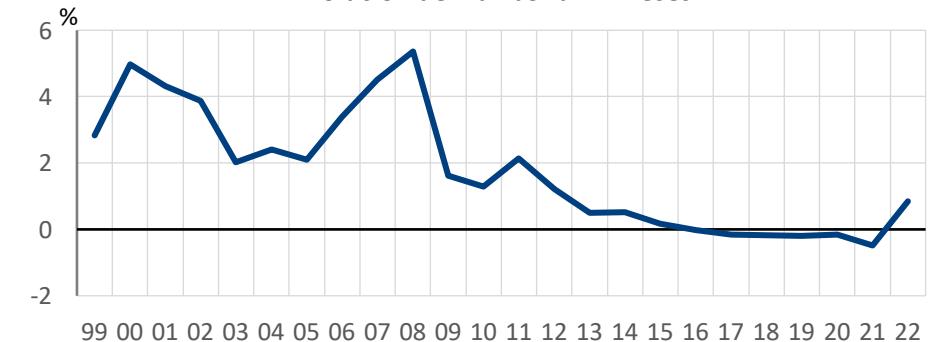
LOS TIPOS DE INTERÉS DE REFERENCIA: ALGUNOS DE LOS MÁS COMUNES SON EL EURÍBOR Y EL €STR (ANTES EONIA)

- Los tipos de interés de referencia son aquellos que **se utilizan como base de contratos financieros** (por ej.: préstamos hipotecarios u otros préstamos bancarios).
 - También se utilizan para calcular las penalizaciones por descubiertos en cuenta o los intereses de los depósitos.

Euríbor

- Tipo europeo de oferta interbancaria (**Euro Interbank Offered Rate**), calculado por el Instituto Europeo de Mercados Monetarios (EMMI).
- Tipo de interés obtenido como la **media del tipo de interés al que los bancos europeos se prestan dinero entre ellos a medio y largo plazo**.
- Puede ser a 1 semana, 1 mes, 3 meses, 6 meses o 12 meses.
- Desde 2020, se combinan datos históricos con la opinión de expertos para su cálculo (antes basado en encuestas).

Evolución del Euríbor a 12 meses



Fuente: Banco de España.

€STR

- Euro Short-Term Rate**, publicado por el BCE desde oct-2019 en sustitución del EONIA.
- Tipo de interés interbancario del área del euro que refleja el **coste de financiación para los bancos de tomar fondos en operaciones de depósito a un día** en condiciones de mercado.

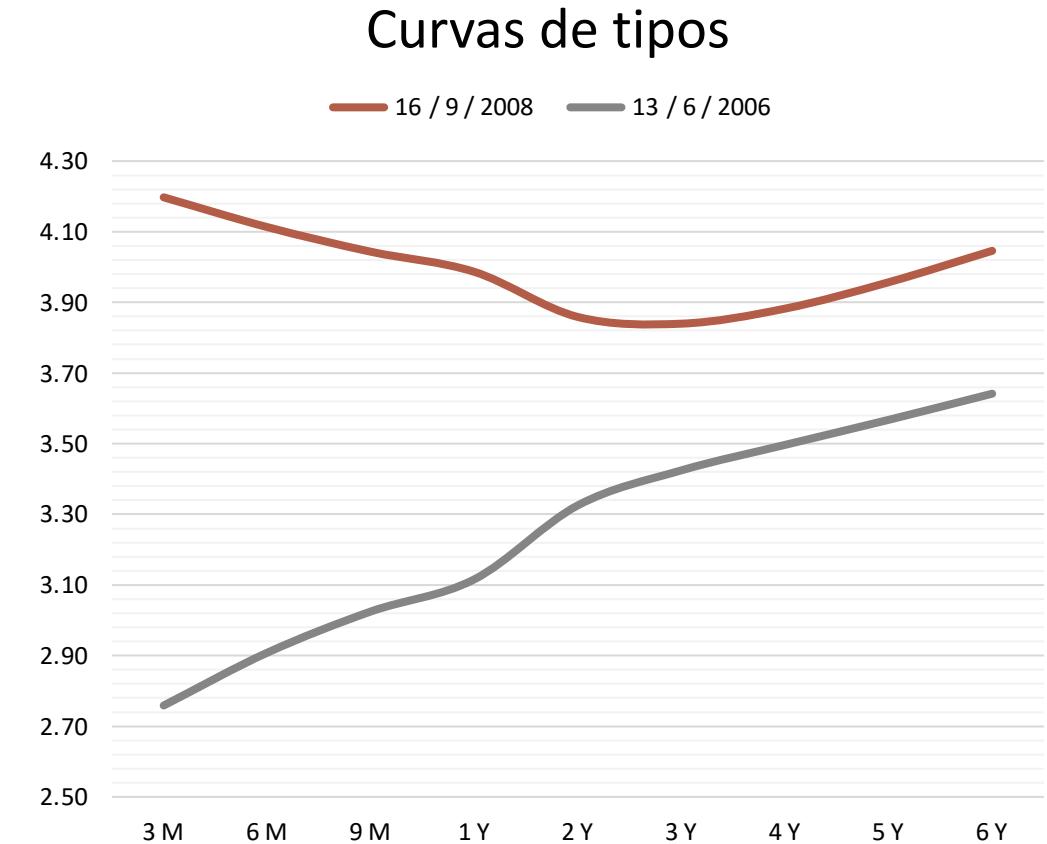
Evolución del EONIA y del €STR



Fuente: Banco de España.

¿QUÉ ES LA CURVA DE TIPOS DE INTERÉS?

- La curva de tipos de interés es la representación gráfica de la **relación entre el rendimiento** (tipos de interés) **de un activo de referencia** (los bonos soberanos de un país) **y su plazo de vencimiento**.
 - Refleja las expectativas sobre la evolución futura de los tipos de interés.
 - Incorpora primas de compensación por posible riesgos de impago soberano.
- La **pendiente** de la curva de tipos puede ser:
 - Positiva**: normalmente, los bonos a más largo plazo presentan mayor riesgo y, por tanto, ofrecen mayor rendimiento.
 - Negativa** (curva de tipos invertida): puede indicar expectativas de menor actividad en el futuro, acompañada de menor inflación (si se materializa ese escenario, el banco central reducirá sus tipos oficiales y con ello se reducirán los tipos a largo – a través de las expectativas).
 - Aplanada**: se ha observado en momentos de elevada incertidumbre. En determinadas circunstancias puede reflejar la anticipación de los mercados financieros a una posible recesión.





HOJA DE RUTA

PARTE I: DEFINICIONES Y ESTRATEGIA DE POLÍTICA MONETARIA

1. La política monetaria y el papel del banco central
2. Algunas definiciones de política monetaria
- 3. La estrategia de política monetaria del BCE**
 - a. La estrategia original
 - b. Problemas con la estrategia original
 - c. La estrategia definida en 2021

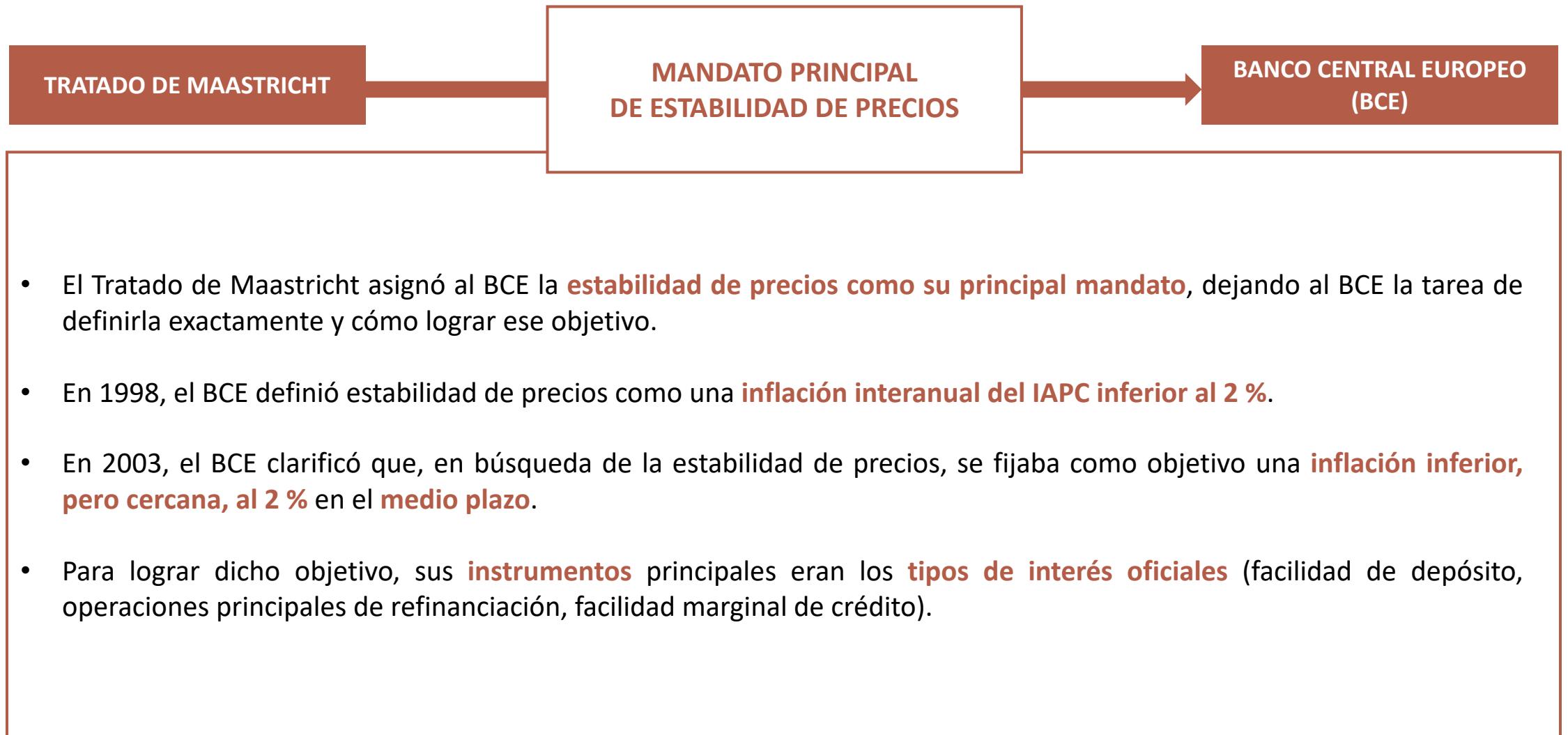
PARTE II: ¿CÓMO SE INSTRUMENTA LA ESTRATEGIA?

4. La transmisión de la política monetaria
5. Instrumentación de la política monetaria en el Área del Euro
 - a. Marco operativo original
 - b. Expansión de los instrumentos disponibles
 - c. La importancia de forward guidance

PARTE III: RESPUESTA A LA PANDEMIA Y ESCENARIO INFLACIONARIO

6. Respuestas de PM ante la Pandemia
7. Complejidad ante escenario inflacionario actual

PARTE IV: TRABAJAR COMO ECONOMISTA EN EL BDE



¿Por qué un límite del 2% para la tasa de inflación?

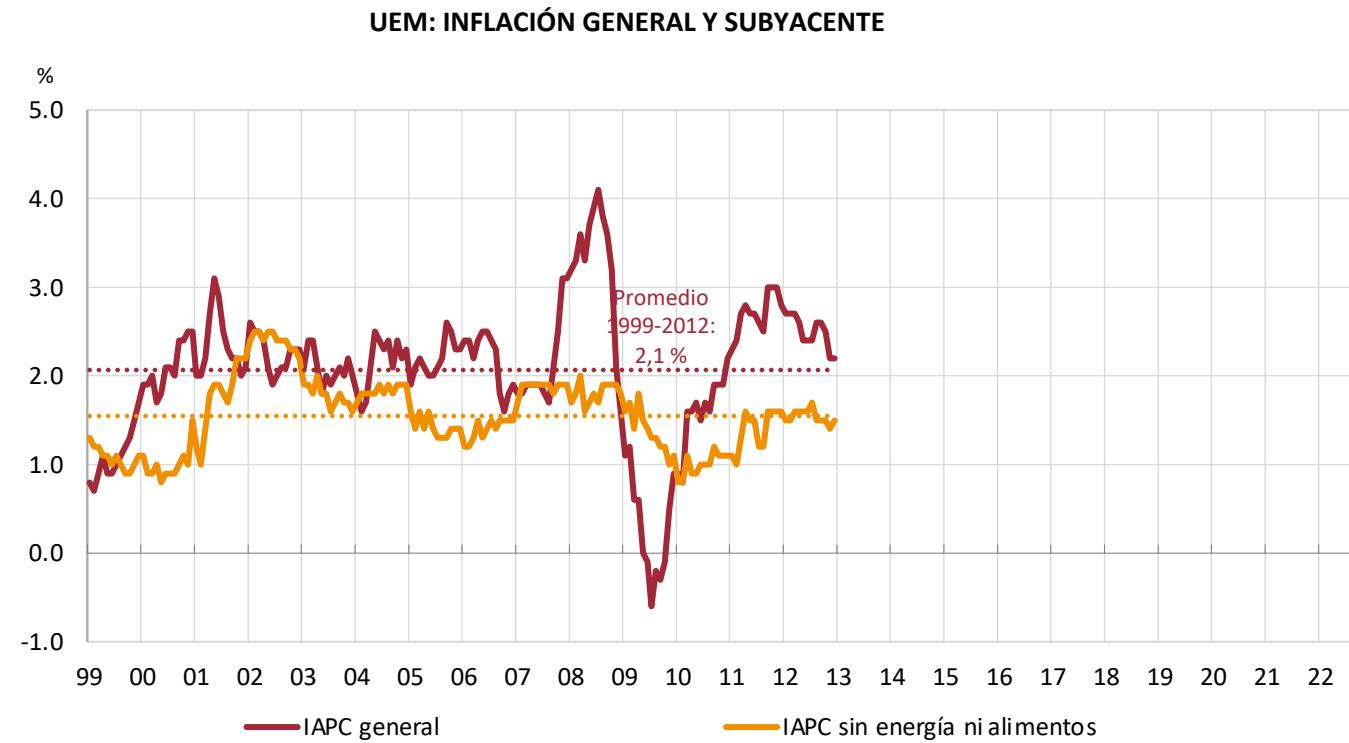
- **Suficientemente bajo para que la economía se beneficie de la estabilidad de precios.** *La pérdida de valor del dinero compromete sus funciones básicas (reserva de valor, numerario y medio de intercambio), perjudicando las decisiones de consumo-ahorro y la formación de precios, salarios y expectativas.*
- **Margen suficiente para acomodar diferenciales de inflación benignos.**
- **Acomoda posibles sesgos positivos en la medición de la inflación,** por ejemplo una mala medición de la calidad (*ej: precio ordenadores*).
- **Parecía margen suficiente para evitar el riesgo de inflación muy reducida o de deflación.** Cuando nació el Euro, la probabilidad de estar en el **límite inferior efectivo de los tipos de interés** a lo largo del ciclo económico era muy reducida. En la actualidad, esta probabilidad ha aumentado mucho.

¿Y por qué “en el medio plazo”?

- Hay retrasos largos y variables en la transmisión de las decisiones de PM a la economía real –el “mecanismo de transmisión de la PM”-
- Impide un excesivo “activismo” en las decisiones de PM, que podría inducir volatilidad en precios y actividad, y/o podría tener efectos procíclicos.
- Permite tener en cuenta la naturaleza de las perturbaciones económicas, el grado de anclaje de las expectativas de inflación, así como los desequilibrios monetarios y financieros.

RESULTADOS DE LA ANTERIOR ESTRATEGIA

- Durante la primera década del euro, en un contexto de shocks principalmente inflacionarios, la inflación se mantuvo en torno a niveles cercanos al objetivo.

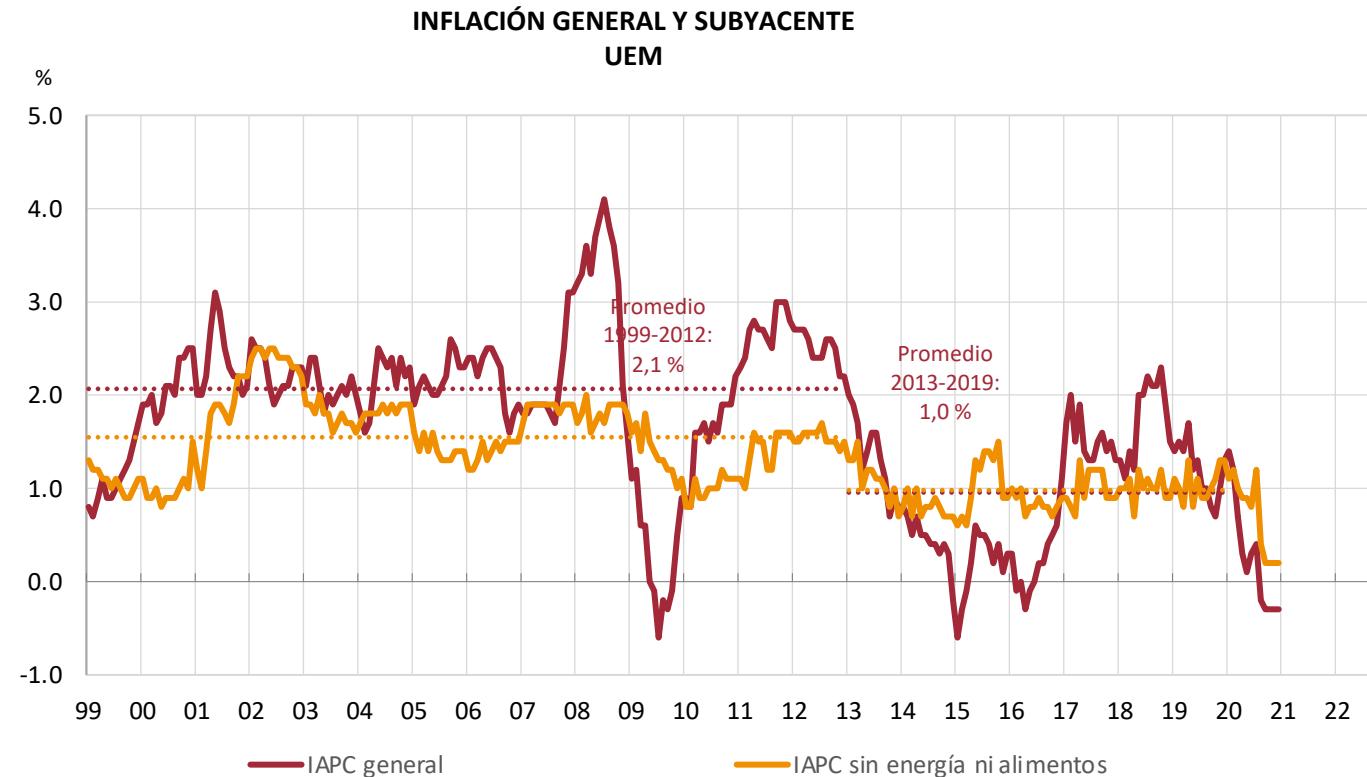


Fuente: Eurostat. Última observación: octubre 2022.

Nota: Inflación medida con el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC).

RESULTADOS DE LA ANTERIOR ESTRATEGIA (CONT.)

- Sin embargo, con la llegada de la crisis financiera global en 2008, se inició una segunda fase dominada por shocks desinflacionarios...
- ...caracterizada por unos tipos de interés cercanos a su límite inferior y, a partir de 2013, una inflación persistentemente por debajo de su objetivo.
- Este segundo periodo duró hasta bien entrada la pandemia por Covid-19



- En este contexto, y ante los cambios estructurales acaecidos en la economía del área del euro durante las dos décadas anteriores, se hizo patente la necesidad de revisar la estrategia.

Fuente: Eurostat. Última observación: octubre 2022.

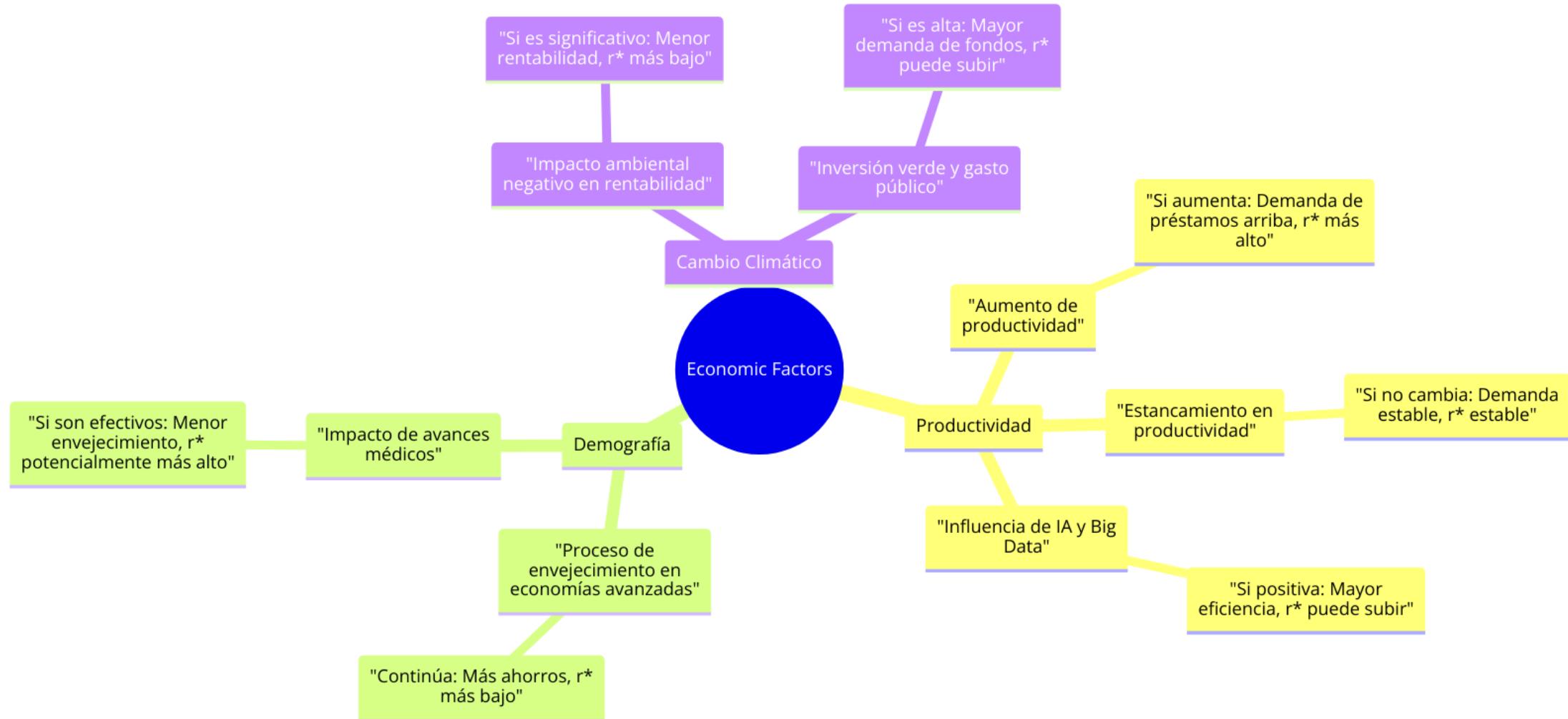
Nota: Inflación medida con el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC).

CAÍDA EN EL TIPO DE INTERÉS NATURAL DEL ÁREA DEL EURO

- El **tipo de interés natural (r^*)** es el nivel del tipo de interés real que permite estabilizar la actividad en su nivel potencial y la inflación en su objetivo (π^*).
- Para estabilizar la inflación, el banco central intenta mantener el tipo de interés real en el nivel del tipo natural.
- La **caída del tipo de interés natural** refleja el **menor crecimiento de la productividad**, factores **demográficos** adversos, y el legado de la **crisis** financiera global, entre otros factores.

- 
- La caída en r^* 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.
 - En la anterior revisión estratégica (2003) se tuvo en cuenta esta limitación, pero se estimó que era poco probable que pudiera restringir la política monetaria en el futuro.

EL FUTURO DE R*: ALGUNAS INCERTIDUMBRES CLAVES



LA PROPIA DEFINICIÓN DEL OBJETIVO DE INFLACIÓN TAMBIÉN PRESENTABA ALGUNOS PROBLEMAS

Anterior objetivo (2003):
“inflación inferior,
pero cercana, al 2 %”

- Susceptible de ser interpretado como **asimétrico**, es decir, que la respuesta de la política monetaria era más contundente ante desviaciones de la inflación por encima del objetivo que por debajo.
 - Esta percepción de asimetría no favorecía el anclaje de las expectativas de inflación en niveles realmente cercanos al 2 %.
- Además, el propio objetivo numérico de inflación no quedaba bien definido (“cercano a”: ¿1,7? ¿1,8%? ¿1,9%?).



Era necesario redefinir el objetivo de inflación para que fuera **más claro y simétrico** y se evitase una interpretación mecánica del objetivo como un “techo” para la inflación.

- Para hacer el objetivo de inflación más **claro y simétrico**, y afrontar la dificultad asociada a la caída en los tipos de interés de equilibrio y el **límite inferior a los tipos nominales**, la nueva estrategia incorpora **dos modificaciones fundamentales**:

Objetivo de inflación

Se establece un objetivo de inflación del **2 %** 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**.

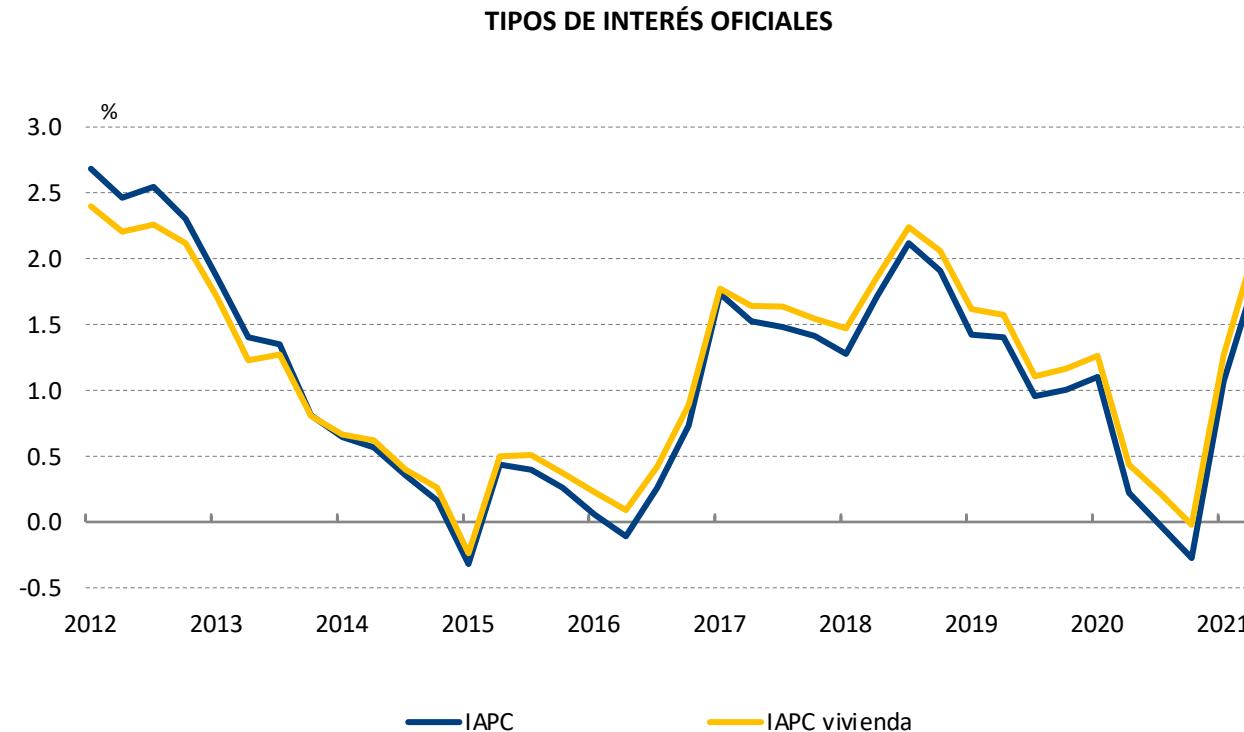
Medidas contundentes o persistentes

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 (overshooting)**.

REVISIÓN DE LA ESTRATEGIA: MEDICIÓN DE LA INFLACIÓN, E INCORPORACIÓN DEL COSTE DE LA VIVIENDA EN PROPIEDAD

- El **Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC)** continúa siendo el indicador de precios más adecuado para evaluar la consecución del objetivo de inflación.
- No obstante, se reconoce que la inclusión de los **costes relacionados con la vivienda en régimen de propiedad** representaría mejor la tasa de inflación relevante para los hogares (proyecto que puede conllevar varios años). Se debe separar el componente de consumo del de inversión, siendo el primero el relevante para la política monetaria.



Fuente: Eurostat. Cálculos del BCE para el discurso de I. Schnabel, *New narratives on monetary policy – the spectre of inflation*, Septiembre 2021.

Dos análisis interdependientes

- Las decisiones de política monetaria se basarán en una evaluación integral de dos análisis interdependientes: el **análisis económico** y el **análisis monetario y financiero**.

Adaptación de la comunicación

- Presentación en diferentes formatos 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

- La estrategia de política monetaria se revisará periódicamente.
- Próxima revisión prevista para 2025.**

Cambio climático

- En el marco de su mandato, el Consejo de Gobierno del BCE asegurará que el Eurosistema tenga plenamente en cuenta, en línea con las metas y objetivos climáticos de la UE, 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 diseño del marco operativo de la política monetaria** en lo referente a:
 - La divulgación de información (*disclosure*).
 - La evaluación de riesgos.
 - Las compras de activos del sector empresarial.
 - El sistema de activos de garantía.

OBJETIVO SIMÉTRICO DE ESTABILIDAD DE PRECIOS

Incremento interanual del IAPC del 2%

Análisis económico

Análisis de la economía nominal y real

- **Precios y costes:** IAPC, IPRI, costes laborales
- **Producción y demanda**
- **Mercado de trabajo:** Empleo, desempleo, vacantes, participación
- **Política fiscal Y Sector exterior:** Balanza de pagos, Comercio exterior, y Precios de X y M

Análisis financiero

Análisis mercados de crédito y precios de activos

- **Mercado crédito:** precios y cantidades.
- **Precios de activos y curvas de tipos de interés**
- **Tipo de cambio**
- **Estabilidad financiera**

Evaluar
MECANISMO DE
TRANSMISIÓN
+
RIESGOS

DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA

ESTRATEGIA DE POLÍTICA MONETARIA: ANÁLISIS ECONÓMICO Y FINANCIERO

EL PROCESO INFLACIONISTA INICIADO EN 2021 Y AGRAVADO EN 2022 HA DEJADO
ATRÁS SU PICO, AUNQUE TODAVÍA NO HA FINALIZADO.

BANCO DE ESPAÑA

LA PRINCIPAL DIFERENCIA ES QUE AHORA HAN CAÍDO LOS SALARIOS REALES Y
SE HA MODERADO LA TASA DE DESEMPLEO.

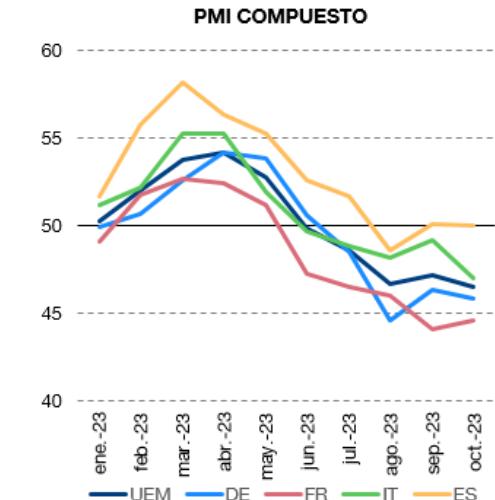
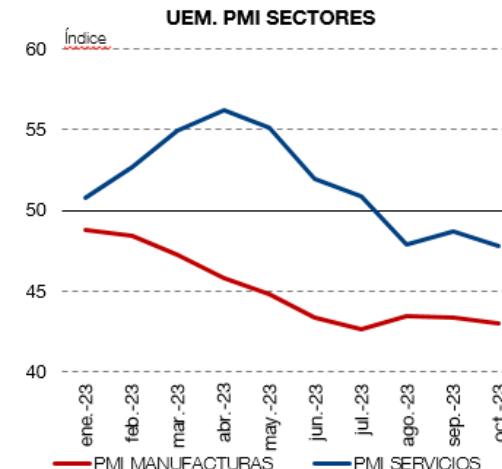
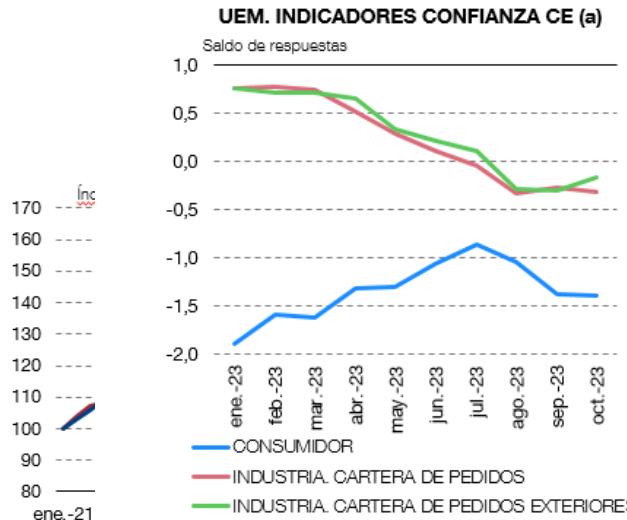
BANCO DE ESPAÑA
Eurosistema

LA DEBILIDAD DE LA ACTIVIDAD SERÍA GENERALIZADA TANTO POR COMPONENTES
DE LA DEMANDA COMO POR PAÍSES

BANCO DE ESPAÑA
Eurosistema

BANCO DE ESPAÑA
Eurosistema

EL PRECIO
DEL PETRÓLEO



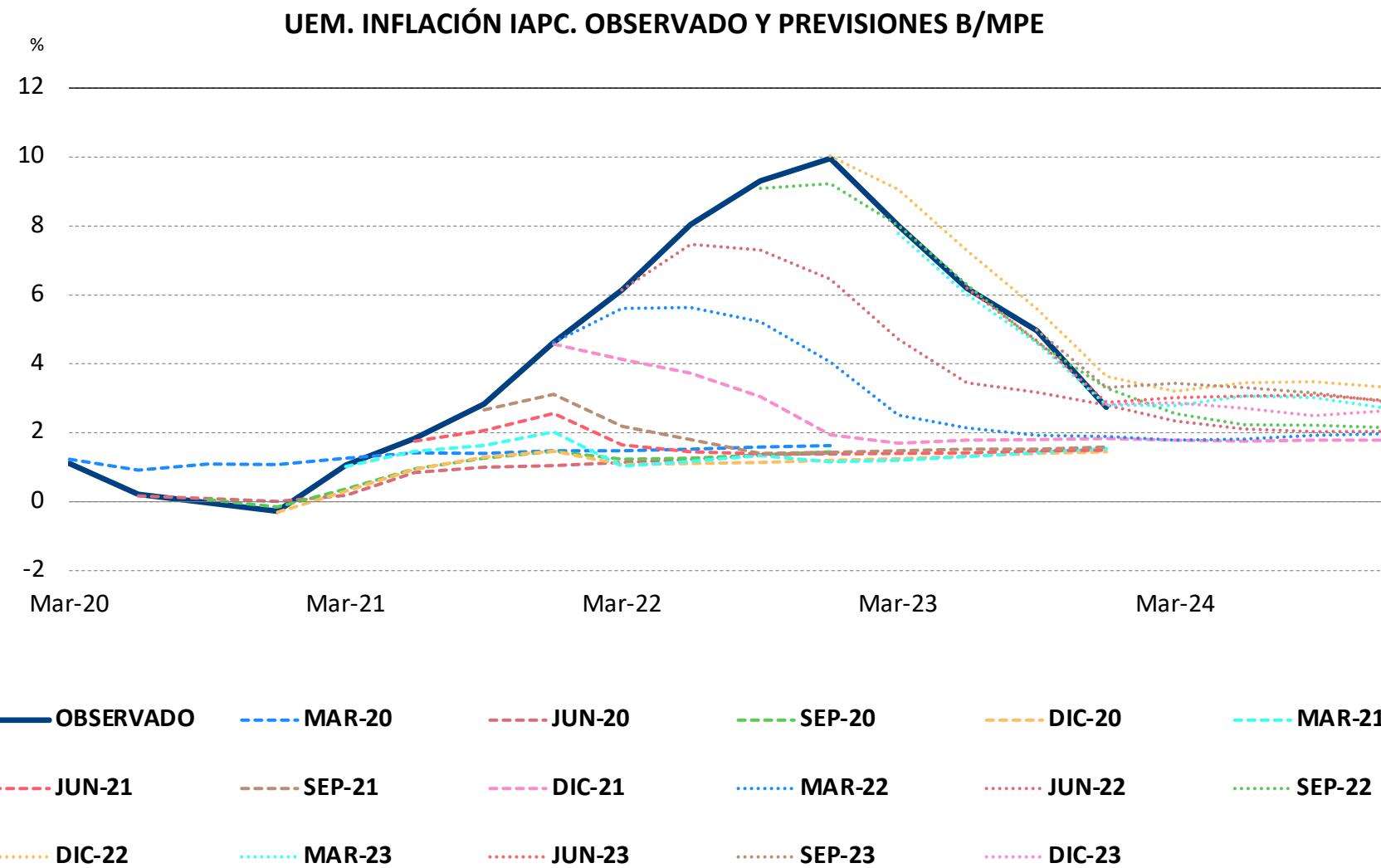
TÍPO DE CAMBIO EFECTIVO NOMINAL

DÓLAR/EURO (esc. dcha.)

Previsiones macroeconómicas: marzo, junio, septiembre y diciembre

- Producidas bajo la **responsabilidad del BCE y del Eurosistema**
- Basados en **modelos macroeconómicos y supuestos técnicos**, y opinión experta del personal del BCE y los BCNs
- Ayudan a **estructurar y sintetizar** una gran cantidad de información económica
- Las previsiones son siempre **condicionales a la información** en un dado momento del tiempo.
- Incorporan las **probabilidades que se le asignan a distintos eventos**.
- Por su naturaleza, el **punto medio de las previsiones suele estar alejado de los escenarios ante shocks extremos**

UN EJEMPLO: SENDA DE PREVISIÓN DE LA INFLACIÓN PARA EL ÁREA DEL EURO



Fuente: elaboración interna en base a previsiones del BMPE



HOJA DE RUTA

PARTE I: DEFINICIONES Y ESTRATEGIA DE POLÍTICA MONETARIA

1. La política monetaria y el papel del banco central
2. Algunas definiciones de política monetaria
3. La estrategia de política monetaria del BCE
 - a. La estrategia original
 - b. Problemas con la estrategia original
 - c. La estrategia definida en 2021

PARTE II: ¿CÓMO SE INSTRUMENTA LA ESTRATEGIA?

4. La transmisión de la política monetaria
5. Instrumentación de la política monetaria en el Área del Euro
 - a. Marco operativo original
 - b. Expansión de los instrumentos disponibles
 - c. La importancia de forward guidance

PARTE III: RESPUESTA A LA PANDEMIA Y ESCENARIO INFLACIONARIO

6. Respuestas de PM ante la Pandemia
7. Complejidad ante escenario inflacionario actual

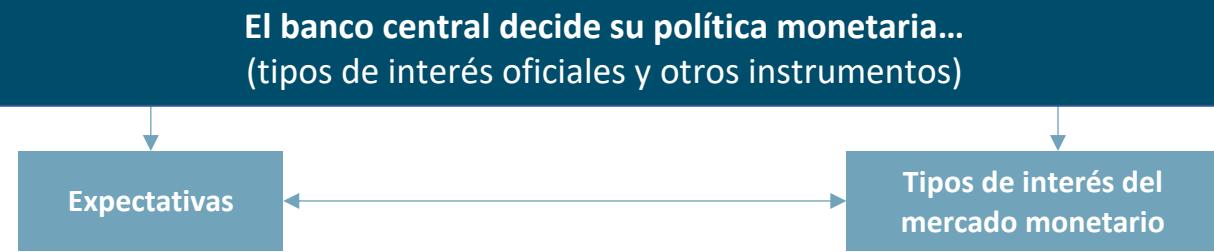
PARTE IV: TRABAJAR COMO ECONOMISTA EN EL BDE

¿CÓMO SE TRANSMITE LA POLÍTICA MONETARIA?

¿CÓMO SE TRANSMITE LA POLÍTICA MONETARIA?

El banco central decide su política monetaria...
(tipos de interés oficiales y otros instrumentos)

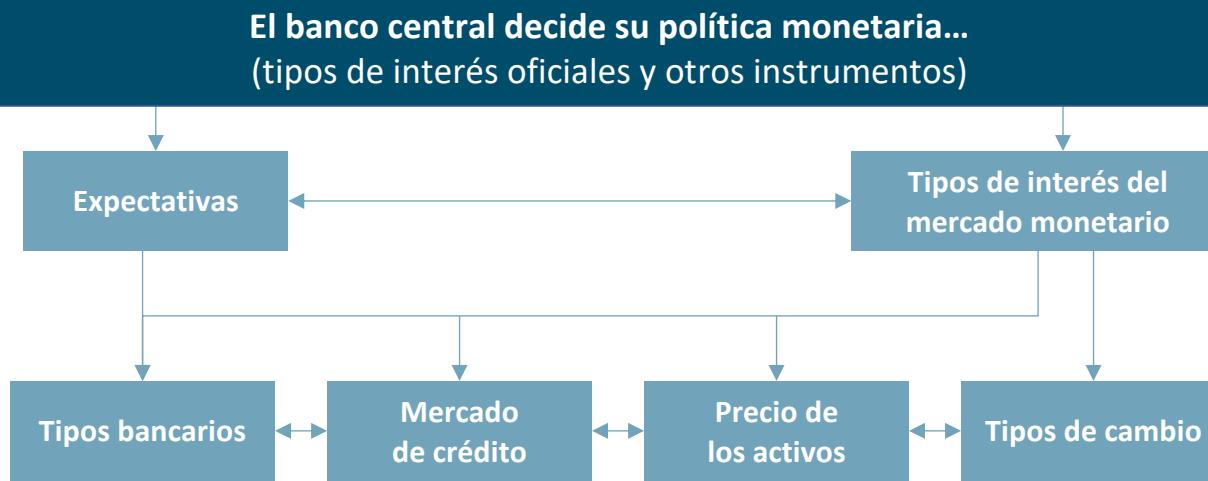
¿CÓMO SE TRANSMITE LA POLÍTICA MONETARIA?



La variación de los tipos oficiales **afecta a los tipos de interés de corto plazo del mercado monetario.**

Además, los tipos oficiales **afectan a las expectativas** de los inversores (y de hogares y empresas) sobre la evolución futura de la política monetaria.

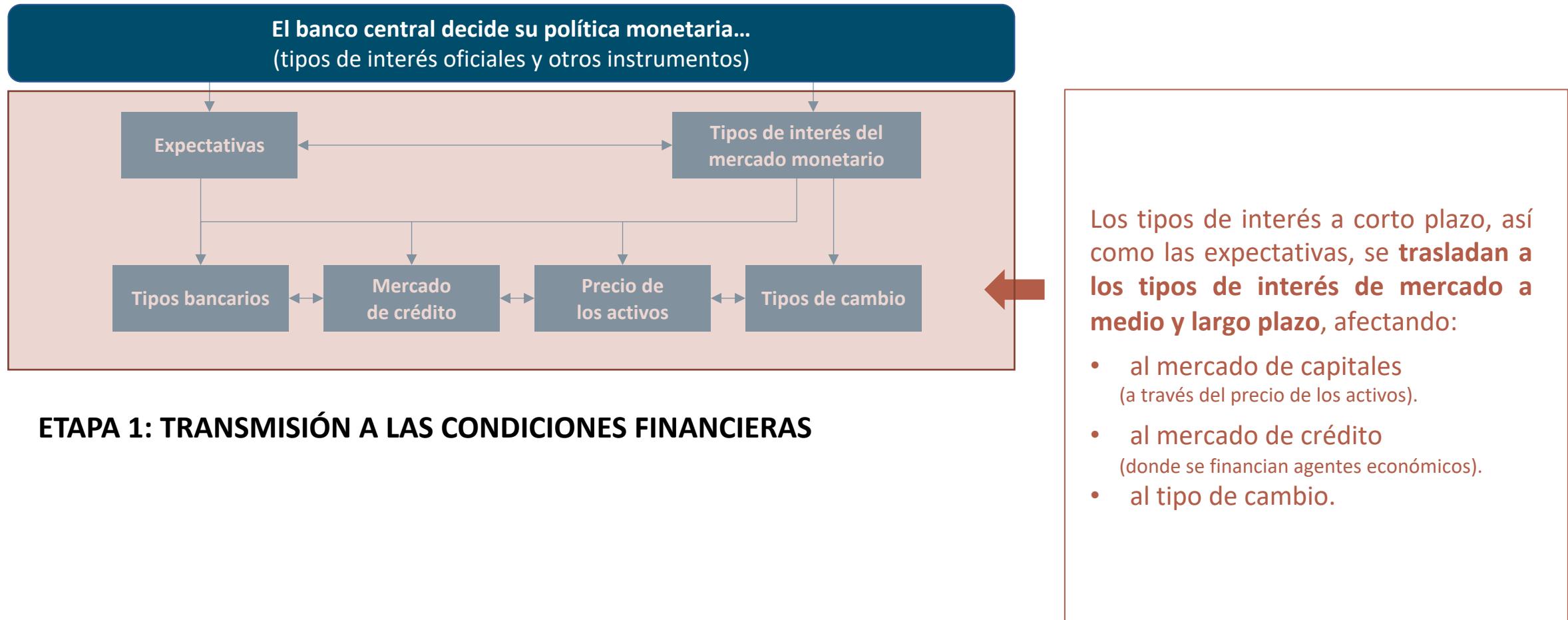
¿CÓMO SE TRANSMITE LA POLÍTICA MONETARIA?



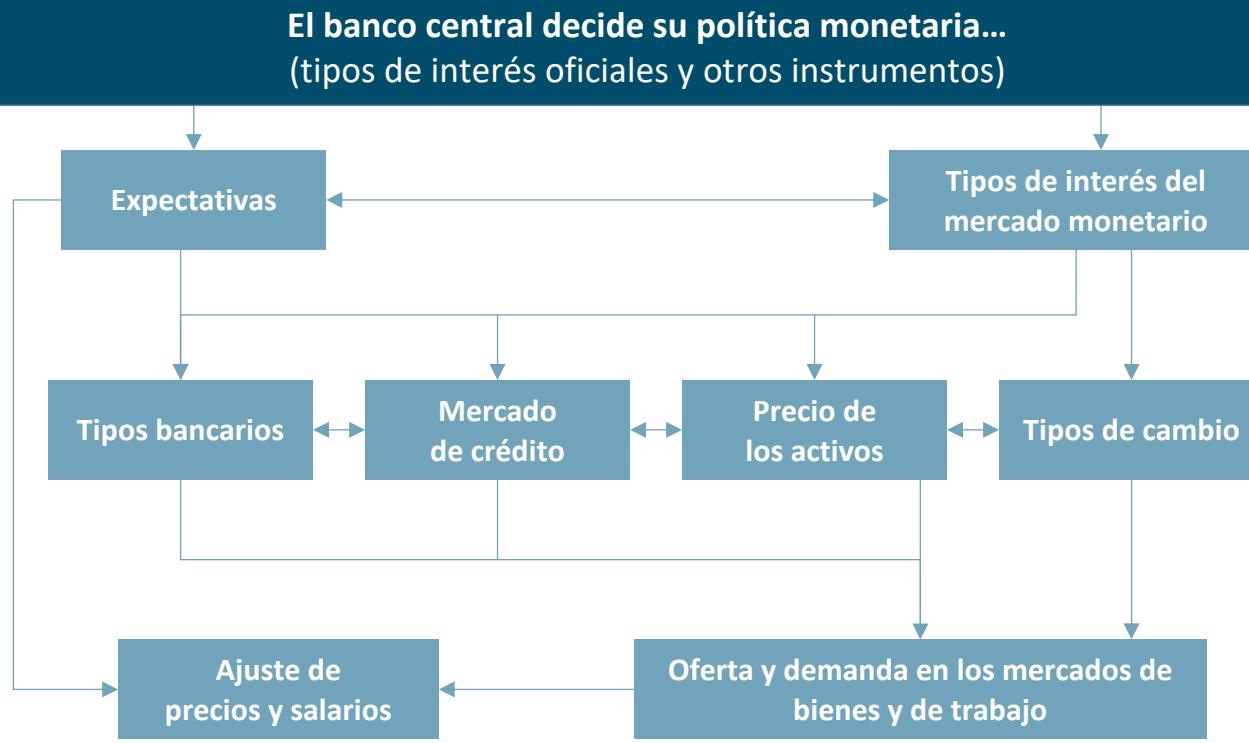
Los tipos de interés a corto plazo, así como las expectativas, se **trasladan a los tipos de interés de mercado a medio y largo plazo**, afectando:

- al mercado de capitales (a través del precio de los activos).
- al mercado de crédito (donde se financian agentes económicos).
- al tipo de cambio.

¿CÓMO SE TRANSMITE LA POLÍTICA MONETARIA?



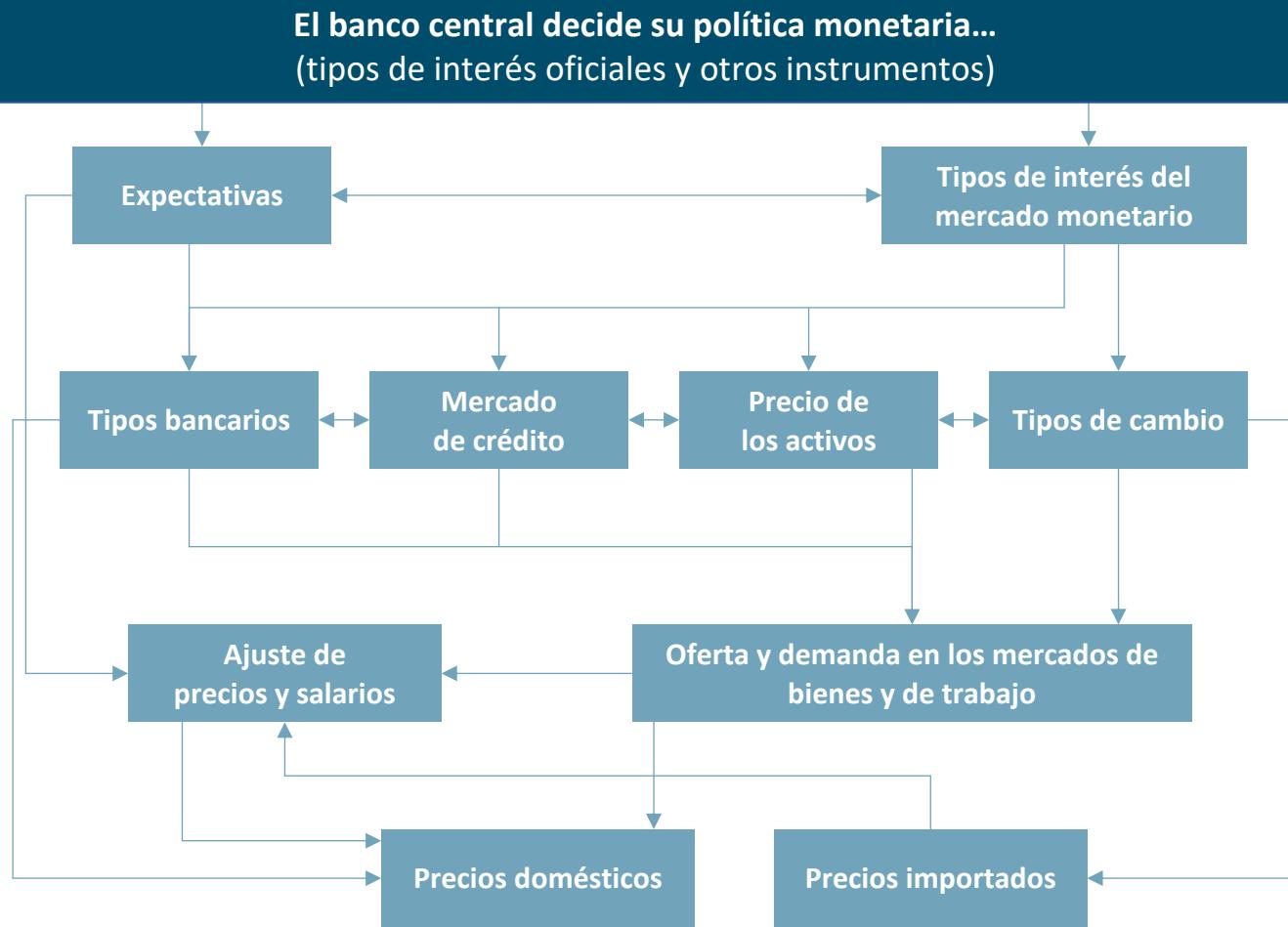
¿CÓMO SE TRANSMITE LA POLÍTICA MONETARIA?



Los cambios en los **costes de financiación** afectarán a las **decisiones de inversión empresarial y de gasto de los hogares**, así como a la **política presupuestaria de los gobiernos**.

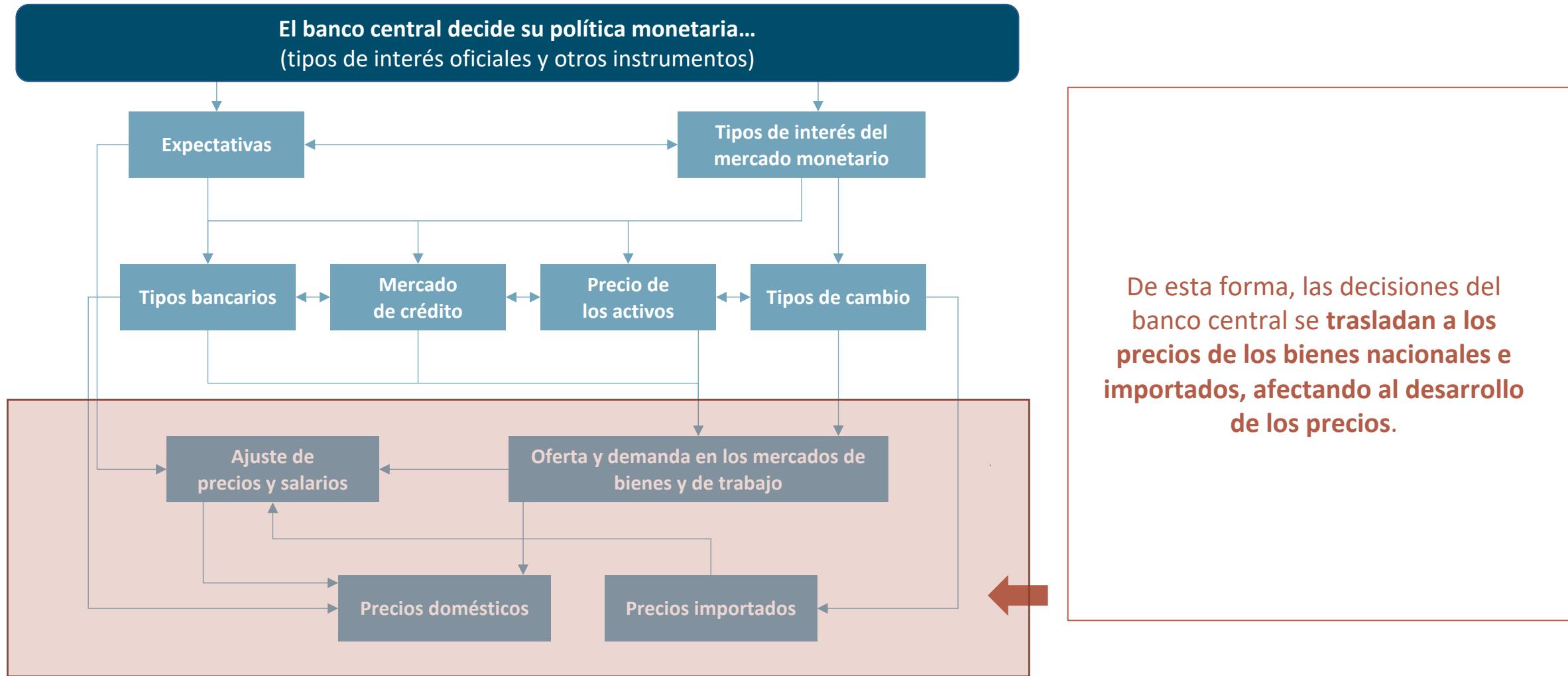
Por ejemplo, los tipos de interés bajos facilitan el crédito y favorecen el gasto de los hogares y la inversión empresarial.

¿CÓMO SE TRANSMITE LA POLÍTICA MONETARIA?



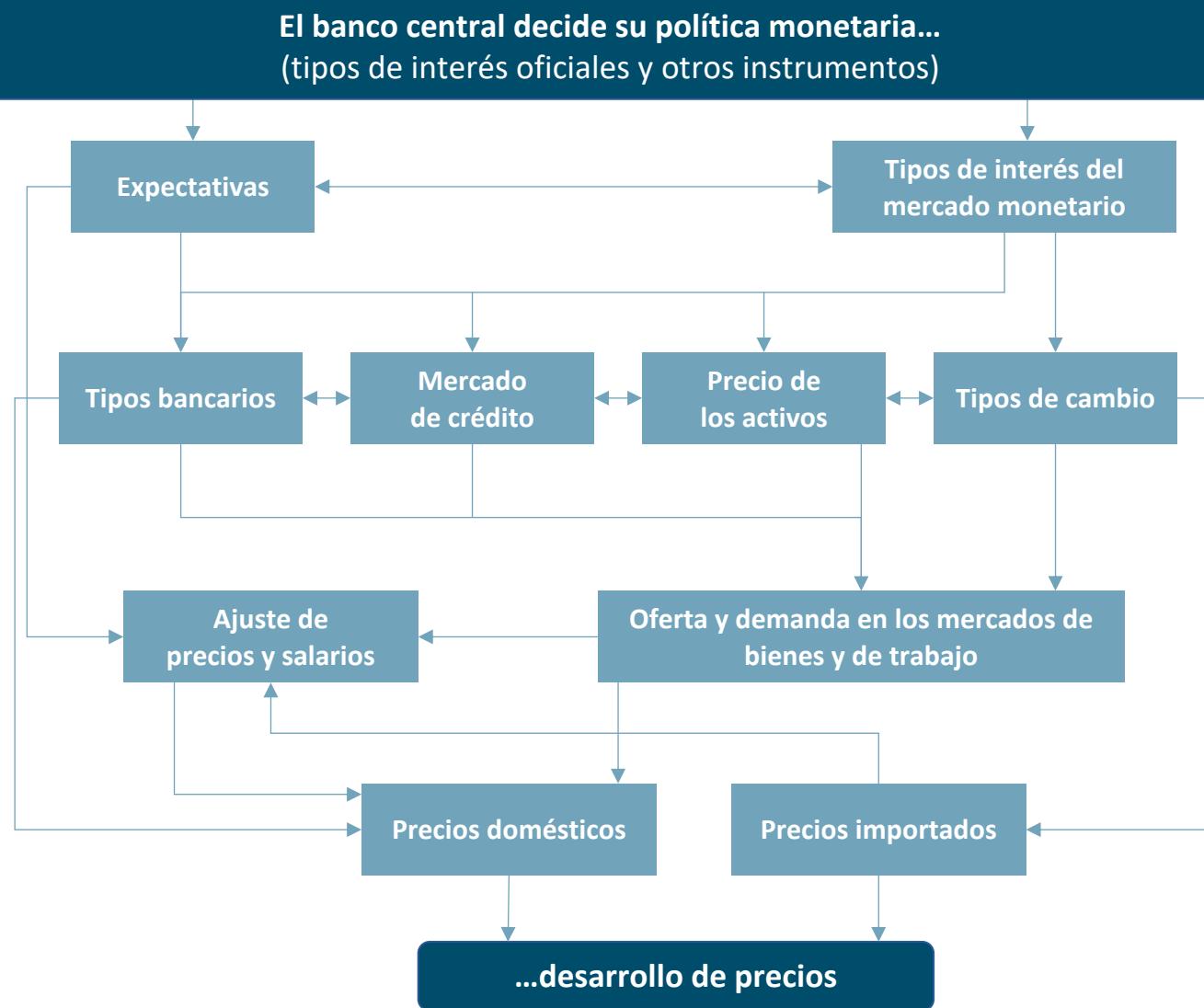
De esta forma, las decisiones del banco central se trasladan a los precios de los bienes nacionales e importados, afectando al desarrollo de los precios.

¿CÓMO SE TRANSMITE LA POLÍTICA MONETARIA?

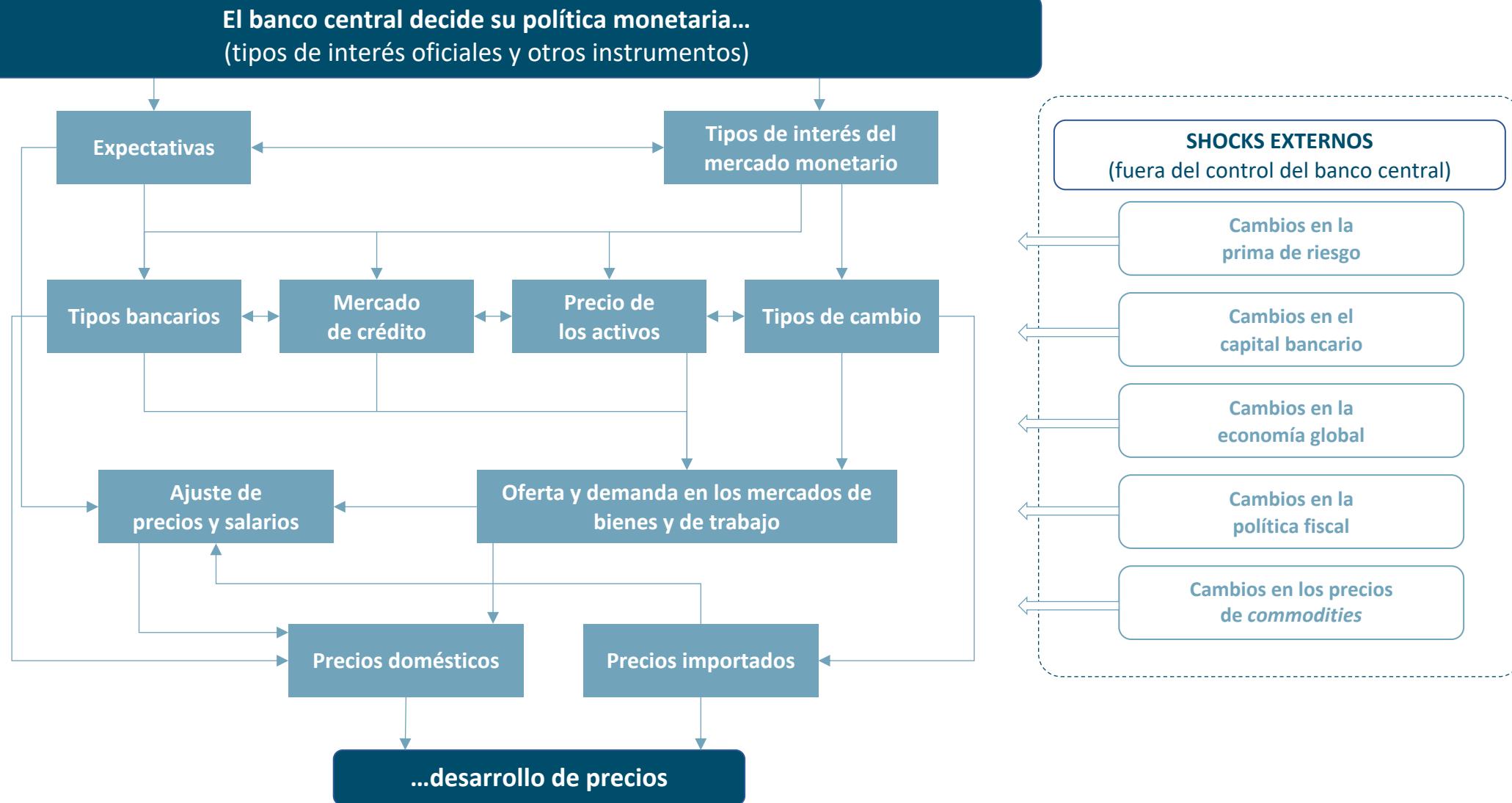


ETAPA 2: TRANSMISIÓN A LA ECONOMÍA REAL

¿CÓMO SE TRANSMITE LA POLÍTICA MONETARIA?



¿CÓMO SE TRANSMITE LA POLÍTICA MONETARIA?

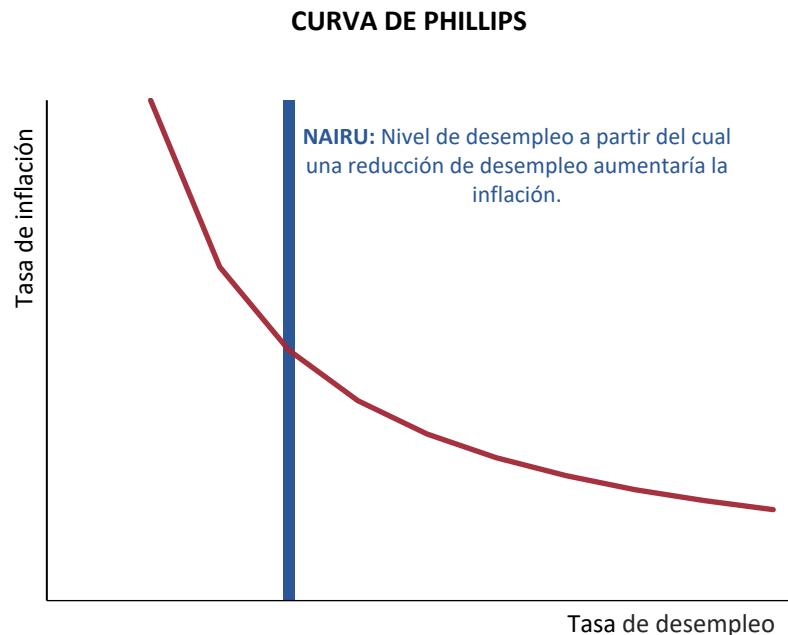


LOS CANALES DE TRANSMISIÓN DE UN ENDURECIMIENTO DE LA POLÍTICA MONETARIA

ETAPA 1: TRANSMISIÓN A LAS CONDICIONES FINANCIERAS	VELOCIDAD DE TRANSMISIÓN
Canal mercado de capitales: ↑ coste de financiación en mercados	Muy rápido ("inmediato")
Canal bancario: ↑ coste de financiación bancaria y remuneración depósitos	Rápido (6-12 meses)
Canal renta: ↑ ingresos y pagos por intereses	Lento (más de 12 meses)
Canal riqueza: ↓ valor de la riqueza financiera y real	Muy rápido en riqueza financiera y rápido en riqueza real
Canal tipo de cambio: apreciación del euro	Muy rápido ("inmediato")
ETAPA 2: TRANSMISIÓN A LA ECONOMÍA REAL	VELOCIDAD DE TRANSMISIÓN
Efecto sustitución intertemporal: Contracción del gasto por el aumento de los tipos de interés	Lento (12-18 meses)
Efecto renta: Contracción del gasto por el descenso de la renta	Lento (12-18 meses)
Efecto riqueza: Contracción del gasto por el descenso de la riqueza	Lento (12-18 meses)
Efecto tipo de cambio: la apreciación del euro reduce la demanda externa y presiona a la baja el precio de las importaciones	Lento (12-18 meses)
Canal comercial euro: Caída de las exportaciones por la contracción de la actividad en otros países del área del euro	Lento (12-18 meses)
Descenso de los precios como consecuencia de la caída en la demanda agregada y la apreciación del euro	Muy lento (18-24 meses)

LA CURVA DE PHILLIPS

- La curva de Phillips representa la **relación (negativa)** entre la **tasa de desempleo (como medida de la actividad económica)** y la **tasa de inflación**. La pendiente varía a lo largo del tiempo (los cambios estructurales pueden afectar a la curva de Phillips).
- La curva de Phillips no se observa, sino que se estima mediante **modelos econométricos**.
- En los últimos años la pendiente de la curva se ha aplanado, indicando una relación menos clara entre ambas variables.



Relevancia para la política monetaria

Presiones inflacionistas como consecuencia de:

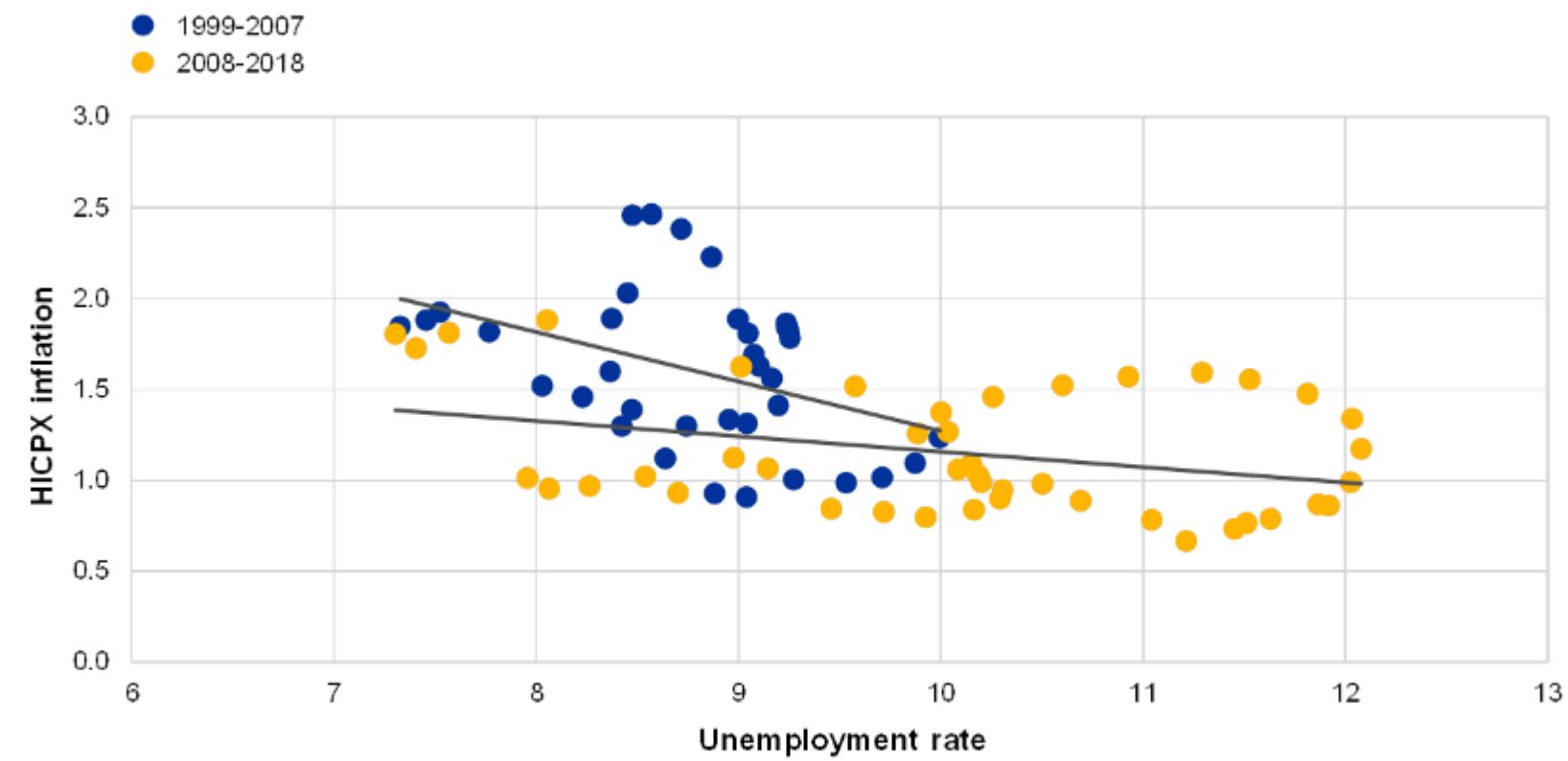
1. **Aumentos de la actividad económica por encima de su nivel potencial**
2. **Restricciones inesperadas de oferta**

Una mayor demanda, aumentará la producción y, por tanto, la contratación (reducción del desempleo).

El aumento del coste de producción de las empresas se trasladará al precio de sus productos (generando inflación).

LA CURVA DE PHILLIPS: INFLACIÓN MEDIDA POR EL IAPCX Y TASA DE DESEMPLEO DE LA ZONA DEL EURO

(x-axis: percentages; y-axis: annual percentage changes)



Sources: Eurostat and ECB calculations.

Note: Linear regression lines for the two samples are shown in grey.

LA CURVA DE PHILLIPS EN TÉRMINOS EMPIRICOS

$$\pi_t = c + \gamma \times \pi_{t-1} + \alpha \times \pi_t^e + \beta \times x_{t-1} + \gamma \times Z_{t-l} + \varepsilon_t$$

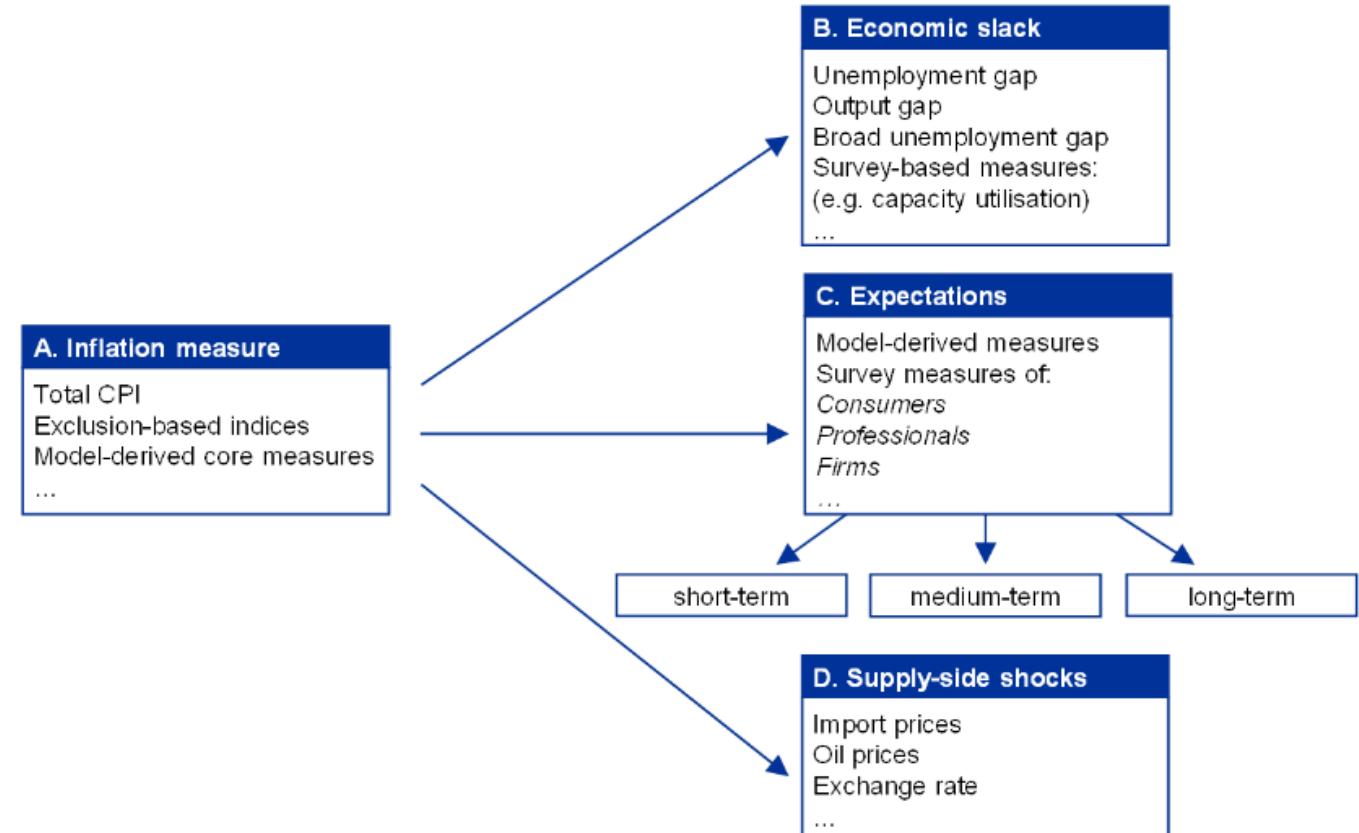
π_t : Inflación

π_t^e : medida de expectativas de Inflación

x_{t-1} : medida de actividad económica

Z_{t-l} : captura variables de externas

Árbol de decisión estilizado para la especificación de un modelo de curva de Phillips de forma reducida.



Source: ECB.



HOJA DE RUTA

PARTE I: DEFINICIONES Y ESTRATEGIA DE POLÍTICA MONETARIA

1. La política monetaria y el papel del banco central
2. Algunas definiciones de política monetaria
3. La estrategia de política monetaria del BCE
 - a. La estrategia original
 - b. Problemas con la estrategia original
 - c. La estrategia definida en 2021

PARTE II: ¿CÓMO SE INSTRUMENTA LA ESTRATEGIA?

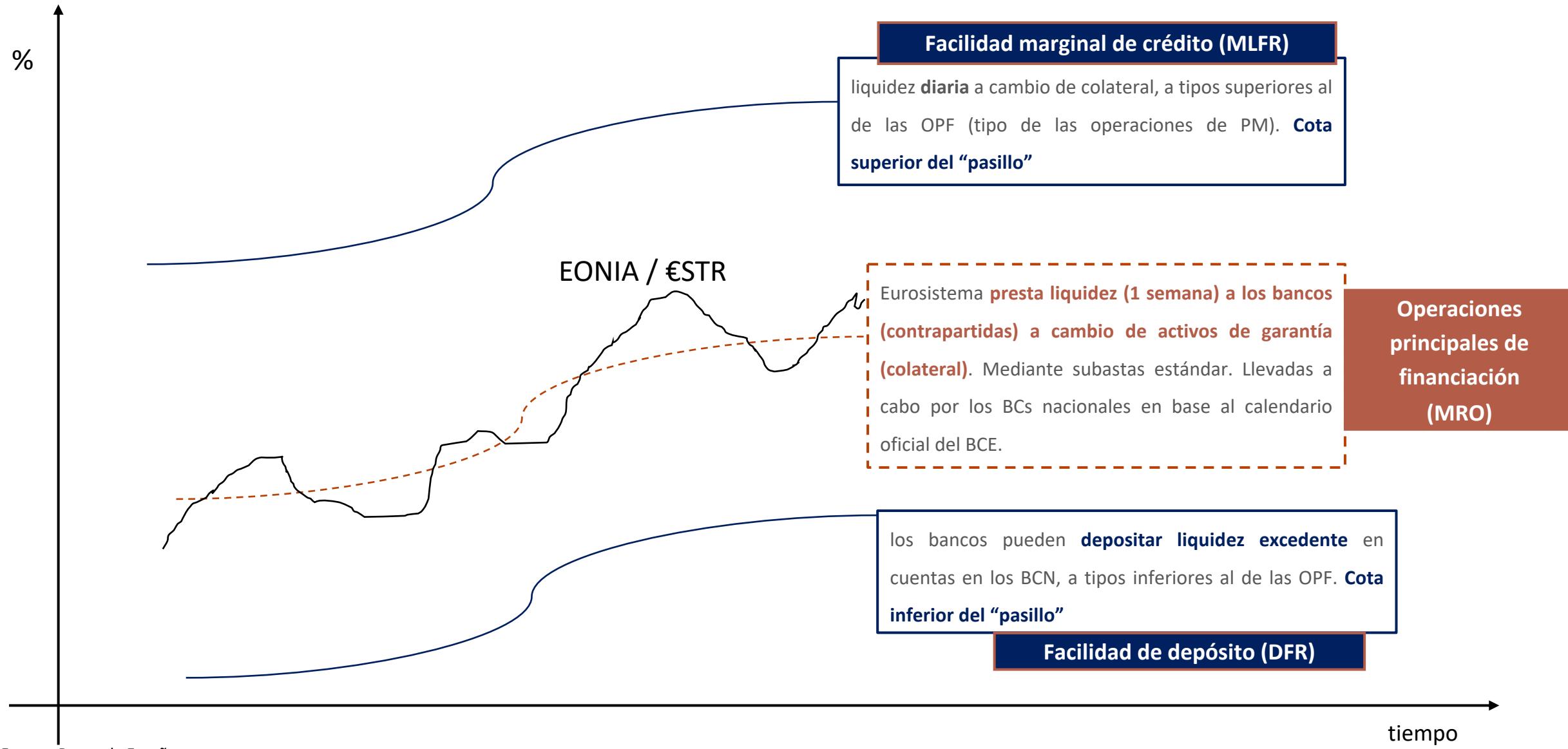
4. La transmisión de la política monetaria
5. Instrumentación de la política monetaria en el Área del Euro
 - a. Marco operativo original
 - b. Expansión de los instrumentos disponibles
 - c. La importancia de forward guidance

PARTE III: RESPUESTA A LA PANDEMIA Y ESCENARIO INFLACIONARIO

6. Respuestas de PM ante la Pandemia
7. Complejidad ante escenario inflacionario actual

PARTE IV: TRABAJAR COMO ECONOMISTA EN EL BDE

INSTRUMENTACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA: SISTEMA DE “PASILLO” O “CORREDOR”



Fuente: Banco de España

1. Operaciones de Mercado Abierto: ejecutadas a iniciativa del Banco Central, normalmente en los mercados monetarios.

- **Operaciones Principales de Financiación (OPF, MRO en inglés)**: el Eurosistema presta liquidez (1 semana) a los bancos (contrapartidas) a cambio de activos de garantía (colateral). Mediante subastas estándar. Llevadas a cabo por los BCs nacionales en base al calendario oficial del BCE.
 - Tipo de interés: señal principal de PM convencional.
- **Operaciones de Financiación a Más Largo Plazo (OFPML, LTRO en inglés)**: ejecutadas mensualmente, vencimiento 3 meses (*en torno a un cuarto de todas las OMA*).
- **Operaciones de ajuste (fine-tuning)**: para turbulencias excepcionales, frecuencia y plazo no estandarizados, sólo con un grupo selecto de bancos (*no todos*).
- **Operaciones Estructurales**: tienen como fin afectar la liquidez en el largo plazo.

2. Reservas mínimas obligatorias: los bancos están obligados a mantener depósitos en cuentas remuneradas en los BCN.

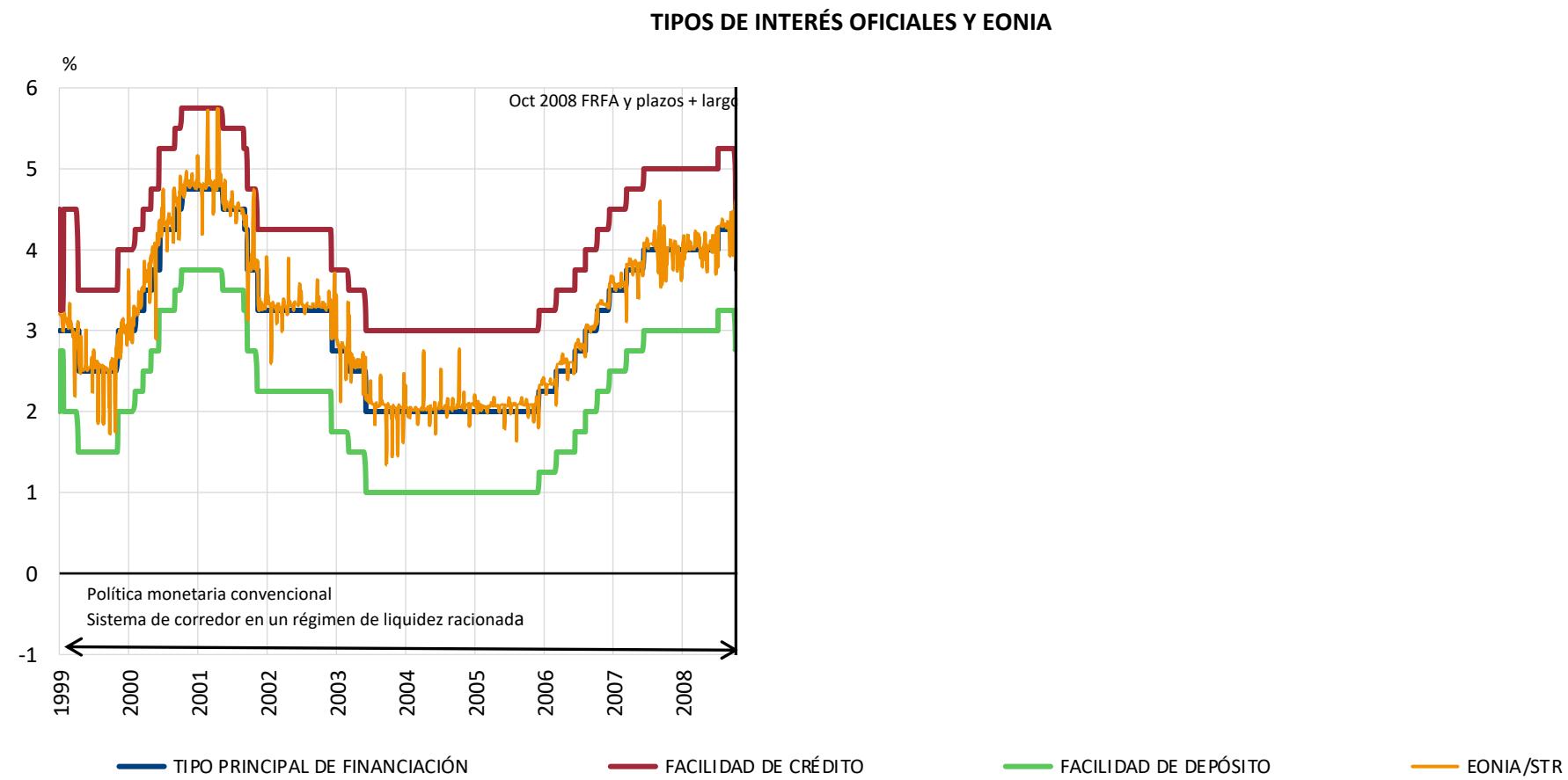
- **Cálculo**: a partir de un conjunto de pasivos a más corto plazo en los balances de los bancos (**base de cómputo**) y del **coeficiente de reservas (% de la base de reservas)**.
- Función: crear o potenciar el déficit estructural de liquidez del sistema bancario.

3. Facilidades permanentes: proporcionan o absorven **liquidez a un día a iniciativa de los bancos**. Los tipos aplicados (desfavorables respecto al mercado) y la señalización (estigma) reducen los incentivos a utilizarlas (excepcionalmente).

- **Facilidad marginal de crédito (FC)**: liquidez a cambio de colateral, a tipos superiores al de las OPF (tipo de las operaciones de PM) → **Cota superior en mercado interbancario**
- **Facilidad de depósito (FD)**: los bancos pueden depositar liquidez excedente en cuentas en los BCN, a tipos inferiores al de las OPF (desde oct 2008, referencia de facto del tono de la PM).
- Ambas crean un “corredor” para el tipo de las OPF, corredor en el que se moverá el tipo de interés del mercado interbancario

INSTRUMENTACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA: MARCO OPERATIVO ORIGINAL

- Sistema “pasillo”: Hasta 10/2008, EONIA fluctuaba en torno al centro del corredor (tipo OPF).



Fuente: Banco de España.



HOJA DE RUTA

PARTE I: DEFINICIONES Y ESTRATEGIA DE POLÍTICA MONETARIA

1. La política monetaria y el papel del banco central
2. Algunas definiciones de política monetaria
3. La estrategia de política monetaria del BCE
 - a. La estrategia original
 - b. Problemas con la estrategia original
 - c. La estrategia definida en 2021

PARTE II: ¿CÓMO SE INSTRUMENTA LA ESTRATEGIA?

4. La transmisión de la política monetaria
5. Instrumentación de la política monetaria en el Área del Euro
 - a. Marco operativo original
 - b. Expansión de los instrumentos disponibles
 - c. La importancia de forward guidance

PARTE III: RESPUESTA A LA PANDEMIA Y ESCENARIO INFLACIONARIO

6. Respuestas de PM ante la Pandemia
7. Complejidad ante escenario inflacionario actual

PARTE IV: TRABAJAR COMO ECONOMISTA EN EL BDE

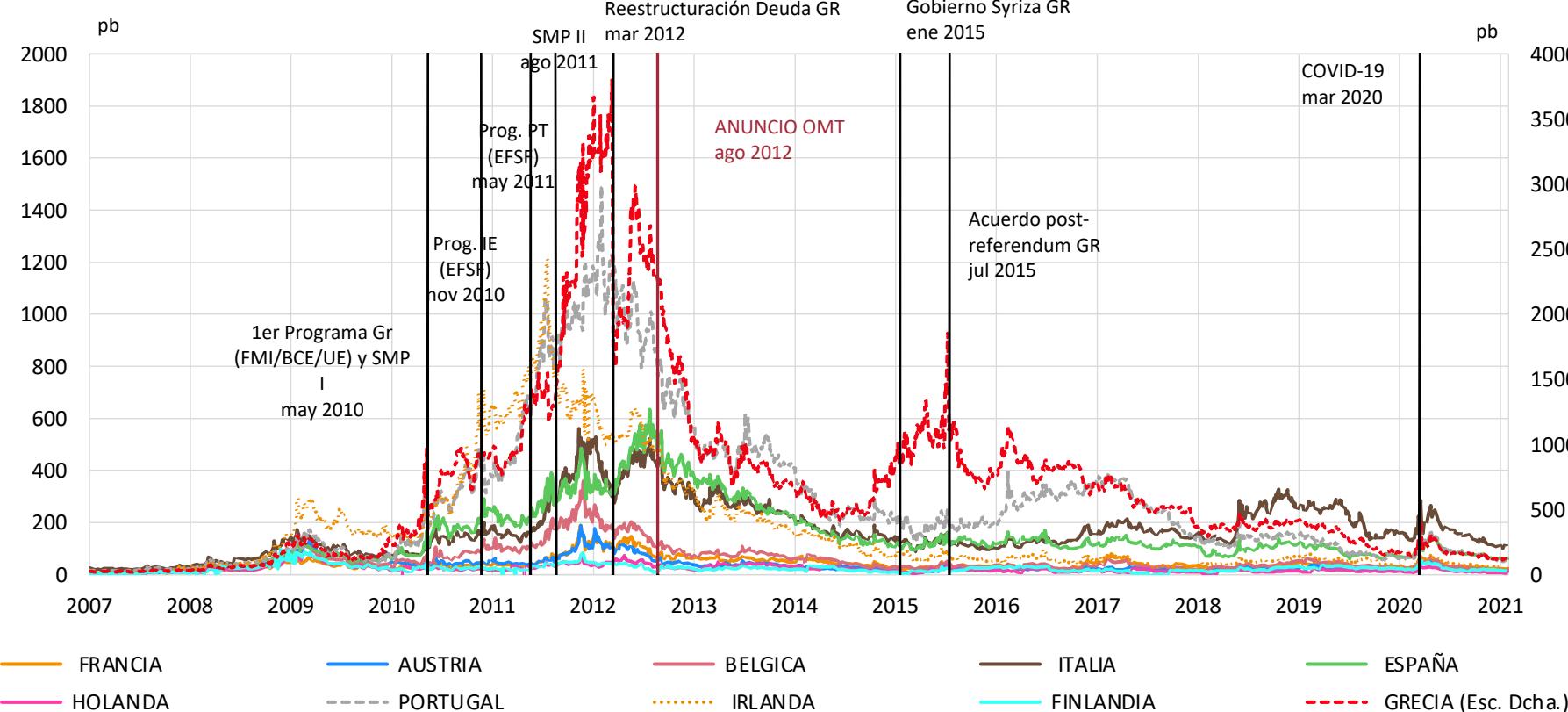
La crisis financiera internacional obligó a un profundo replanteamiento de la PM

- Crisis financiera internacional - dimensión sistémica tras quiebra Lehman Brothers.
- Gran **incertidumbre sobre balances bancos** y nuevas quiebras
 - ✓ *Fuerte aumento desconfianza > escasez liquidez, capital reversals, credit crunch.*
 - ✓ *Efectos fuertemente recesivos – retroceso consumo e inversión*
- Contundente **respuesta coordinada políticas económicas** a nivel internacional (G20):
 - ✓ *Políticas monetarias expansivas –*
 - ✓ convencionales (bajadas tipos hasta ELB)
 - ✓ ... y no convencionales (escasa experiencia histórica, tienen riesgos).
 - ✓ *Estímulos fiscales – estabilizadores automáticos y políticas discretionales.*
 - ✓ *Programas estabilización, rescate y saneamiento sector financiero dañado.*

LA CRISIS DE DEUDA SOBERANA EUROPEA

- Comenzó al final de 2009 cuando el gobierno griego reconoció el mal estado de la situación fiscal.
- Sin mecanismos de mutualización / rescate, los mercados revisaron su valoración del riesgo soberano.
- El **mero anuncio del Programa OMT** desactivó de forma muy efectiva el riesgo de ruptura y el progresivo refuerzo de la gobernanza europea desde entonces también ha contribuido a moderarlo.

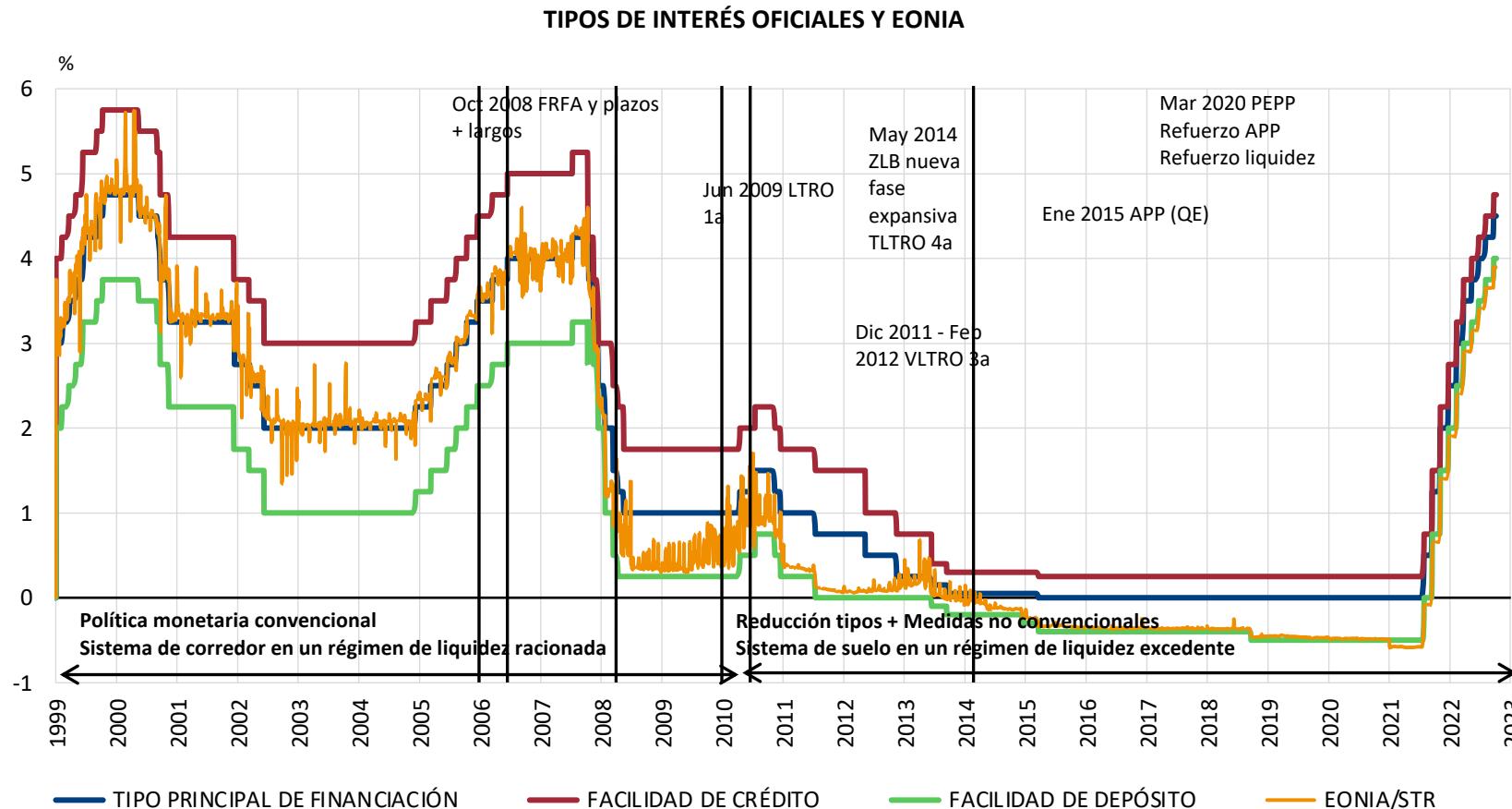
DIFERENCIALES SOBERANOS FRENTE A ALEMANIA A DIEZ AÑOS



Fuente: Banco de España.

INSTRUMENTACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA: EVOLUCIÓN

- **Sistema “pasillo”:** Hasta 10/2008, EONIA fluctuaba en torno al centro del corredor (tipo OPF).
- **Sistema “suelo”:** Desde 10/2008, EONIA entre centro (tipo OPF) y base (tipo FD).



Fuente: Banco de España.

DESDE 2013, SE COMENZÓ A EVIDENCIAR UN RIESGO DE DESANCLAJE DE LAS EXPECTATIVAS

- **Expectativas de inflación a 2 años dentro de 2 años:** indicador en el horizonte de efectividad de la PM.
- **Expectativas de inflación a 5 años dentro de 5 años:** indicador de la credibilidad a largo plazo de la PM.

EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN DERIVADAS DE LOS SWAP DE INFLACIÓN



Fuentes: Refinitiv Datastream y Banco de España.

Tipo de interés negativos

- Objetivo: **incentivar a familias y empresas a aumentar su gasto e invertir** con el objetivo de estimular la economía y conseguir que la inflación retorne a su objetivo de 2%.
- El **tipo de interés de la facilidad de depósito**, que constituye el límite inferior del tipo de interés al cual se prestan los bancos entre sí a un día, **se sitúa en terreno negativo desde junio de 2014**.

Programa de compra de activos

- En un contexto de **tipos cercanos a su límite inferior**, el BCE compra activos financieros de **mediano y largo plazo (5, 10 15... años)**, aumentando su demanda y, por tanto, aumentando su precio (porque la rentabilidad de los bonos es inversamente proporcional a su precio).
 - De esta forma, **los tipos de interés de mercado y de préstamos bancarios a largo plazo se reducen, facilitando el acceso a crédito, impulsando el consumo y la inversión.**
- Estos programas también se conocen como expansión cuantitativa (*Quantitative Easing, QE*).

Financiación a bancos con fines específicos

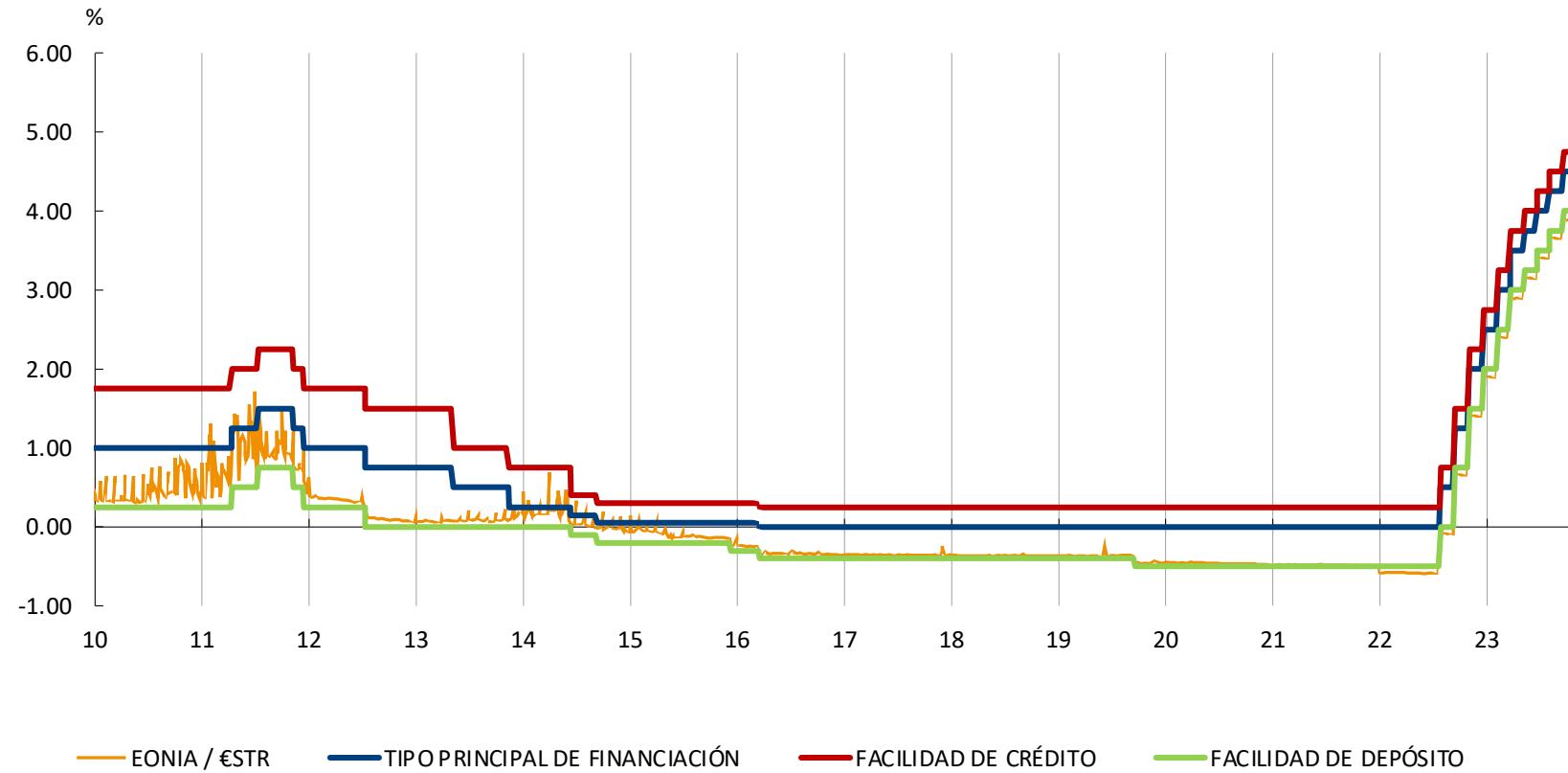
- Tipo de financiación con el objetivo de **mantener/incrementar la concesión de préstamos bancarios a empresas y hogares en el área del euro**.
- Tienen **carácter condicional: condiciones** favorables a aquellos bancos que cumplan con un determinado **objetivo de concesión de préstamos a hogares** (excluye préstamos de adquisición de vivienda) y **empresas**.
- Tienen plazos más largos que el resto de instrumentos de provisión de liquidez convencionales: **vencimiento a tres o cuatro años**, ofreciendo una financiación estable y fiable.

Gestión de expectativas: Forward Guidance

- El Banco Central **comunica la probable evolución futura** (+ o - explícita) de un **instrumento de PM** (tipos interés, adquisiciones activos, gestión liquidez, más recientemente expansión balance ...) (**sujeta a condiciones** + o – explícitas: evolución futura inflación /y actividad; cláusulas escape).
- ¿Intención? puede variar, incorpora a menudo uno o más de estos elementos:
 - *Estímulo adicional vía expectativas inflación* (reduce tipos reales a LP)
 - *Clarificar la visión del BC sobre situación y perspectivas*
 - *Clarificar la estrategia / objetivos de política monetaria*
 - *Clarificar el tono actual y futuro de la política monetaria*
- Manejo expectativas no es nuevo, pero cobraron **mayor relevancia** debido al riesgo de tipos bajando a cota inferior.
- **Distintos tipos**: cualitativa/cuantitativa; duración no definida/ definida/ condicionada. Más potente cuanto más explícitas sean las condiciones, lo que obliga a un compromiso mayor.
- En **julio de 2013**, el BCE utilizó **por vez primera el FG de tipos de interés**. Desde entonces, es un **componente importante** de la comunicación de la PM del BCE.

NUEVOS INSTRUMENTOS: TIPOS DE INTERÉS NEGATIVOS EN FACILIDAD DE DEPOSITO

- Rápida reducción tipos de interés hasta su límite inferior efectivo



Fuente: Banco de España.

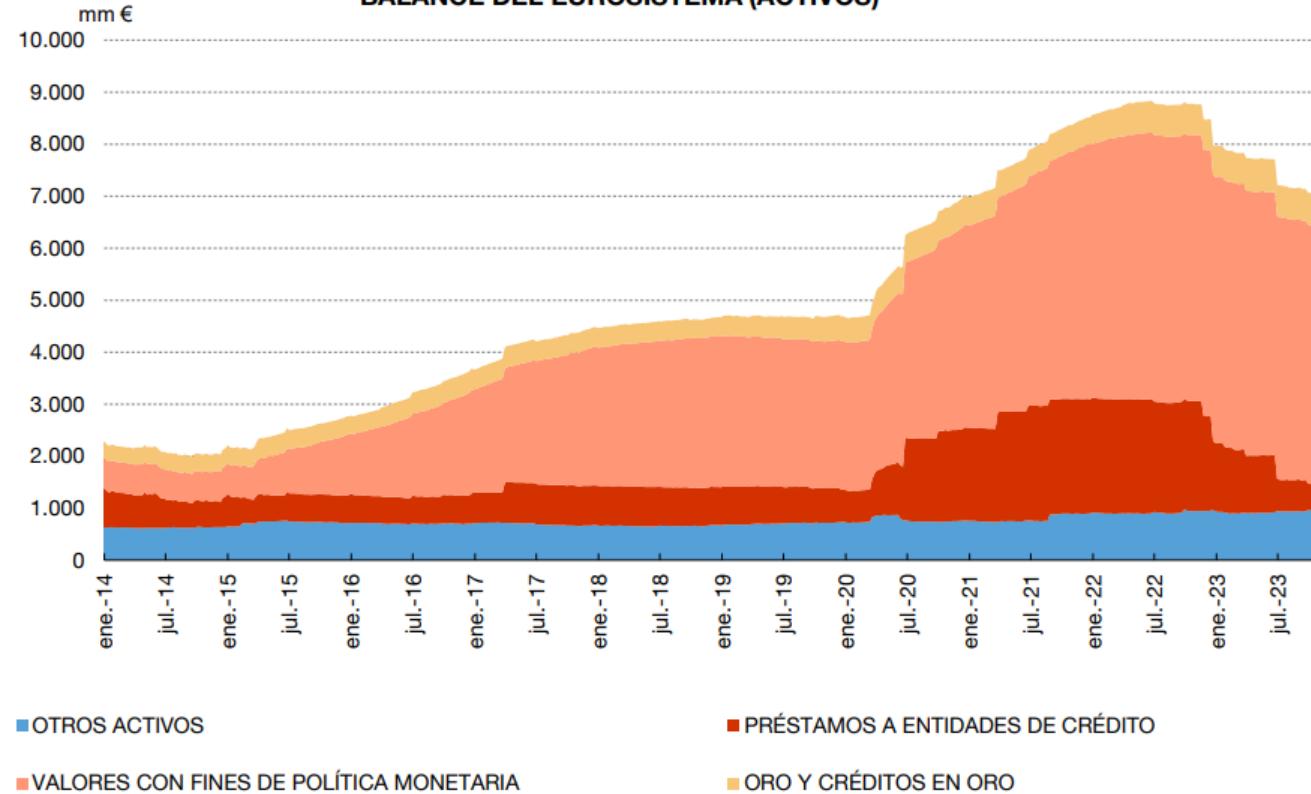
BALANCE DEL EUROSISTEMA

Balance consolidado del Eurosistema a fin de 2023

ACTIVO		PASIVO	
Oro y reservas exteriores	1148	Efectivo en circulación	1567
Préstamos a bancos de la eurozona	410	Reservas bancarias	3508
Deuda pública y bonos corporativos	4899	Capital y reservas	120
Otros activos	478	Otros pasivos	1740
Total activo	6935	Total pasivo	6935

Fuente: Banco Central Europeo (BCE).

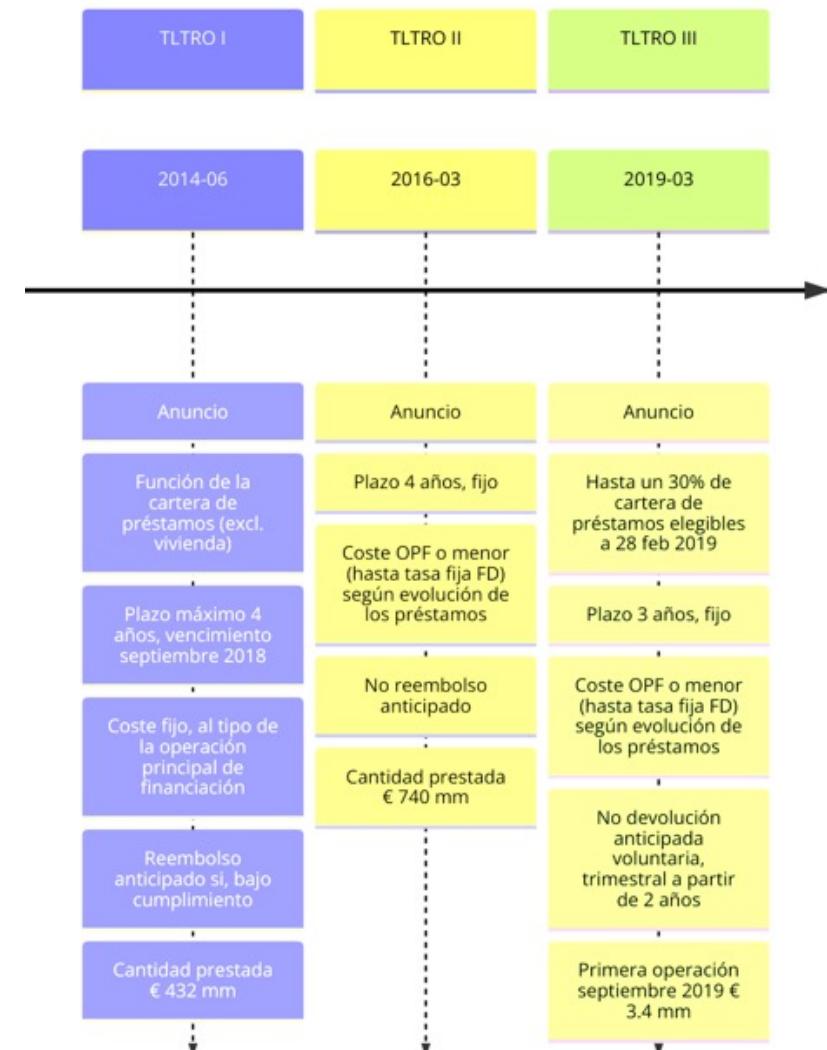
BALANCE DEL EUROSISTEMA (ACTIVOS)



NUEVOS INSTRUMENTOS: FINANCIACIÓN A BANCOS CON OBJETIVO ESPECÍFICO (TLTRO)

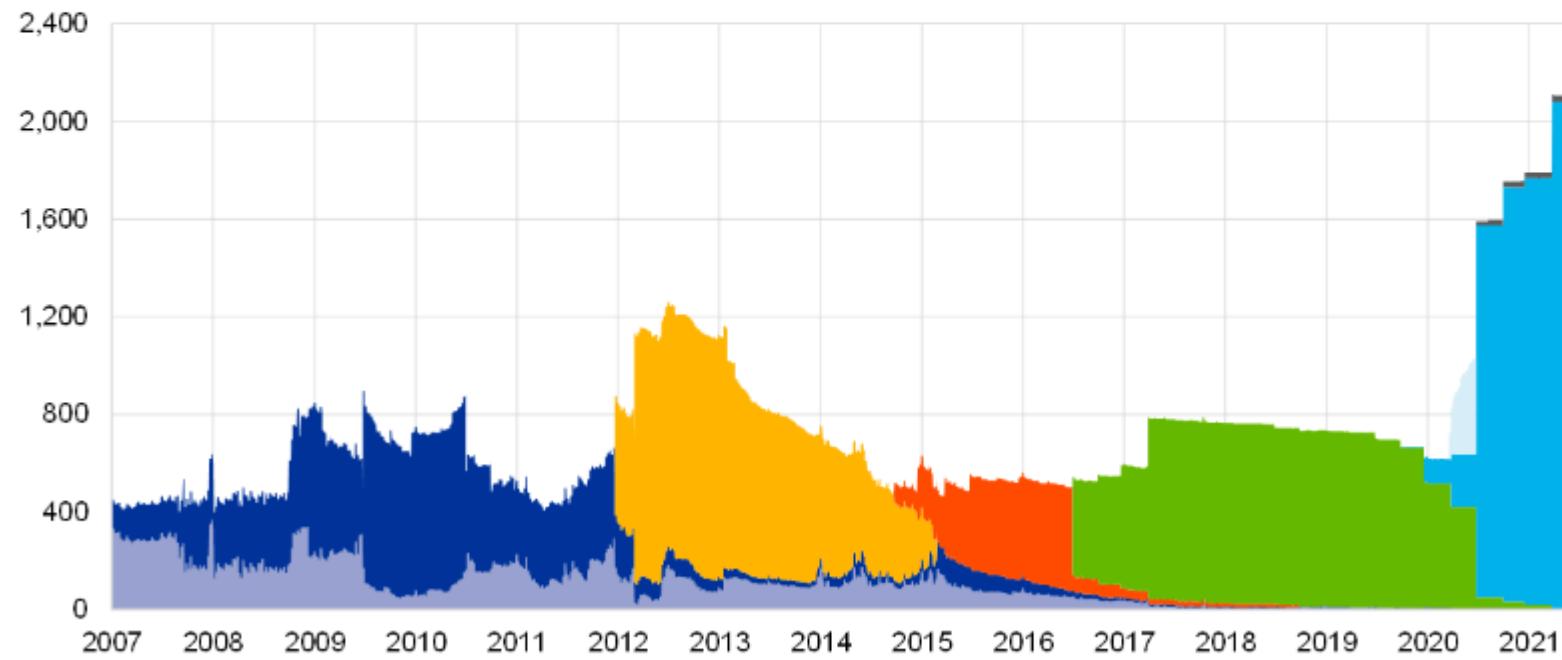
- Jun 2014, mar 2016 y mar 2019 –Targeted Longer-Term Refinancing Operations (I, II y III)

- Objetivo:** aumentar la disponibilidad de crédito para la economía, creando incentivos para que la banca conceda crédito.
- Mecanismo:** inyectar liquidez a la banca con bajo coste y plazo de vencimiento largo, *si se cumplen ciertas condiciones sobre el comportamiento* de la cartera de préstamos al sector privado.
- Efectividad:** dependiente de la participación y del impacto en coste del crédito. Las adjudicaciones han tendido a situarse en el tramo inferior del intervalo previsto.
- => dado que la **adjudicación de liquidez es a demanda de las entidades** (si las condiciones se cumplen) y ha sido inferior a lo previsto, el BCE optó desde 2015 por los programas de activos.
- En marzo 2019** se anunció una nueva ronda: **TLTRO III**, 1ª operación en septiembre.
- En marzo 2020** se suavizan las condiciones y se refuerzan los incentivos para hacer frente al Covid



(EUR billions)

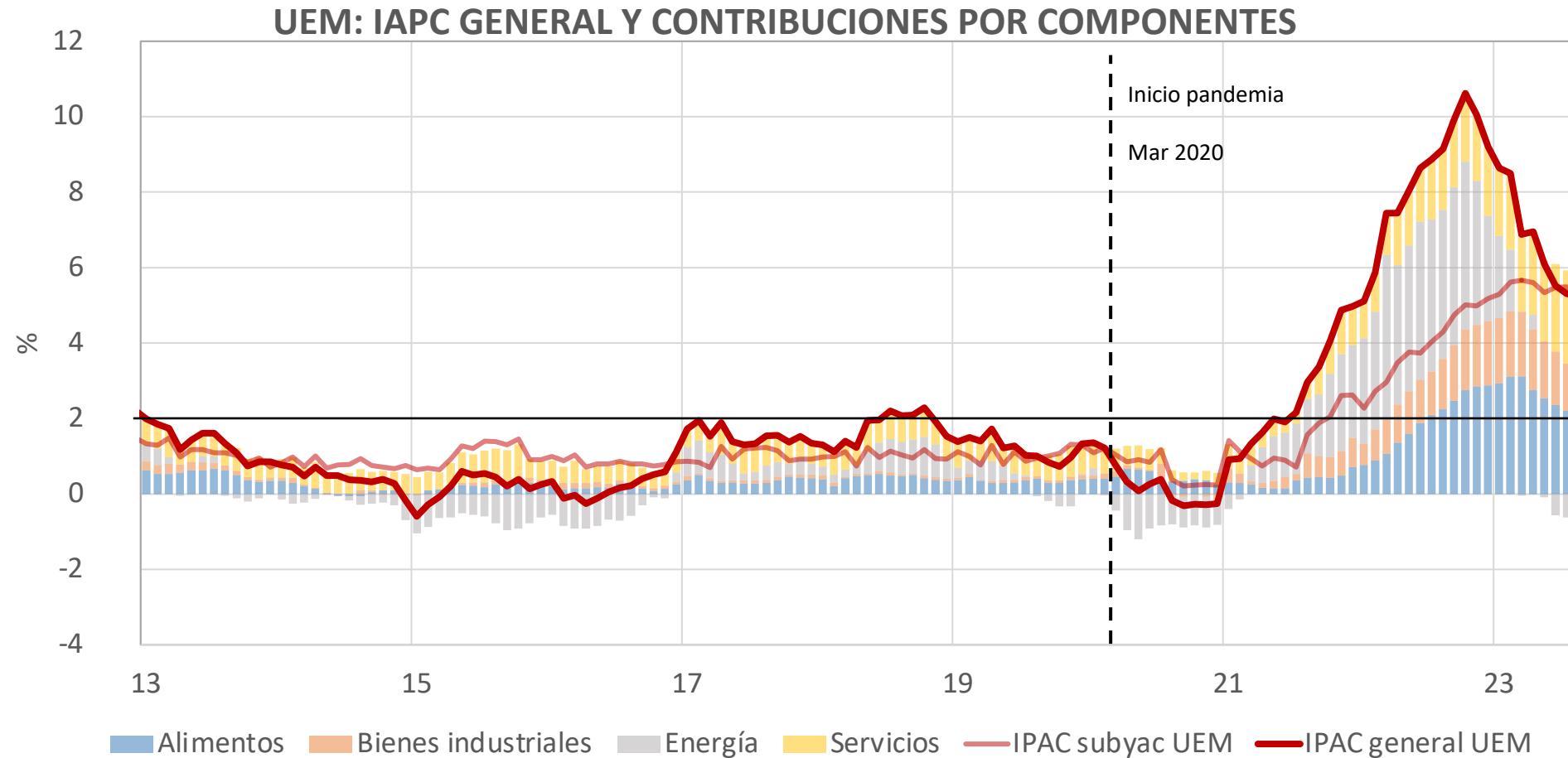
- MROs
- LTROs (orig. maturity < 3y)
- 3y LTROs
- TLTRO I
- TLTRO II
- TLTRO III
- PELTROs
- 2020 bridge LTROs



Sources: ECB and ECB calculations.

INFLACIÓN POR COMPONENTES Y EXPECTATIVAS

- Desde 2013 la inflación observada (IAPC) descendió por debajo del 2% - ¿sólo por la energía? no...
- Desde 2014, la inflación subyacente ha oscilado en torno al 1%, y en 2020, con la crisis de Covid-19, cayó hasta 0,25%.
- Además de razones coyunturales, hay factores estructurales detrás de la debilidad de la inflación hasta fines de 2020.



Fuente: Eurostat. Última observación: octubre 2022.



HOJA DE RUTA

PARTE I: DEFINICIONES Y ESTRATEGIA DE POLÍTICA MONETARIA

1. La política monetaria y el papel del banco central
2. Algunas definiciones de política monetaria
3. La estrategia de política monetaria del BCE
 - a. La estrategia original
 - b. Problemas con la estrategia original
 - c. La estrategia definida en 2021

PARTE II: ¿CÓMO SE INSTRUMENTA LA ESTRATEGIA?

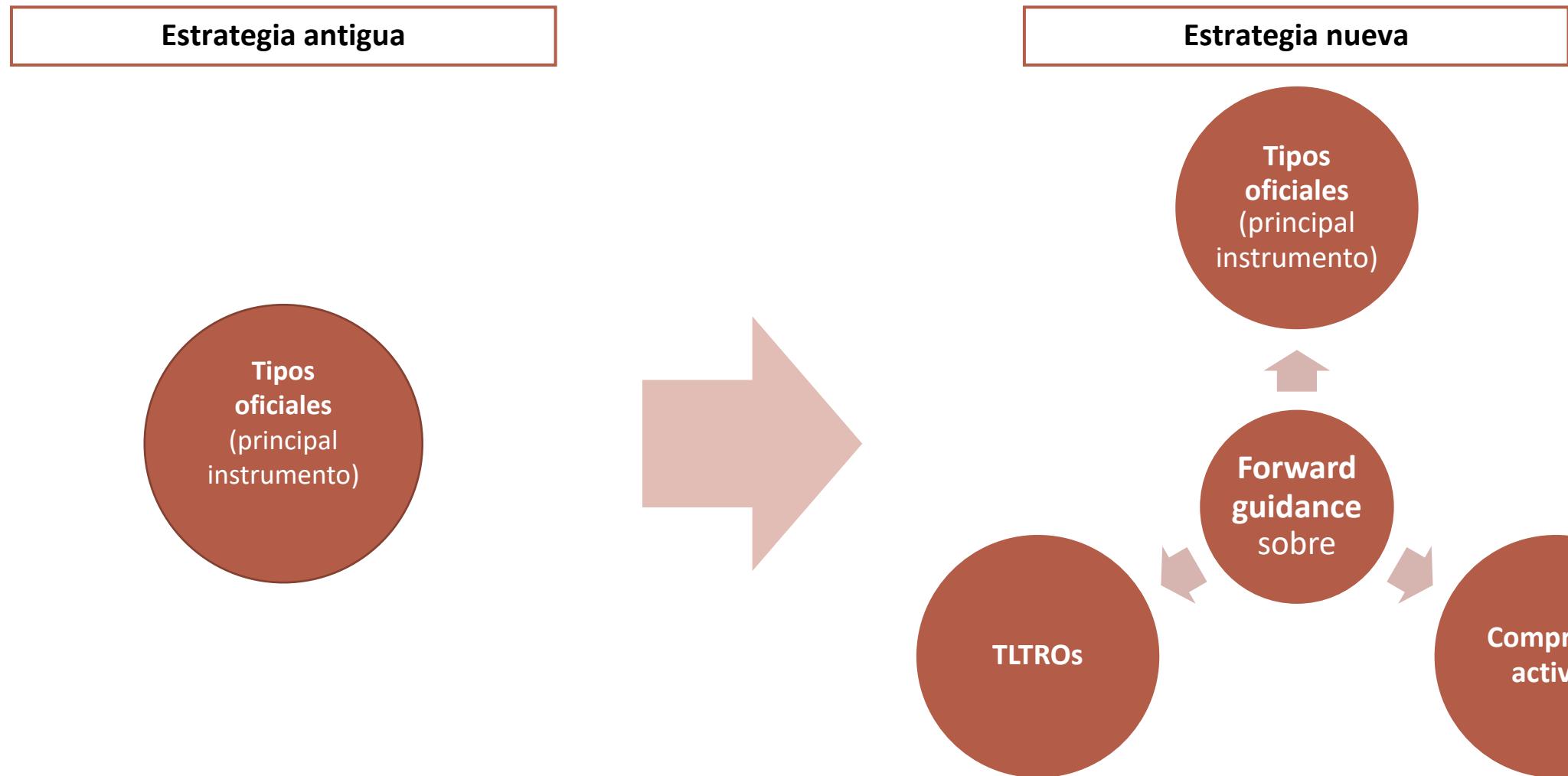
4. La transmisión de la política monetaria
5. Instrumentación de la política monetaria en el Área del Euro
 - a. Marco operativo original
 - b. Expansión de los instrumentos disponibles
 - c. La importancia de forward guidance

PARTE III: RESPUESTA A LA PANDEMIA Y ESCENARIO INFLACIONARIO

6. Respuestas de PM ante la Pandemia
7. Complejidad ante escenario inflacionario actual

PARTE IV: TRABAJAR COMO ECONOMISTA EN EL BDE

REVISIÓN DE LA ESTRATEGIA: CAJA DE INSTRUMENTOS DE POLÍTICA MONETARIA



FG sobre tipos de interés

El nuevo FG incorpora el objetivo del **2% simétrico** –exigiendo que se alcance **pronto y de forma duradera** dentro del horizonte de proyección para poder subir tipos– y la posibilidad de **overshooting**; y refuerza la condición ligada a la **inflación subyacente**:

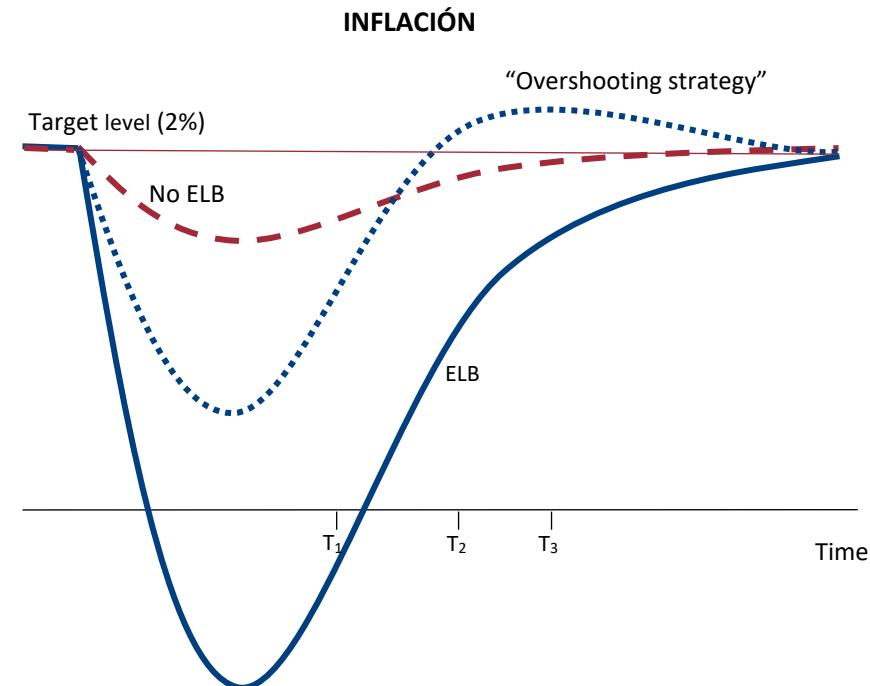
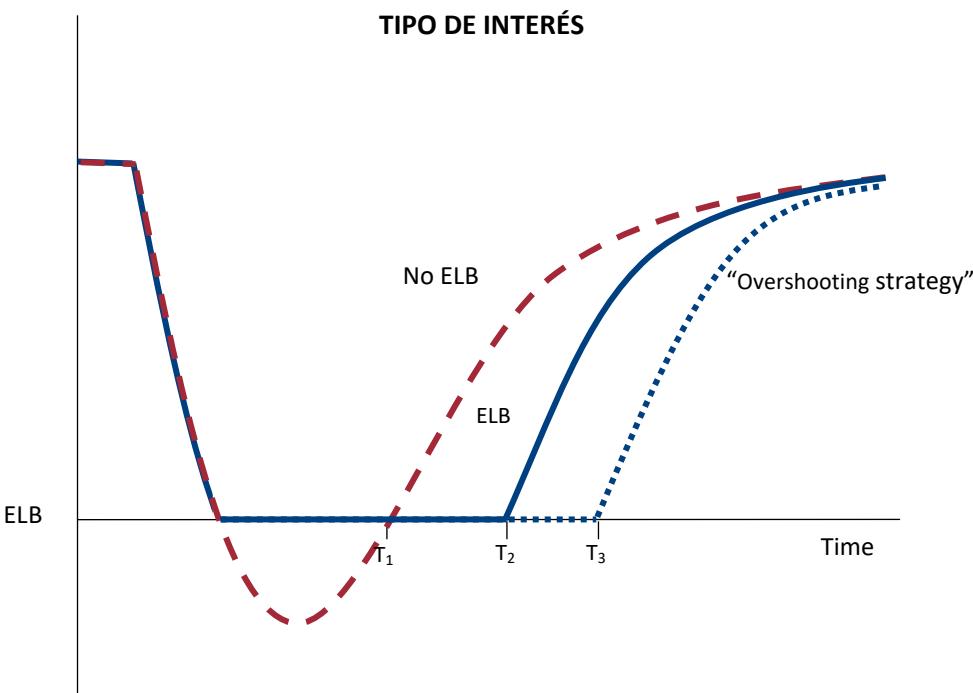
"In support of its symmetric two per cent inflation target and in line with its monetary policy strategy, the Governing Council expects the key ECB interest rates to remain at their present or lower levels until it sees inflation reaching two per cent well ahead of the end of its projection horizon and durably for the rest of the projection horizon, and it judges that realised progress in underlying inflation is sufficiently advanced to be consistent with inflation stabilising at two per cent over the medium term. This may also imply a transitory period in which inflation is moderately above target."

FG sobre resto de instrumentos

Sin cambios en el FG del resto de instrumentos (APP, PEPP, TLTRO): el compromiso de ajuste de instrumentos cambia de *"The Governing Council stands ready to adjust all of its instruments, as appropriate, to ensure that inflation moves towards its aim in a sustained manner, in line with its commitment to symmetry"*, a *"(...) ensure that inflation stabilises at its two per cent target over the medium term."*

¿POR QUÉ PERMITIR LA POSIBILIDAD DE “OVERSHOOTING” PUEDE AYUDAR A LOGRAR SIMETRÍA EN LA INFLACIÓN CUANDO LA ECONOMÍA ESTÁ CERCA DEL LÍMITE INFERIOR?

- Al señalizar la posibilidad de overshooting futuros, y si los agentes son forward-looking, el banco central puede lograr un aumento en las expectativas de inflación.
- La caída consiguiente en los tipos de interés reales estimula el gasto agregado y la inflación actual.
- De esta forma, es posible neutralizar (en parte) la limitación que plantea la cota inferior a los tipos de interés y lograr fluctuaciones más simétricas de la inflación en torno al objetivo.





HOJA DE RUTA

PARTE I: DEFINICIONES Y ESTRATEGIA DE POLÍTICA MONETARIA

1. La política monetaria y el papel del banco central
2. Algunas definiciones de política monetaria
3. La estrategia de política monetaria del BCE
 - a. La estrategia original
 - b. Problemas con la estrategia original
 - c. La estrategia definida en 2021

PARTE II: ¿CÓMO SE INSTRUMENTA LA ESTRATEGIA?

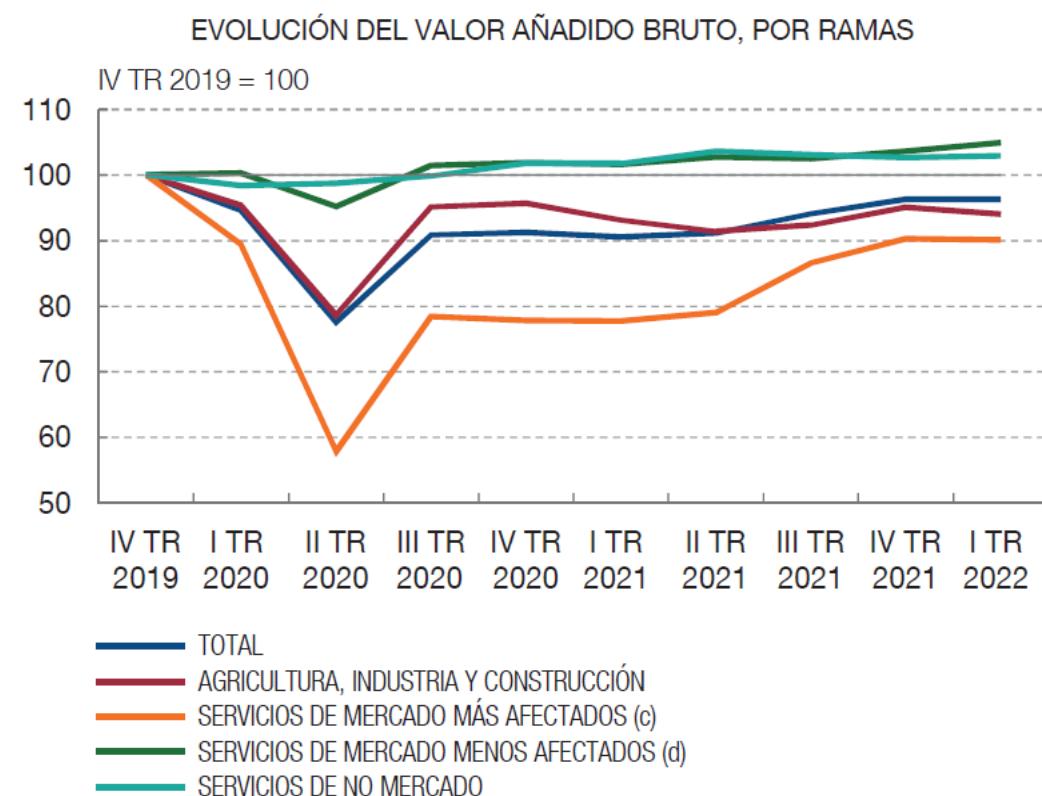
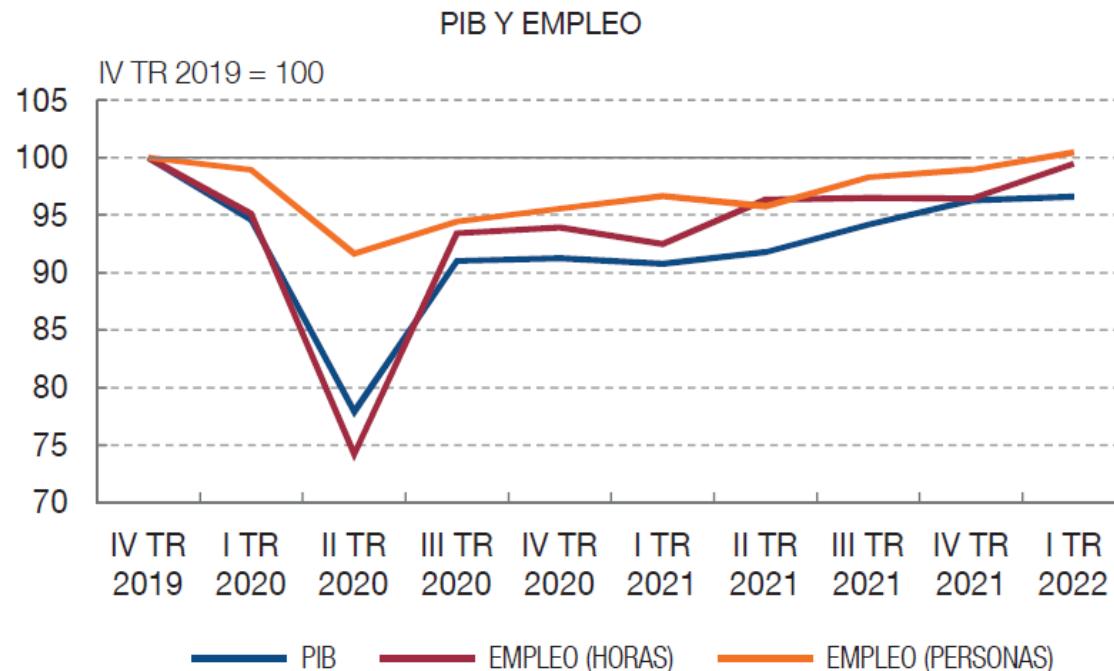
4. La transmisión de la política monetaria
5. Instrumentación de la política monetaria en el Área del Euro
 - a. Marco operativo original
 - b. Expansión de los instrumentos disponibles
 - c. La importancia de forward guidance

PARTE III: RESPUESTA A LA PANDEMIA Y ESCENARIO INFLACIONARIO

6. Respuestas de PM ante la Pandemia
7. Complejidad ante escenario inflacionario actual

PARTE IV: TRABAJAR COMO ECONOMISTA EN EL BDE

LA PANDEMIA DE CORONAVIRUS EN 2020: DINÁMICAS EN ESPAÑA

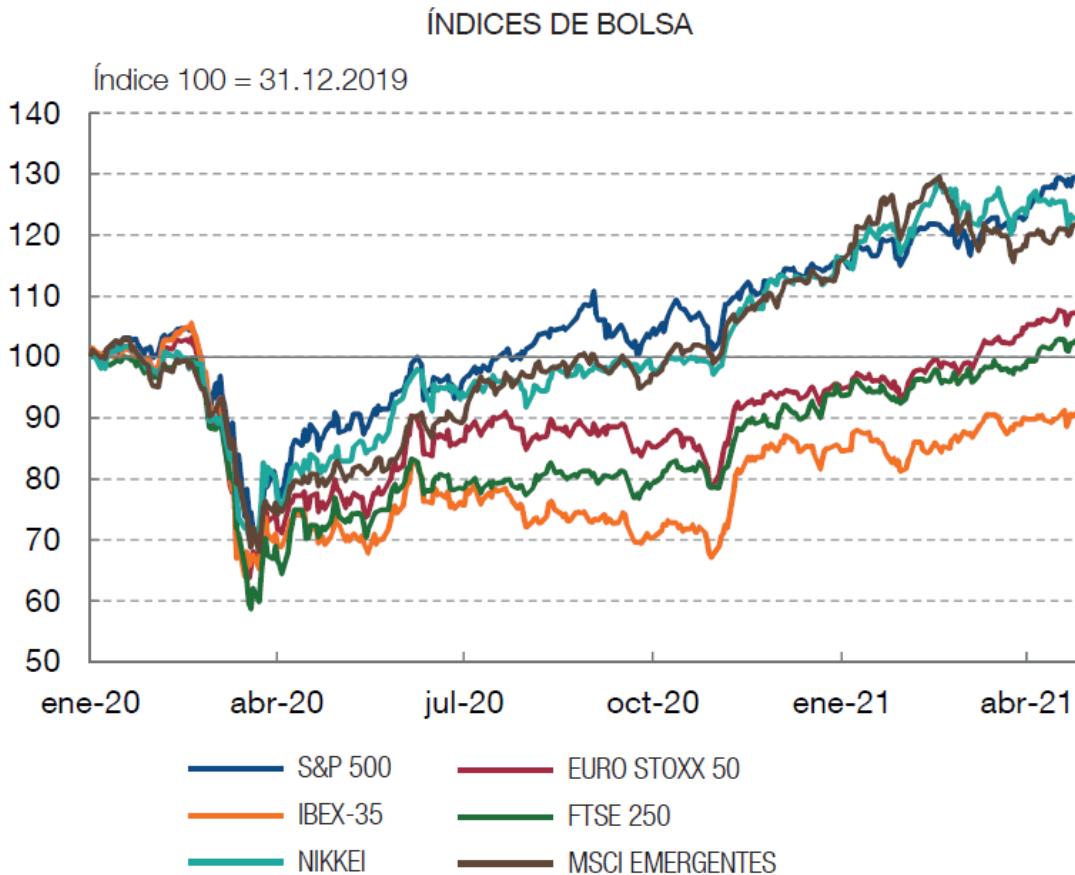


Fuentes: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones, y Banco de España.

c Comercio, transporte y hostelería, Actividades profesionales, científicas y administrativas, y Actividades artísticas y recreativas.

d Información y comunicaciones, Actividades financieras y de seguros, y Actividades inmobiliarias.

LA PANDEMIA DE CORONAVIRUS EN 2020



DIFERENCIALES DE LOS TIPOS DE INTERÉS DE LA DEUDA PÚBLICA
A DIEZ AÑOS FRENTE A ALEMANIA



Fuentes: Thomson Reuters Datastream

LA PANDEMIA DE CORONAVIRUS EN 2020

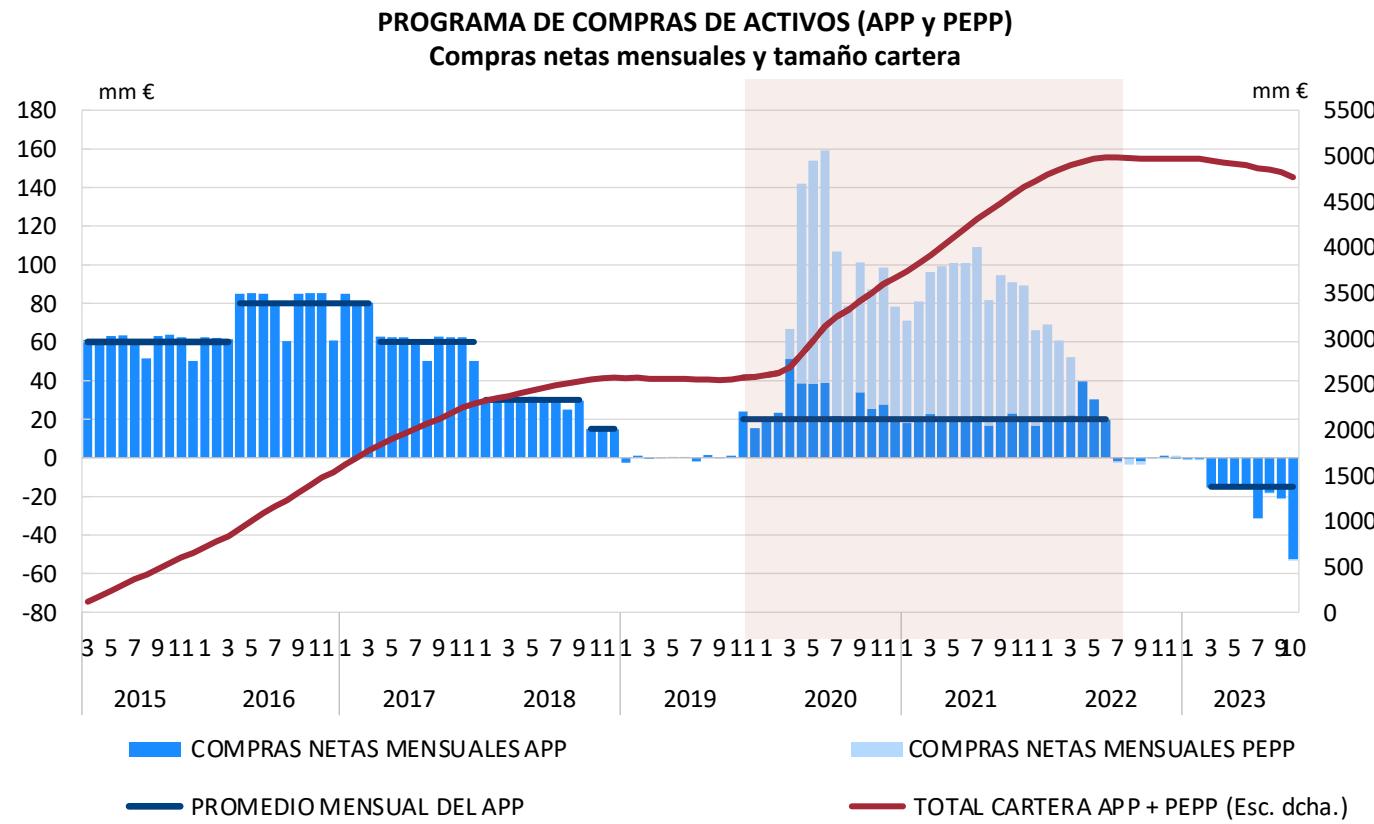
- La pandemia de Covid-19 provoca una súbita y profunda recesión, debida a los efectos directos de la enfermedad y a los efectos indirectos de las restricciones para combatirla.
 - Desde inicio 2020, las características de la enfermedad (alta transmisibilidad, retraso síntomas, asintomáticos) facilitan su rápida propagación por todo el mundo
 - **Origen común, impacto asimétrico** (velocidad, profundidad, especialización).
 - ✓ *Sobrecarga sistemas sanitarios, sobre todo en los primeros países afectados.*
 - ✓ *Escasez equipos médicos (respiradores) y suministros (medicinas, EPI)*
 - **Distanciamiento, reducción movilidad, confinamiento, cierre fronteras**, implican:
 - ✓ *Oferta > Actividad presencial no esencial se para. Cadenas valor muy alteradas.*
 - ✓ *Demanda > Caída consumo e inversión - aumento desempleo y medidas paro temporal. Aumento del ahorro, en parte involuntario.*
 - **Fuerte respuesta de las políticas económicas:**
 - ✓ *Políticas monetarias fuertemente expansivas (convencional y no convencional)*
 - ✓ *Estímulos fiscales – estabilizadores automáticos y políticas discretionales.*
 - ✓ *Programas conservación empleo (paro temporal, disminución horas), liquidez a empresas no financieras (garantías estatales al crédito bancario), ayudas estado.*

RESPUESTA A LA CRISIS DE COVID-19 A NIVEL EUROPEO: PANDEMIC EMERGENCY PURCHASE PROGRAMME (PEPP) COMO NOVEDAD

- La rápida respuesta de PM, además de las medidas por parte de las autoridades nacionales, y como novedad, importantes medidas conjuntas de la UE, limitaron en el corto plazo los daños a la economía real y mantienen contenidas las tensiones financieras.
 - Política monetaria del Eurosistema
 - ✓ Refuerzo temporal de compras APP por importe de 120 mm hasta dic 2020
 - ✓ Refuerzo liquidez largo plazo (LTRO) y suavización condiciones y aumento incentivos a la concesión de crédito en operaciones con objetivo específico (TLTRO III).
 - ✓ Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP), doble objetivo de estabilidad financiera y estímulo monetario.
 $750 \text{ mm} + 600 \text{ mm} + 500 \text{ mm} = 1850 \text{ mm}$
 - ✓ PEPP relaja requerimientos para que determinados tipos de deuda puedan entrar en el programa
 - ✓ Nuevas operaciones de liquidez a largo plazo específicas: Pandemic Emergency Longer-term refinancing operations (PELTRO). 7 operaciones de plazo decreciente (16-8 meses).
 - Otras políticas europeas en respuesta a la pandemia
 - ✓ Suspensión temporal de los límites del Pacto de Estabilidad y Crecimiento
 - ✓ Relajación de requisitos prudenciales de capital y liquidez del sector financiero
 - ✓ Abril 2020: ayudas europeas en forma de préstamos – línea de crédito pandémica MEDE (240 mm), reaseguro del desempleo SURE (200 mm), y garantías BEI (100 mm).
 - ✓ Julio 2020: aprobación MFF 2020-2027 y, sobre todo, Next Generation EU (750 mm, en préstamos y transferencias, financiados con la emisión de deuda común) – elementos de mutualización, duplicará la oferta actual de activos seguros supranacionales europeos.

RESPUESTA A LA PANDEMIA: REFUERZO DE LIQUIDEZ Y COMPRAS DE ACTIVOS

- En marzo 2020 se refuerzan las compras mensuales de 20 mm del APP con 120 mm € más hasta fin de año, y se relajan adicionalmente las condiciones de TLTRO III.
- 6 días después se anuncia PEPP con 2 objetivos: proteger mecanismo de transmisión y proporcionar acomodación adicional de 750 mm (crece después hasta 1850 mm totales).
- Final abril se anuncian PELTROs (7 operaciones de liquidez a plazos de 16-8 meses).



Fuentes: Banco Central Europeo (BCE).

LA PANDEMIA HA DEJADO VULNERABILIDADES QUE HAN DIFICULTADO LA TRANSMISIÓN HOMOGENEA DE LA NORMALIZACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA A TODOS LOS PAÍSES DEL ÁREA DEL EURO

- El BCE se comprometió a actuar contra los riesgos de fragmentación que puedan surgir, de dos formas:

Flexibilidad en la reinversión del PEPP

- En una reunión extraordinaria celebrada en junio de 2022, el Consejo de Gobierno decidió implementar la flexibilidad en la reinversión del principal de los valores de la cartera del PEPP que vayan venciendo para preservar el funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria.
- Adicionalmente, se anunció el diseño de un nuevo instrumento anti-fragmentación.

TPI

- En julio, el Consejo de Gobierno aprobó el **Instrumento para la Protección de la Transmisión (*Transmission Protection Instrument*, TPI)**, para apoyar la transmisión efectiva de la política monetaria.

¿EN QUÉ CONSISTE EL INSTRUMENTO DE PROTECCIÓN DE LA TRANSMISIÓN (TPI)?

- El Eurosistema podrá comprar, en el mercado secundario, valores emitidos en jurisdicciones que experimenten un deterioro de las condiciones de financiación que no esté justificado por los fundamentos económicos del país en cuestión, con el fin de contrarrestar los riesgos para el mecanismo de transmisión de la política monetaria.

Parámetros de compras

- Valores del sector público con un vencimiento residual de entre uno y diez años.
- Si procede, podrían considerarse compras de valores del sector privado.

Criterios de elegibilidad

- Cumplimiento del marco fiscal de la UE.
- Ausencia de desequilibrios macroeconómicos graves.
- Sostenibilidad fiscal.
- Políticas macroeconómicas sólidas y sostenibles.

Activación

- La activación se basará en una valoración exhaustiva de los indicadores de mercado y de transmisión de la política monetaria, una evaluación de los criterios de elegibilidad y en su opinión de que la activación de las compras en el marco del TPI es proporcionada para la consecución del objetivo principal del BCE.
- Las compras terminarán tras una mejora duradera de la transmisión o si se considerara que las tensiones persistentes se deben a fundamentos económicos de los países en cuestión.

Relación con la orientación de la política monetaria

- Las compras en el marco del TPI se llevarían a cabo de forma que no tengan un impacto persistente en el balance total del Eurosistema y, por tanto, en la orientación de la política monetaria.

La flexibilidad en las reinversiones del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP) seguirá siendo la primera línea de defensa para contrarrestar los riesgos para el mecanismo de transmisión relacionados con la pandemia.



HOJA DE RUTA

PARTE I: DEFINICIONES Y ESTRATEGIA DE POLÍTICA MONETARIA

1. La política monetaria y el papel del banco central
2. Algunas definiciones de política monetaria
3. La estrategia de política monetaria del BCE
 - a. La estrategia original
 - b. Problemas con la estrategia original
 - c. La estrategia definida en 2021

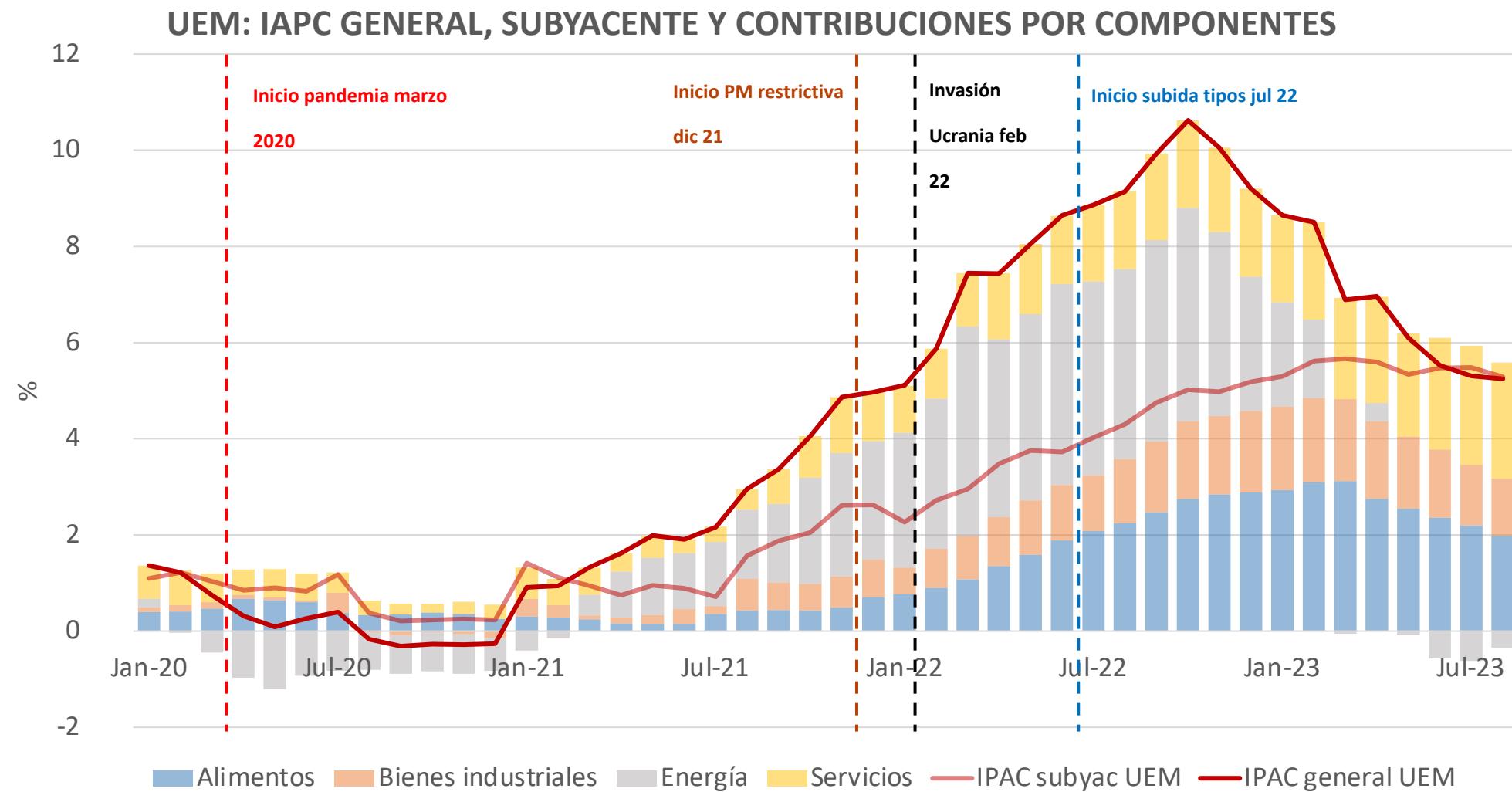
PARTE II: ¿CÓMO SE INSTRUMENTA LA ESTRATEGIA?

4. La transmisión de la política monetaria
5. Instrumentación de la política monetaria en el Área del Euro
 - a. Marco operativo original
 - b. Expansión de los instrumentos disponibles
 - c. La importancia de forward guidance

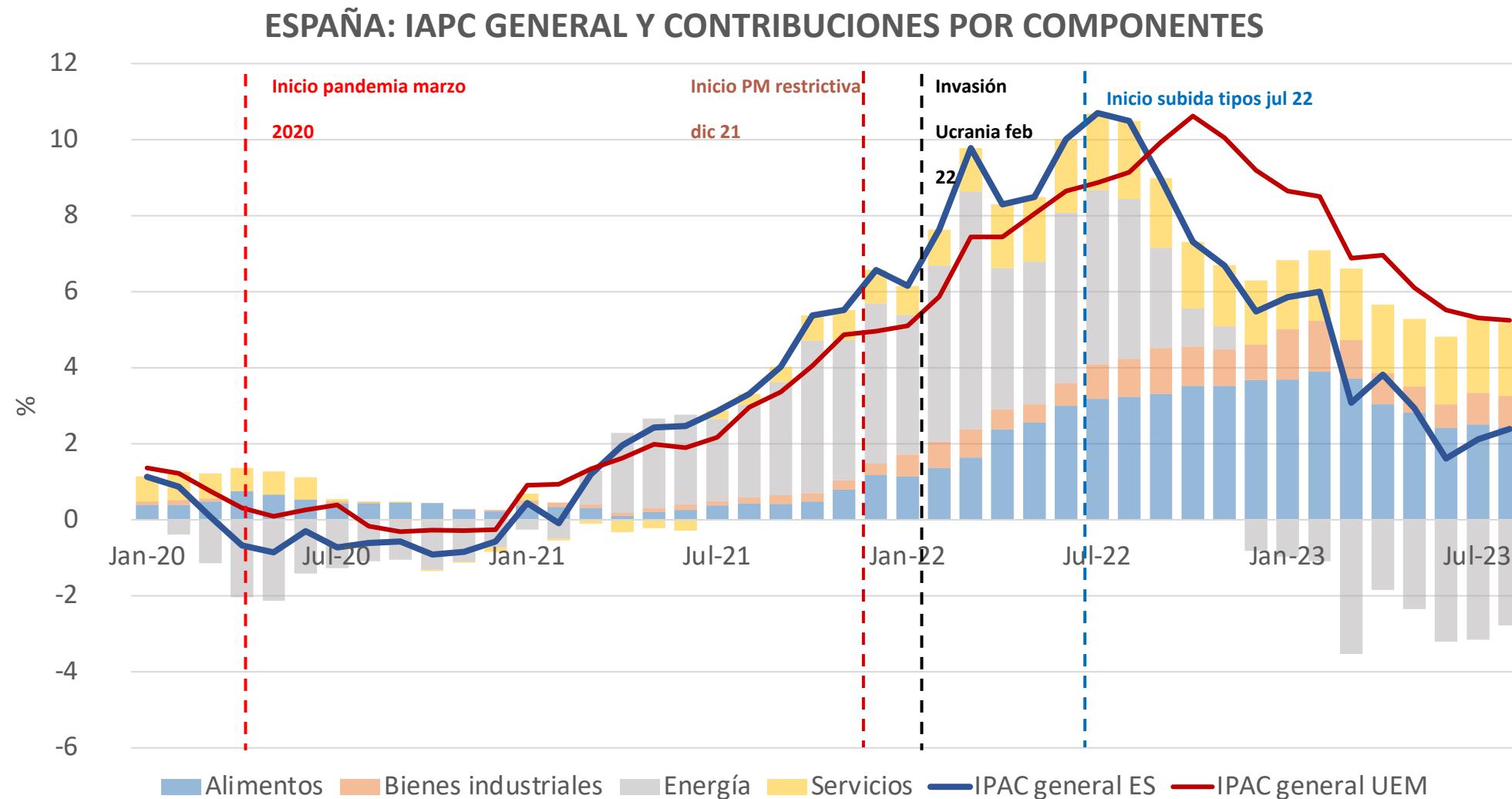
PARTE III: RESPUESTA A LA PANDEMIA Y ESCENARIO INFLACIONARIO

6. Respuestas de PM ante la Pandemia
7. **Complejidad ante escenario inflacionario actual**

PARTE IV: TRABAJAR COMO ECONOMISTA EN EL BDE



Fuentes: Eurostat. Última observación: septiembre 2023



LA TENDENCIA DE PRECIOS AL ALZA SE CONSIDERABA PASAJERA EN 2021, PERO HA MOSTRADO UNA PERSISTENCIA MAYOR DE LA ESPERADA...

Efecto base (efecto estadístico)

- Las **medidas contra el covid-19 a comienzos de 2020** provocaron una caída intensa y súbita de la demanda que conllevó una fuerte desaceleración de los precios (en especial de productos que requieren de movilidad e interacción social: bienes energéticos y numerosos servicios).
 - **Este efecto desaparece en marzo de 2022.**
- Adicionalmente, se dieron **efectos idiosincrásicos en algunos países**, como la reducción transitoria del IVA en Alemania entre julio y diciembre de 2020.

Recuperación de la demanda

- La recuperación de la demanda tras dejar atrás las medidas más estrictas de la pandemia ha dado lugar a la **normalización de los niveles de precios**.
 - En el caso español, un ejemplo son los precios relacionados con el turismo, cuya evolución desde mediados de este año se ha asemejado más a la de 2019 que a la observada en 2020.
- **La oferta no se ha expandido al mismo ritmo que la demanda**, dando lugar al encarecimiento de diferentes bienes intermedios utilizados en los procesos productivos.

Restricciones de oferta y Precios energéticos

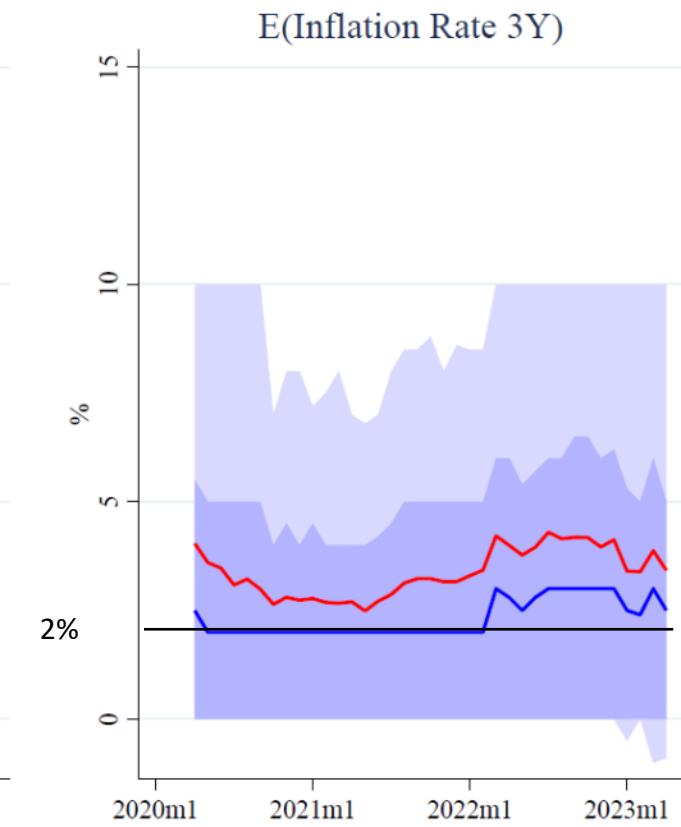
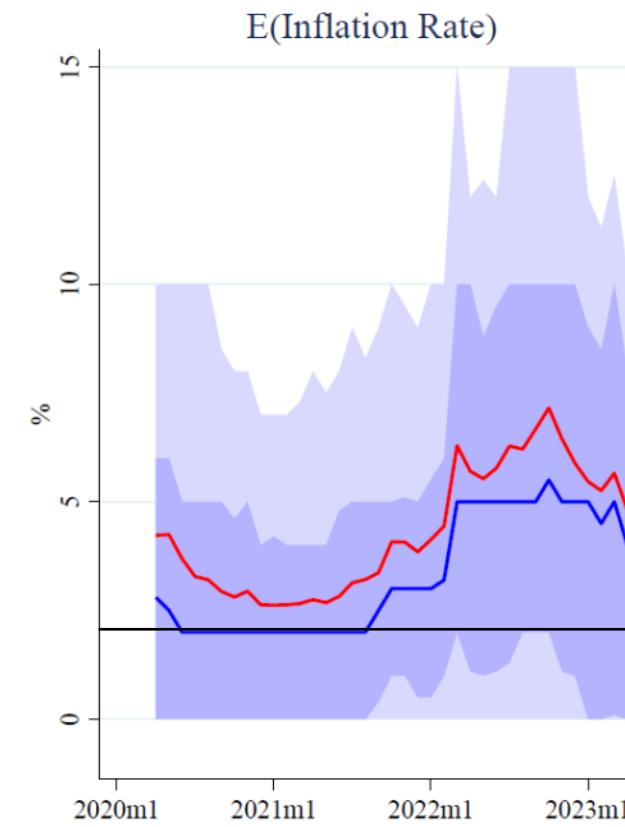
- Los precios energéticos se han visto afectados por **cuellos de botella**, la **invasión de Ucrania**, así como por **efectos base**.
 - Encarecimiento especialmente importante en el gas (con efectos sobre la electricidad).

INFLACIÓN Y EXPECTATIVAS: EN TENDENCIA ASCENDENTE DESDE MEDIADOS DE 2020...

EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN DERIVADAS DE LOS SWAP DE INFLACIÓN



EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN DE LA ENCUESTA DE EXPECTATIVAS DE CONSUMIDORES



p10-p90 p25-p75 p50 Mean

Fuentes: Refinitiv Datastream, Banco de España, y BCE (Consumer Expectation Survey, CES)

FUNCIÓN DE REACCIÓN ACTUAL DEL BCE BASADA EN TRES ELEMENTOS

Perspectivas de inflación a la
luz de los nuevos datos
económicos y financieros



Monitoreo de dinámica de la
inflación subyacente



Intensidad de la transmisión
de la política monetaria

- Valoración apoyada en las proyecciones elaboradas trimestralmente por los expertos del Eurosystema.

- Los distintos **indicadores de inflación subyacente permiten contrastar la valoración de las perspectivas de inflación a medio plazo**, ya que ofrecen una señal de las presiones inflacionistas menos influenciada por factores transitorios.

- El ciclo actual de **subidas de tipos no tiene precedente histórico**, lo que genera **incertidumbre sobre la intensidad y velocidad de la transmisión** respecto a las regularidades observadas en ciclos alcistas previos.

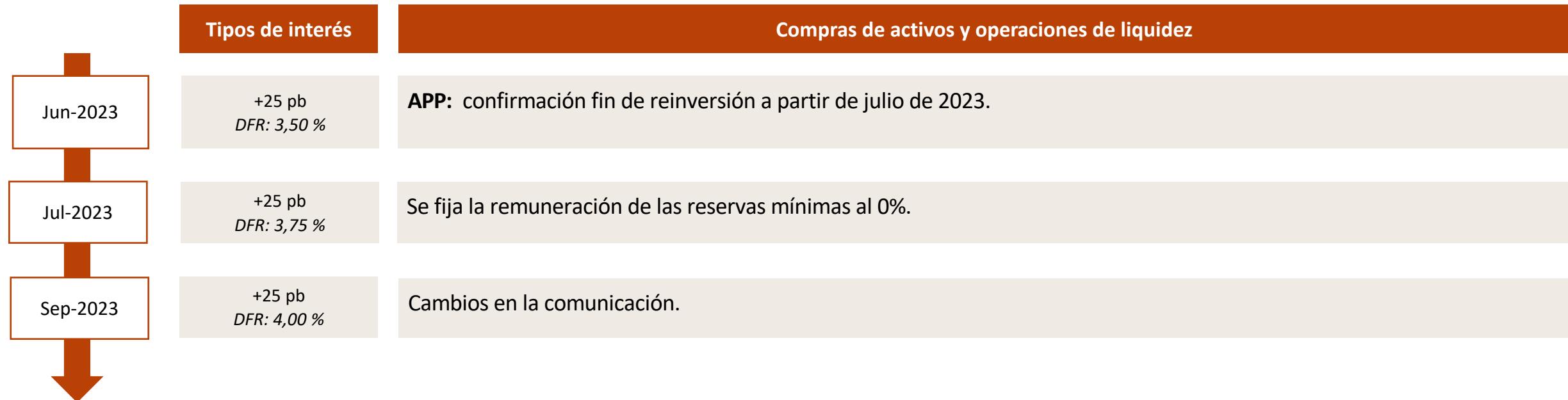
DECISIONES

enfoque en el que las **decisiones** se adoptan **reunión a reunión, dependiente de los datos**
(“Meeting by Meeting”).

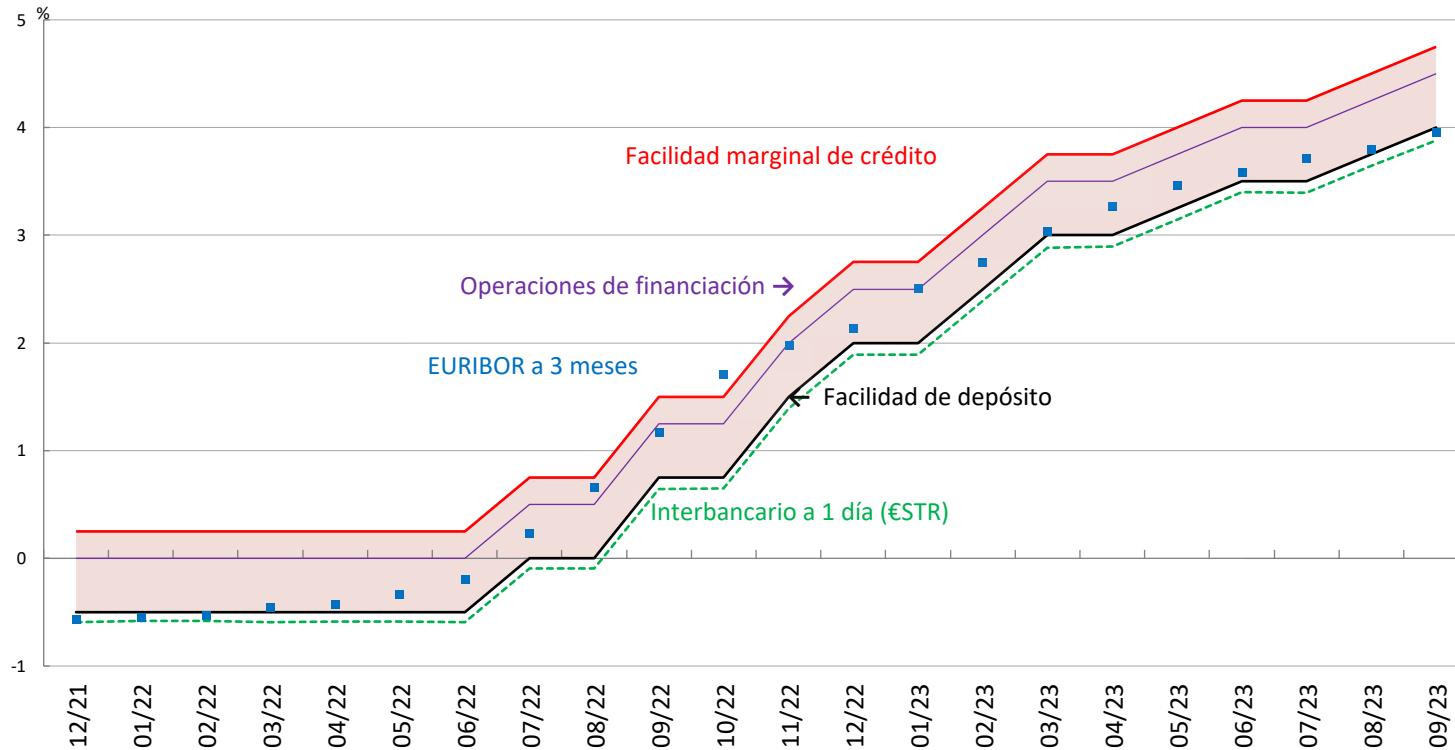
DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA DEL BANCO CENTRAL EUROPEO DESDE DICIEMBRE DE 2021

	Tipos de interés	Compras de activos y operaciones de liquidez
Dic-2021	Intención de aumento	APP: ritmo de 40 mm € en 2T22, 30 mm en 3T22 y 20 mm desde octubre PEPP: fin de las compras netas a final de marzo de 2022 y reinversiones hasta al menos finales de 2024
Feb-2022		Confirmación de las medidas anunciadas en diciembre de 2021
Mar-2022		APP: recalibración del ritmo de compras PEPP: finalización de las compras netas
Abr-2022		APP: anuncio de la intención de finalizar las compras netas en 3T22
Jun-2022		APP: finalización de las compras netas a partir del 1 de julio Reunión <i>ad hoc</i> : flexibilidad reinversiones PEPP y anuncio del diseño de un instrumento anti-fragmentación
Jul-2022		TPI: aprobación del <i>Instrumento para la Protección de la Transmisión</i> (TPI)
Sep-2022		TLTRO III: ajuste de términos y condiciones
Oct-2022		APP: desde el inicio de marzo de 2023, disminución de 15 mm € mensuales (promedio) hasta finales de 2T23
Dic-2022		APP: Modalidades detalladas para reducir las tenencias
Feb-2023		APP: El CG prevé interrumpir las reinversiones en el marco del APP a partir de julio de 2023
Mar-2023		
May-2023		

DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA DEL BANCO CENTRAL EUROPEO DESDE DICIEMBRE DE 2021



TIPOS DE INTERÉS OFICIALES DEL BCE Y DEL INTERBANCARIO

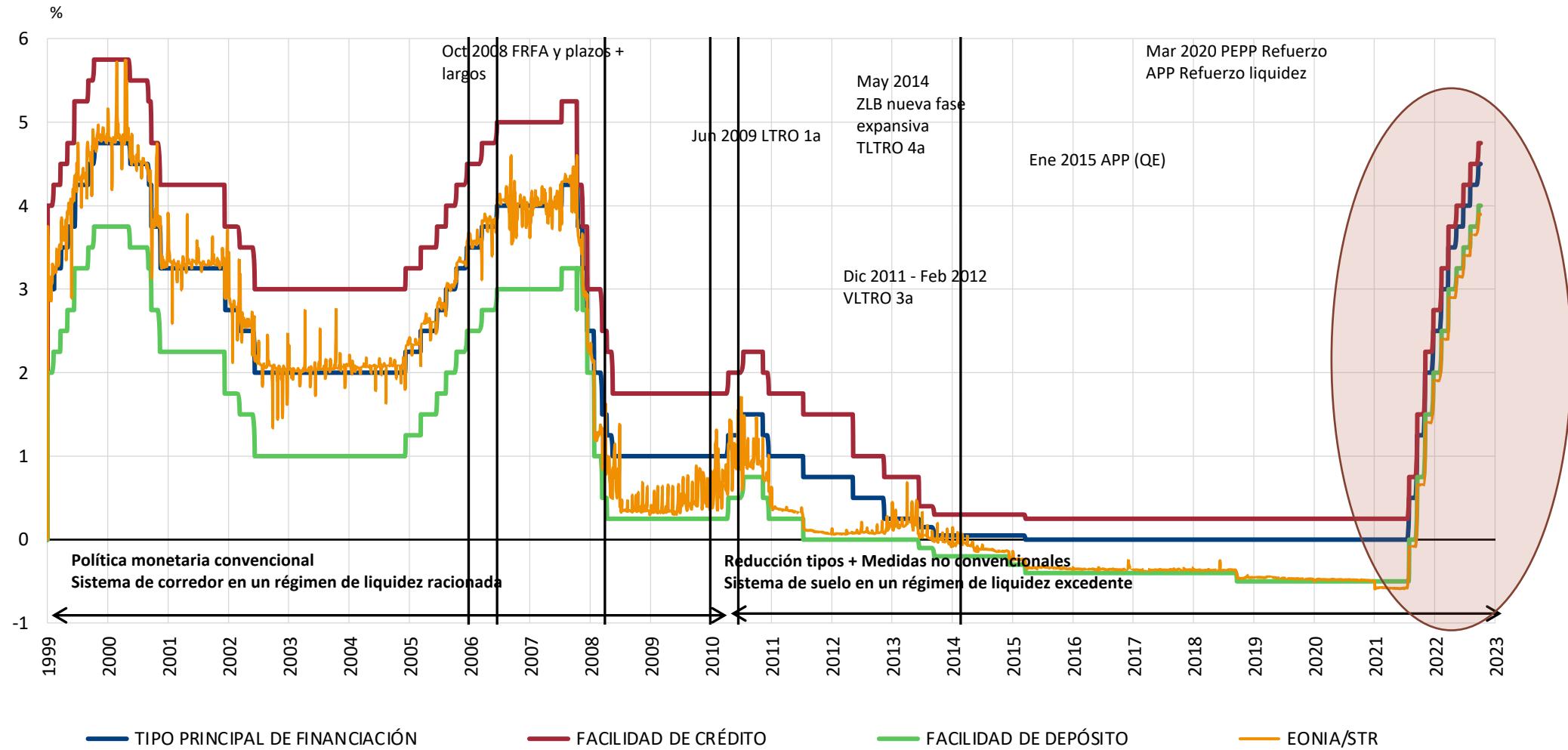


FUENTES: Banco de España y Refinitiv Datastream.

NOTA: La franja color salmón representa el pasillo de tipos oficiales del BCE. Este pasillo está determinado por la diferencia entre el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito y el de la facilidad de depósito. El tipo de interés de las operaciones de financiación intervención se sitúa entre ambos. El tipo de interés interbancario a un día (€STR) en el período mostrado ha estado pegado al de la facilidad de depósito. El interbancario (EURIBOR) a tres meses, se sitúa por encima del €STR, ya que incorpora una prima de plazo. Datos del último día del mes correspondiente.

INSTRUMENTACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA: EVOLUCIÓN

TIPOS DE INTERÉS OFICIALES Y EONIA



Fuente: Banco de España.

La respuesta al endurecimiento cuantitativo (QT) podría ser menos intensa que la que generó la expansión cuantitativa (QE)...

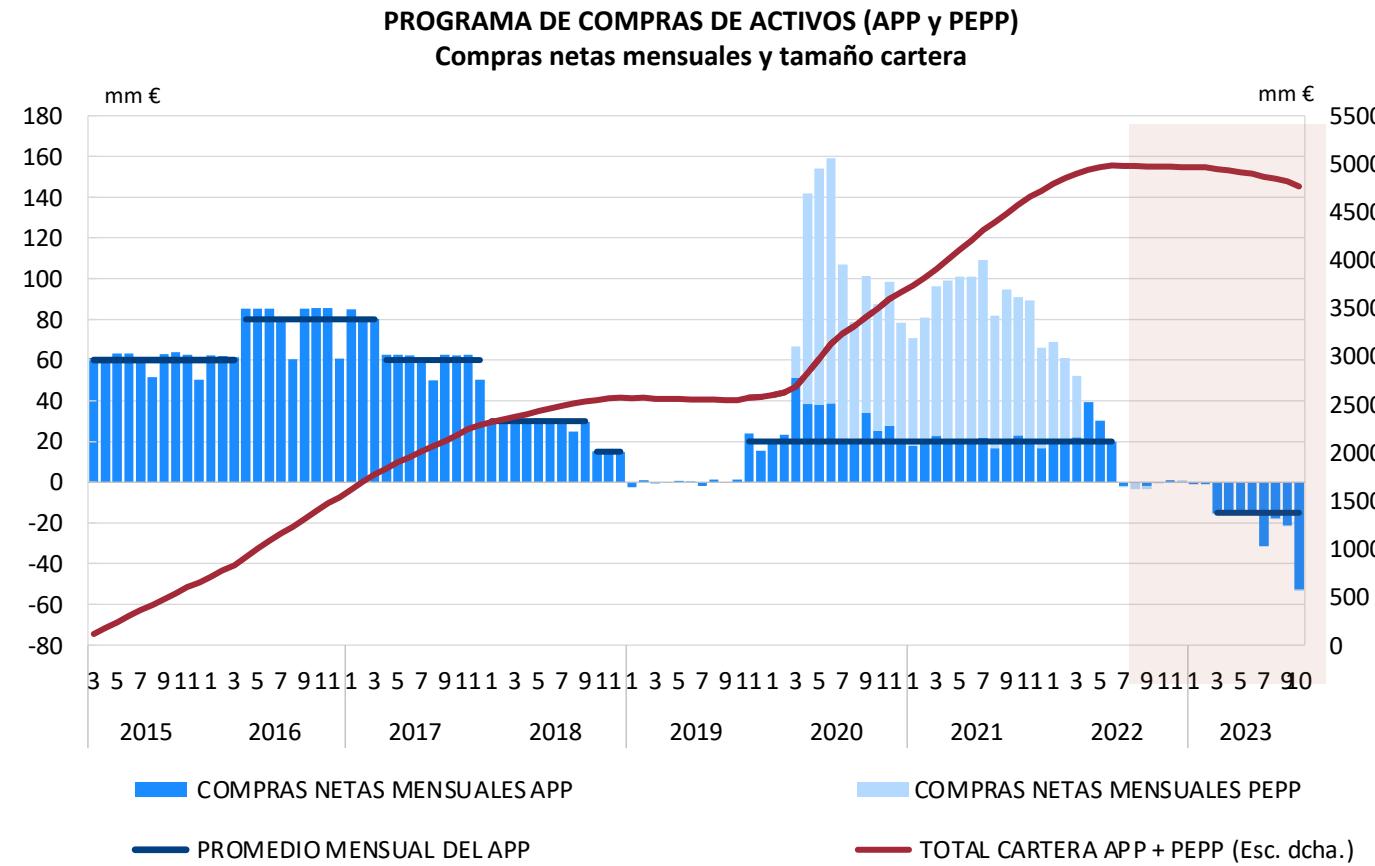
- **En el ámbito fiscal:** las ratios de deuda pública sobre el PIB han aumentado de forma acusada (los Gobiernos han acumulado déficits muy abultados durante la pandemia también porque el producto se ha contraído).
- **Situación de liquidez:** cuando la liquidez es escasa, los efectos flujo asociados con la contracción de la cartera de renta fija del BCE podrían adquirir una importancia relativamente mayor que en condiciones normales.
- **No deberíamos ignorar el riesgo de una reacción de los mercados al QT que sorprenda por su intensidad.**
- **Los mercados ya están descontando en cierta medida el endurecimiento cuantitativo.**
- **El QT ofrece mucha menos información sobre la senda futura de los tipos de interés que la expansión cuantitativa.**

En resumen

Todos estos argumentos justifican que el proceso de reducción del balance en el área del euro debiera **ser muy gradual y predecible**. También es esencial **mantener la posibilidad de adoptar medidas contra la fragmentación** mediante la activación del TPI si estuviera justificado y fuera necesario.

RESPUESTA A PRESIONES INFLACIONISTAS: LIQUIDEZ Y COMPRAS DE ACTIVOS

- Los programas de compras del BCE han contribuido a mantener unas condiciones de financiación relajadas en los últimos años.
- No obstante, en las condiciones actuales de inflación elevada, el BCE ha procedido a reducir su cartera de bonos, comenzando por dejar de reinvertir íntegramente el principal de los valores adquiridos en el marco del APP a partir de marzo.



Fuentes: Banco Central Europeo (BCE).

LOS CANALES DE TRANSMISIÓN DE UN ENDURECIMIENTO DE LA POLÍTICA MONETARIA

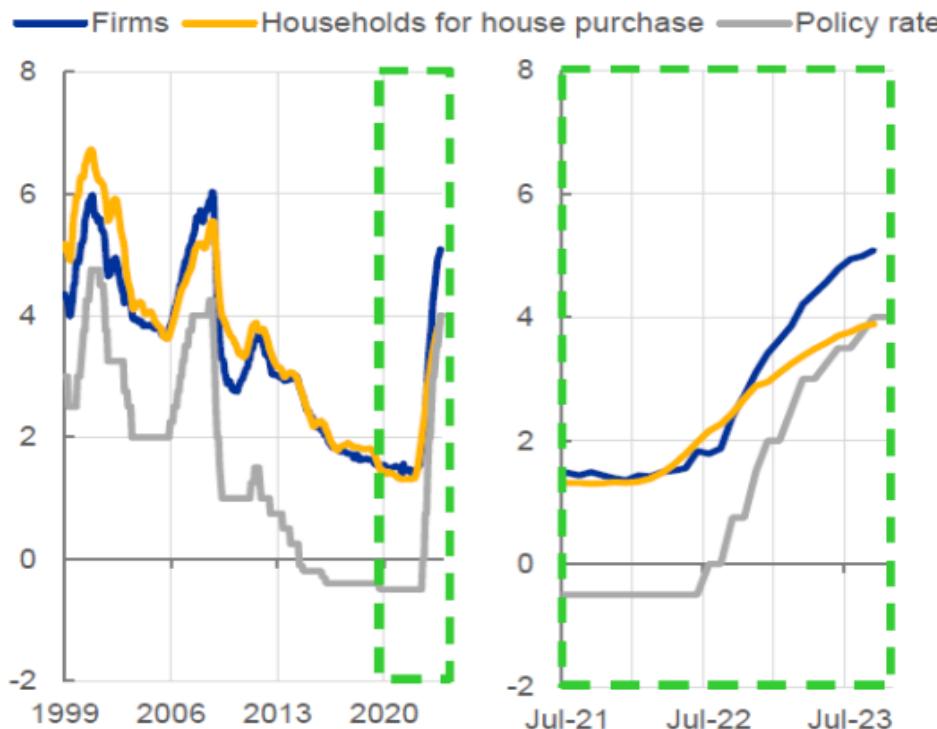
ETAPA 1: TRANSMISIÓN A LAS CONDICIONES FINANCIERAS	VELOCIDAD DE TRANSMISIÓN
Canal mercado de capitales: ↑ coste de financiación en mercados	Muy rápido ("inmediato")
Canal bancario: ↑ coste de financiación bancaria y remuneración depósitos	Rápido (6-12 meses)
Canal renta: ↑ ingresos y pagos por intereses	Lento (más de 12 meses)
Canal riqueza: ↓ valor de la riqueza financiera y real	Muy rápido en riqueza financiera y rápido en riqueza real
Canal tipo de cambio: apreciación del euro	Muy rápido ("inmediato")
ETAPA 2: TRANSMISIÓN A LA ECONOMÍA REAL	VELOCIDAD DE TRANSMISIÓN
Efecto sustitución intertemporal: Contracción del gasto por el aumento de los tipos de interés	Lento (12-18 meses)
Efecto renta: Contracción del gasto por el descenso de la renta	Lento (12-18 meses)
Efecto riqueza: Contracción del gasto por el descenso de la riqueza	Lento (12-18 meses)
Efecto tipo de cambio: la apreciación del euro reduce la demanda externa y presiona a la baja el precio de las importaciones	Lento (12-18 meses)
Canal comercial euro: Caída de las exportaciones por la contracción de la actividad en otros países del área del euro	Lento (12-18 meses)
Descenso de los precios como consecuencia de la caída en la demanda agregada y la apreciación del euro	Muy lento (18-24 meses)

LOS CANALES DE TRANSMISIÓN DE UN ENDURECIMIENTO DE LA POLÍTICA MONETARIA

ETAPA 1: TRANSMISIÓN A LAS CONDICIONES FINANCIERAS	VELOCIDAD DE TRANSMISIÓN
Canal mercado de capitales: ↑ coste de financiación en mercados	Muy rápido ("inmediato")
Canal bancario: ↑ coste de financiación bancaria y remuneración depósitos	Rápido (6-12 meses)
Canal renta: ↑ ingresos y pagos por intereses	Lento (más de 12 meses)
Canal riqueza: ↓ valor de la riqueza financiera y real	Muy rápido en riqueza financiera y rápido en riqueza real
Canal tipo de cambio: apreciación del euro	Muy rápido ("inmediato")
ETAPA 2: TRANSMISIÓN A LA ECONOMÍA REAL	VELOCIDAD DE TRANSMISIÓN
Efecto sustitución intertemporal: Contracción del gasto por el aumento de los tipos de interés	Lento (12-18 meses)
Efecto renta: Contracción del gasto por el descenso de la renta	Lento (12-18 meses)
Efecto riqueza: Contracción del gasto por el descenso de la riqueza	Lento (12-18 meses)
Efecto tipo de cambio: la apreciación del euro reduce la demanda externa y presiona a la baja el precio de las importaciones	Lento (12-18 meses)
Canal comercial euro: Caída de las exportaciones por la contracción de la actividad en otros países del área del euro	Lento (12-18 meses)
Descenso de los precios como consecuencia de la caída en la demanda agregada y la apreciación del euro	Muy lento (18-24 meses)

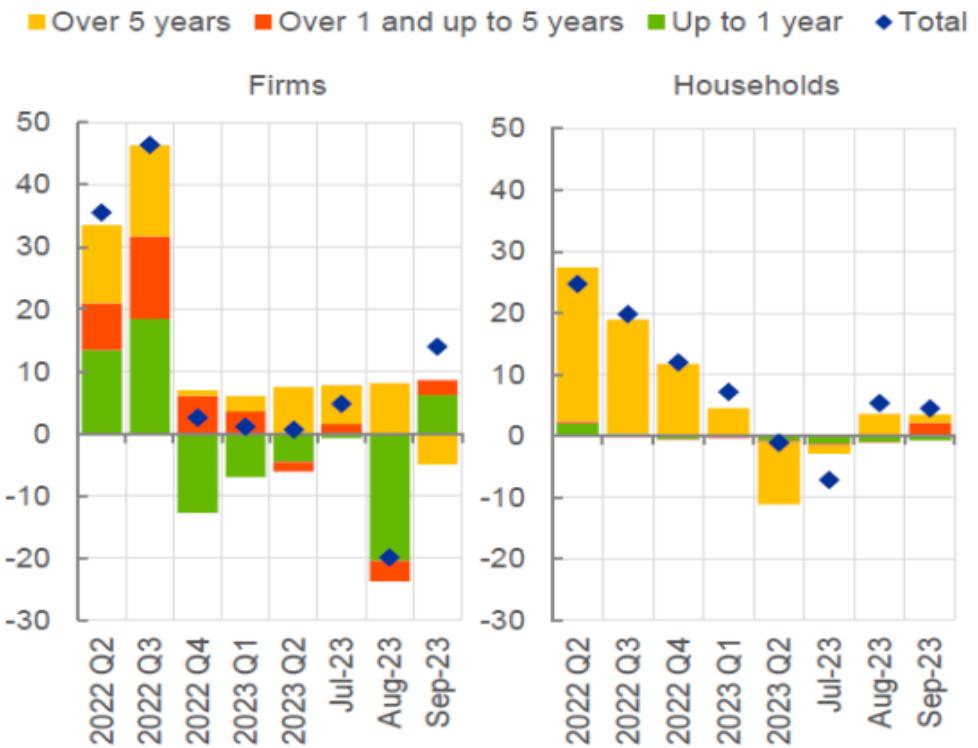
Composite cost of borrowing

(percentages per annum)



Bank loans to firms and households by maturity

(average monthly flows in EUR bn)



Sources: ECB (MIR) and ECB calculations.

Notes: The indicator for the total cost of bank borrowing for firms is calculated by aggregating short-term and long-term rates using a 24-month moving average of new business volumes. The ECB relevant policy rate is the MRO from January 1999 to May 2014 and the DFR thereafter.

Latest observation: September 2023 for composite cost of borrowing indicators and October 2023 for policy rate.

10

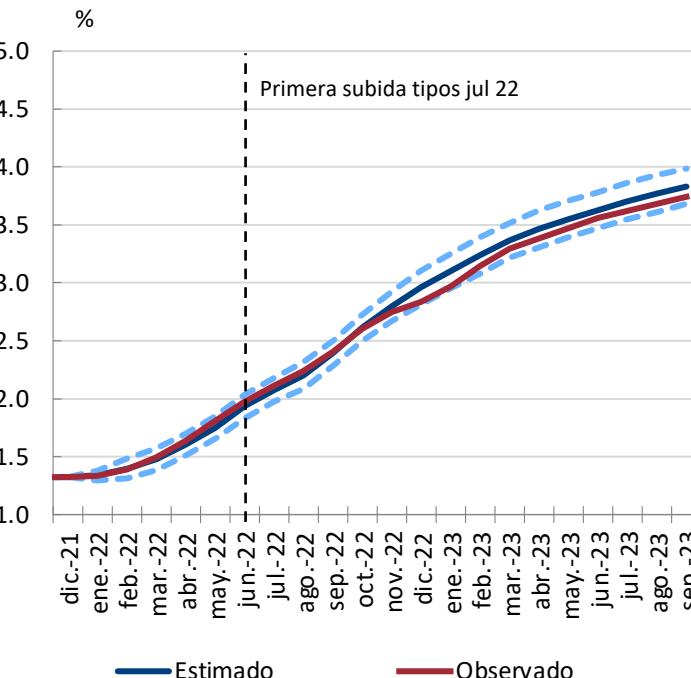
Sources: ECB (BSI) and ECB calculations.

Notes: All series are adjusted for write-offs/write-downs, reclassifications, exchange rate variations and seasonality. Total loans for both firms and households are also adjusted for sales and securitisation (total loans to firms are also adjusted for cash pooling). The maturity breakdowns are not adjusted for sales and securitisation (the seasonal adjustment of the breakdowns for households is internal). Latest observation: September 2023.

www.ecb.europa.eu

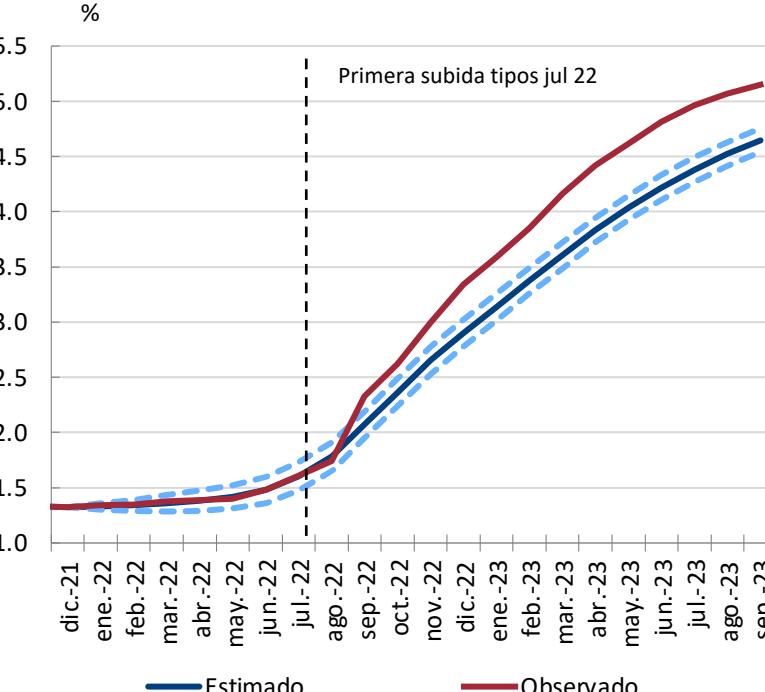
CRÉDITO A HOGARES PARA VIVIENDA

Tipo de interés a más de un año (a)



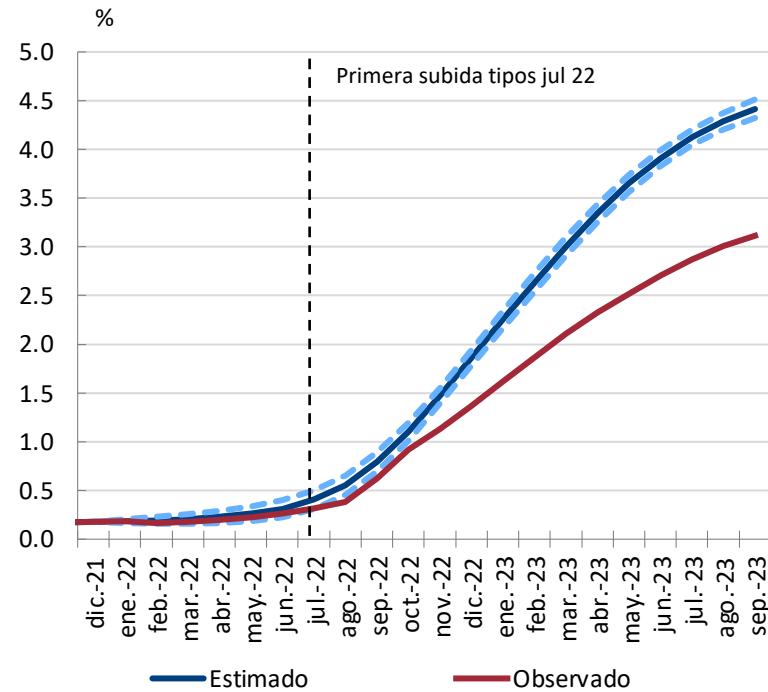
CRÉDITO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS

Tipo de interés hasta un año (a)



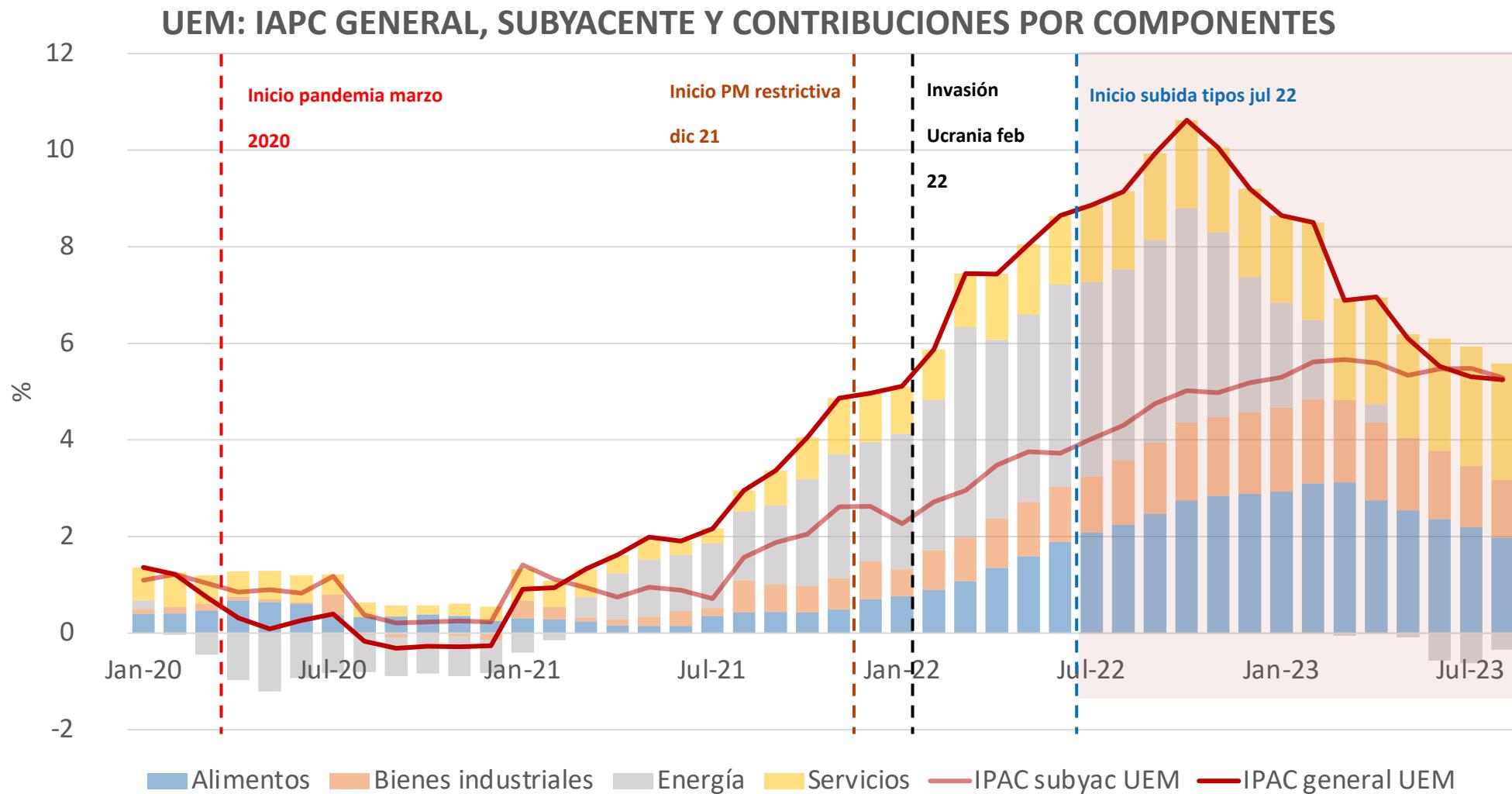
DEPÓSITOS DE HOGARES

Tipo de interés hasta un año (a)



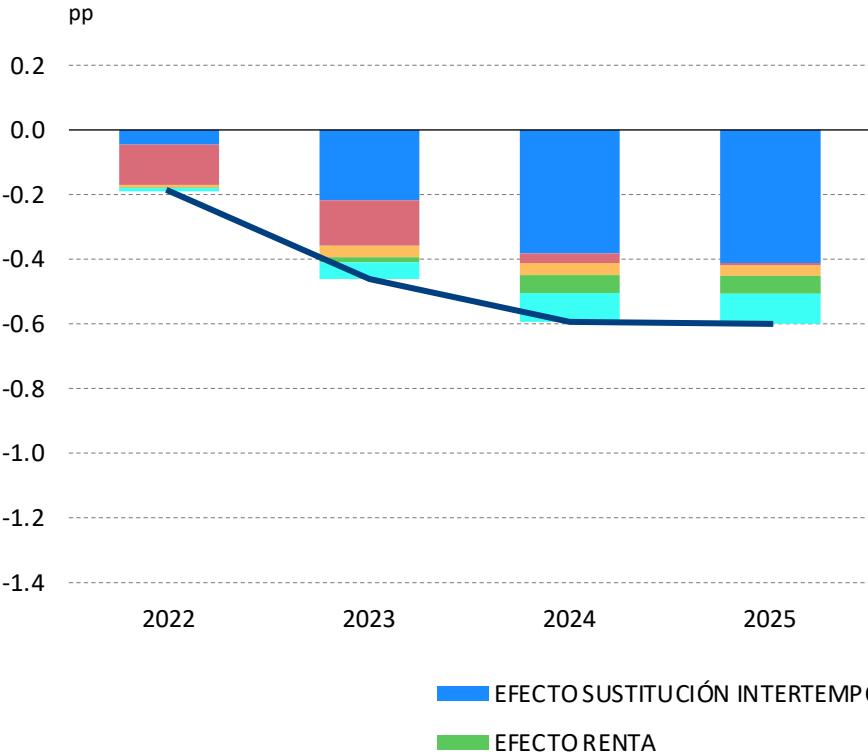
Fuente: Banco de España. Última observación: septiembre 2023.

a. TEDR ajustados por estacionalidad y componente irregular, por lo que están sujetos a revisiones como resultado de la reestimación de estos componentes al incorporar nuevas observaciones. El plazo se refiere a la frecuencia con la que se revisa el tipo de interés.

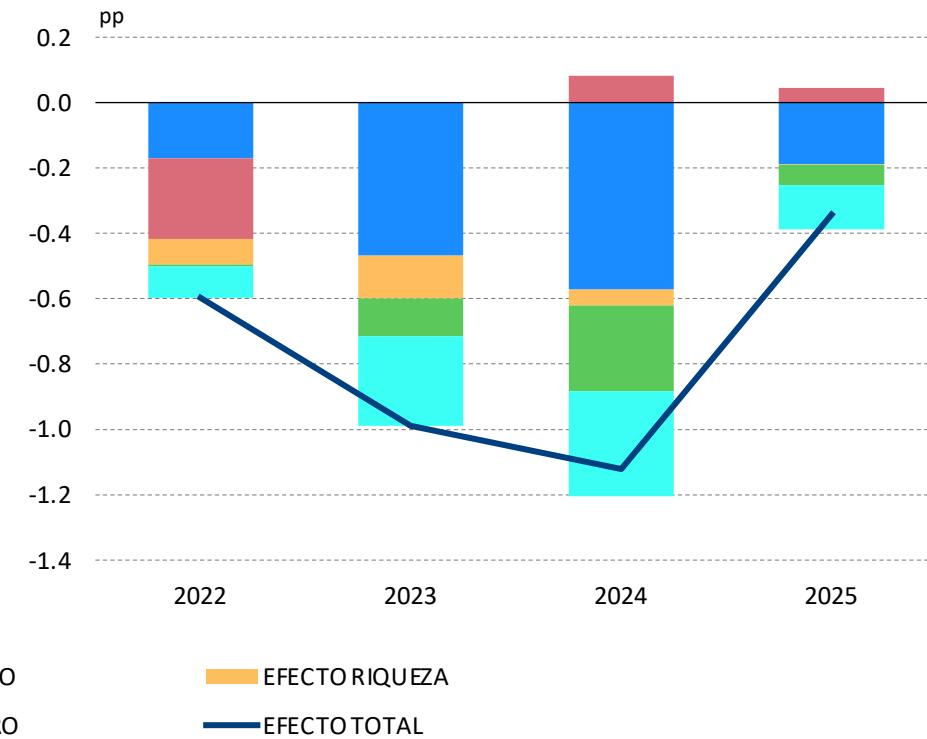


EL ENDURECIMIENTO DE LA POLÍTICA MONETARIA YA SE ESTARÍA TRANSMITIENDO A LA ACTIVIDAD E INFLACIÓN DE ESPAÑA, AUNQUE EL GRUESO DE LOS EFECTOS SE PERCIBIRÁ A PARTIR DE ESTE AÑO

EFFECTO SOBRE LA INFLACIÓN (IAPC) DE ESPAÑA



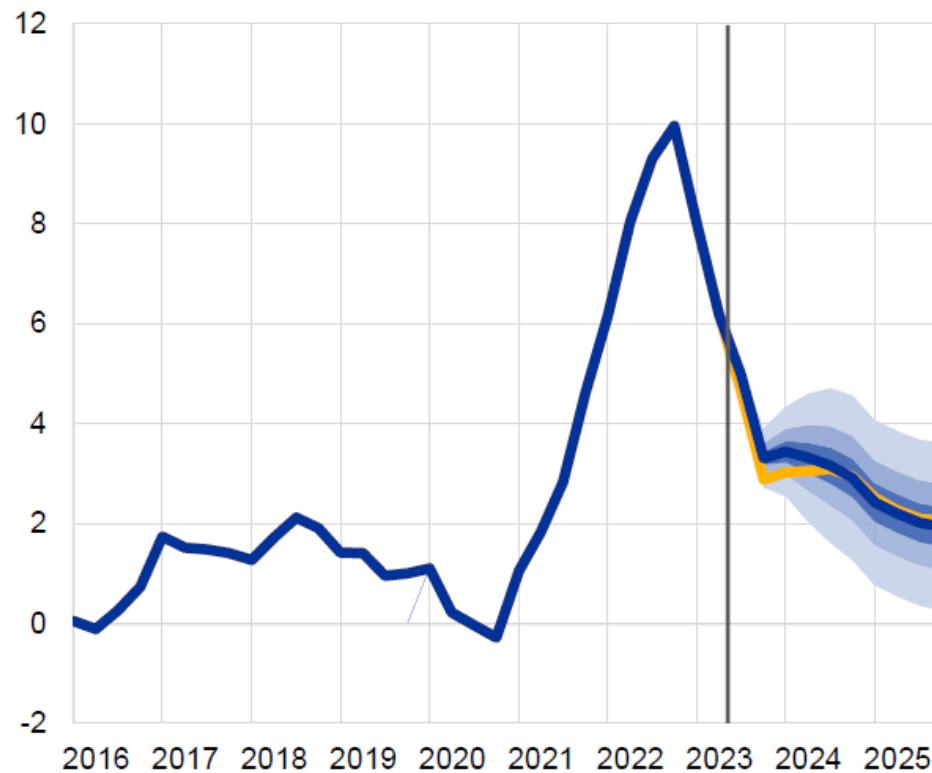
EFFECTO SOBRE EL CRECIMIENTO DEL PIB DE ESPAÑA



FUENTES: Banco de España, estimación propia.

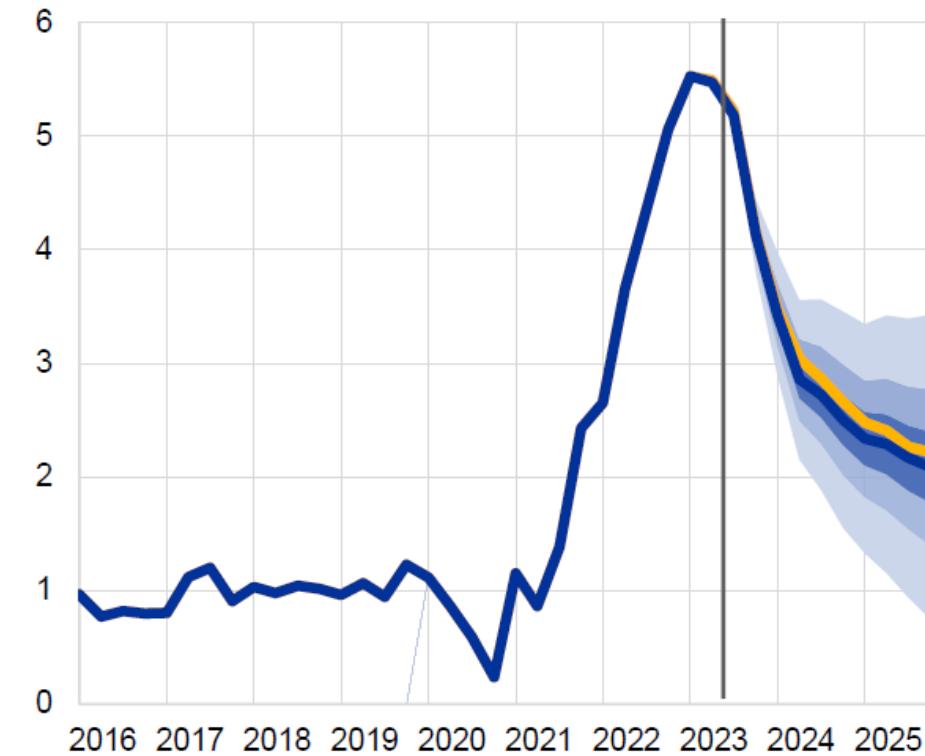
HICP inflation projections
(annual percentage changes)

- June 2023 Eurosystem staff projections
- September 2023 ECB staff projections



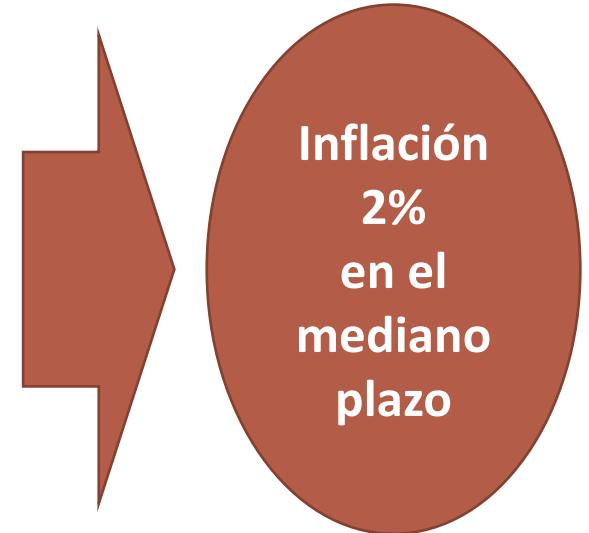
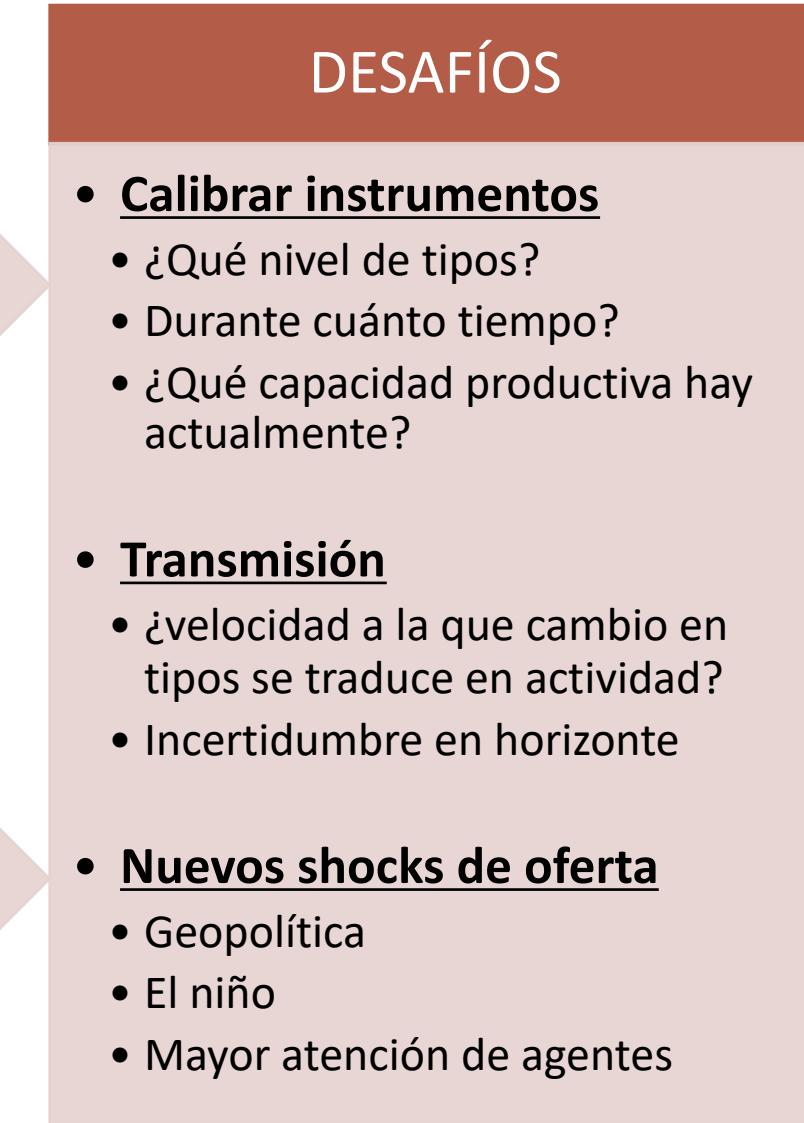
HICP excluding energy and food inflation projections
(annual percentage changes)

- June 2023 Eurosystem staff projections
- September 2023 ECB staff projections



Source: September 2023 ECB staff projections.

Notes: The ranges shown around the central projections are based on past projection errors, after adjustment for outliers. The bands, from darkest to lightest, depict the 30%, 60% and 90% probabilities that the outcome will fall within the respective intervals. For more information, see Box 6 of the March 2023 ECB staff macroeconomic projections for the euro area.





HOJA DE RUTA

PARTE I: DEFINICIONES Y ESTRATEGIA DE POLÍTICA MONETARIA

1. La política monetaria y el papel del banco central
2. Algunas definiciones de política monetaria
3. La estrategia de política monetaria del BCE
 - a. La estrategia original
 - b. Problemas con la estrategia original
 - c. La estrategia definida en 2021

PARTE II: ¿CÓMO SE INSTRUMENTA LA ESTRATEGIA?

4. La transmisión de la política monetaria
5. Instrumentación de la política monetaria en el Área del Euro
 - a. Marco operativo original
 - b. Expansión de los instrumentos disponibles
 - c. La importancia de forward guidance

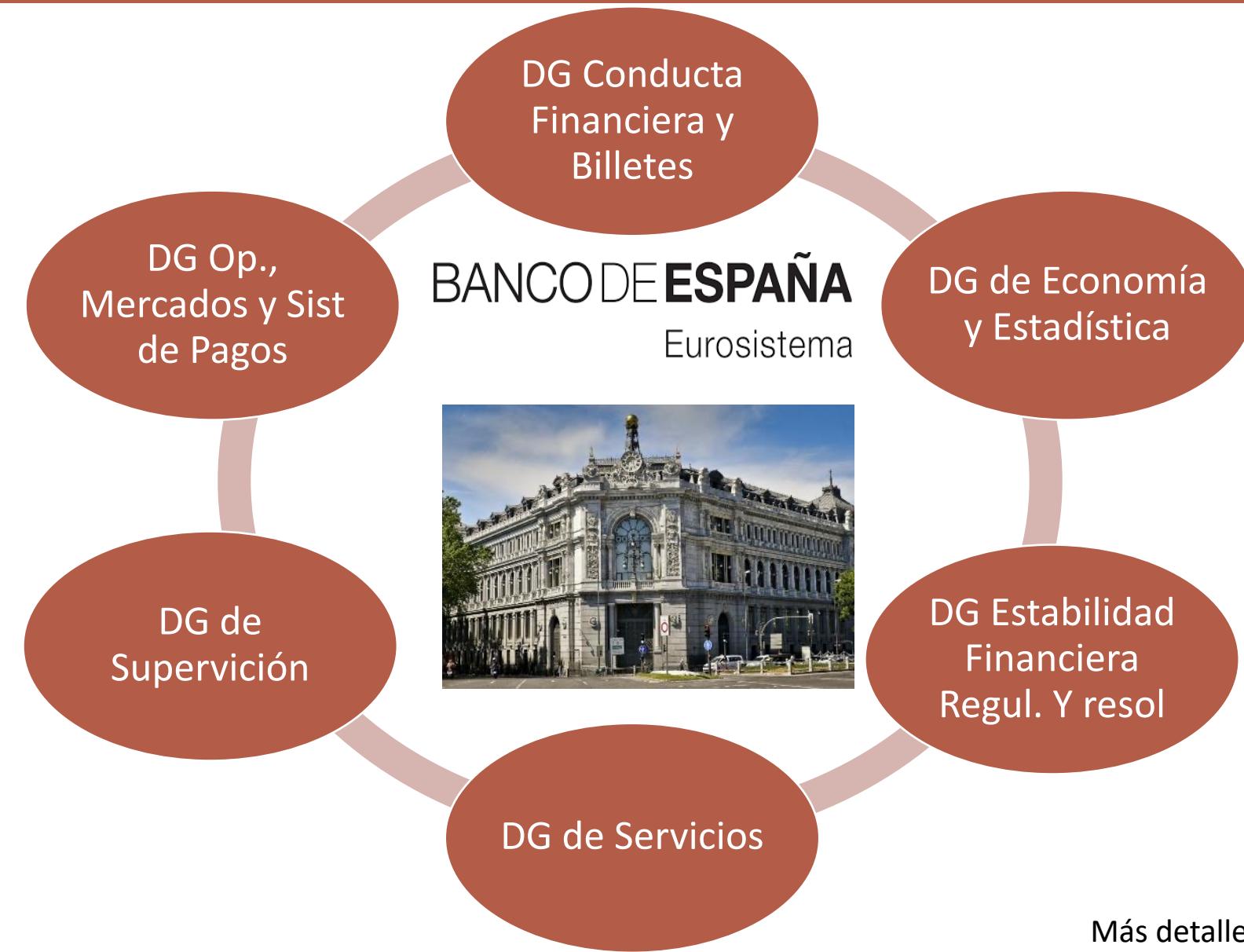
PARTE III: RESPUESTA A LA PANDEMIA Y ESCENARIO INFLACIONARIO

6. Respuestas de PM ante la Pandemia
7. Complejidad ante escenario inflacionario actual

PARTE IV: TRABAJAR COMO ECONOMISTA EN EL BDE

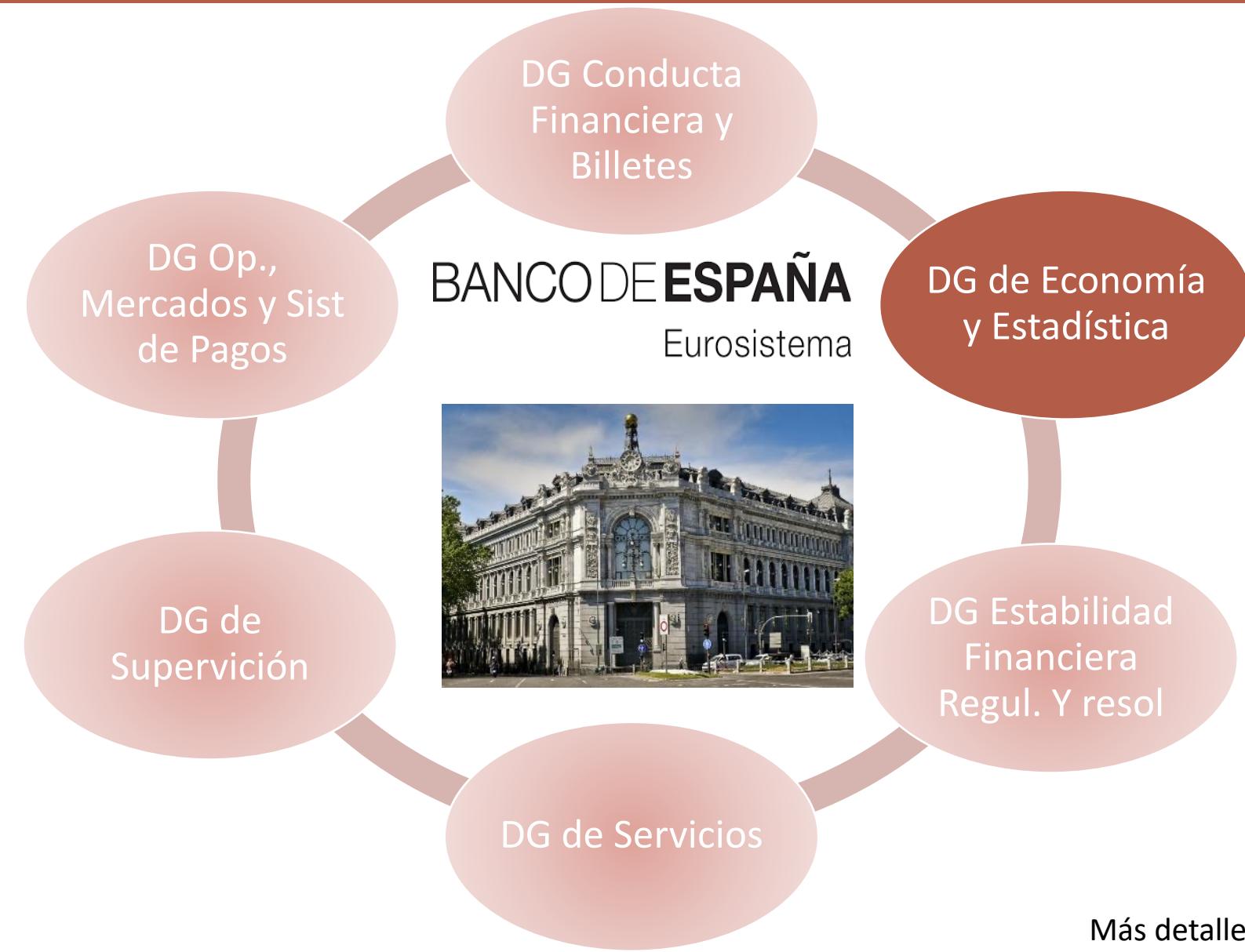
EL EURO-SISTEMA: EL BCE Y LOS BANCOS CENTRALES NACIONALES





- Control proceso billetes
- Implementación operativa Política monetaria
- Supervisión entidades de crédito
- Gestión servicios internos
- Seguimiento y análisis / propuestas estabilidad financiera
- Estudios , investigación, estadísticas y proyecciones económico financieras

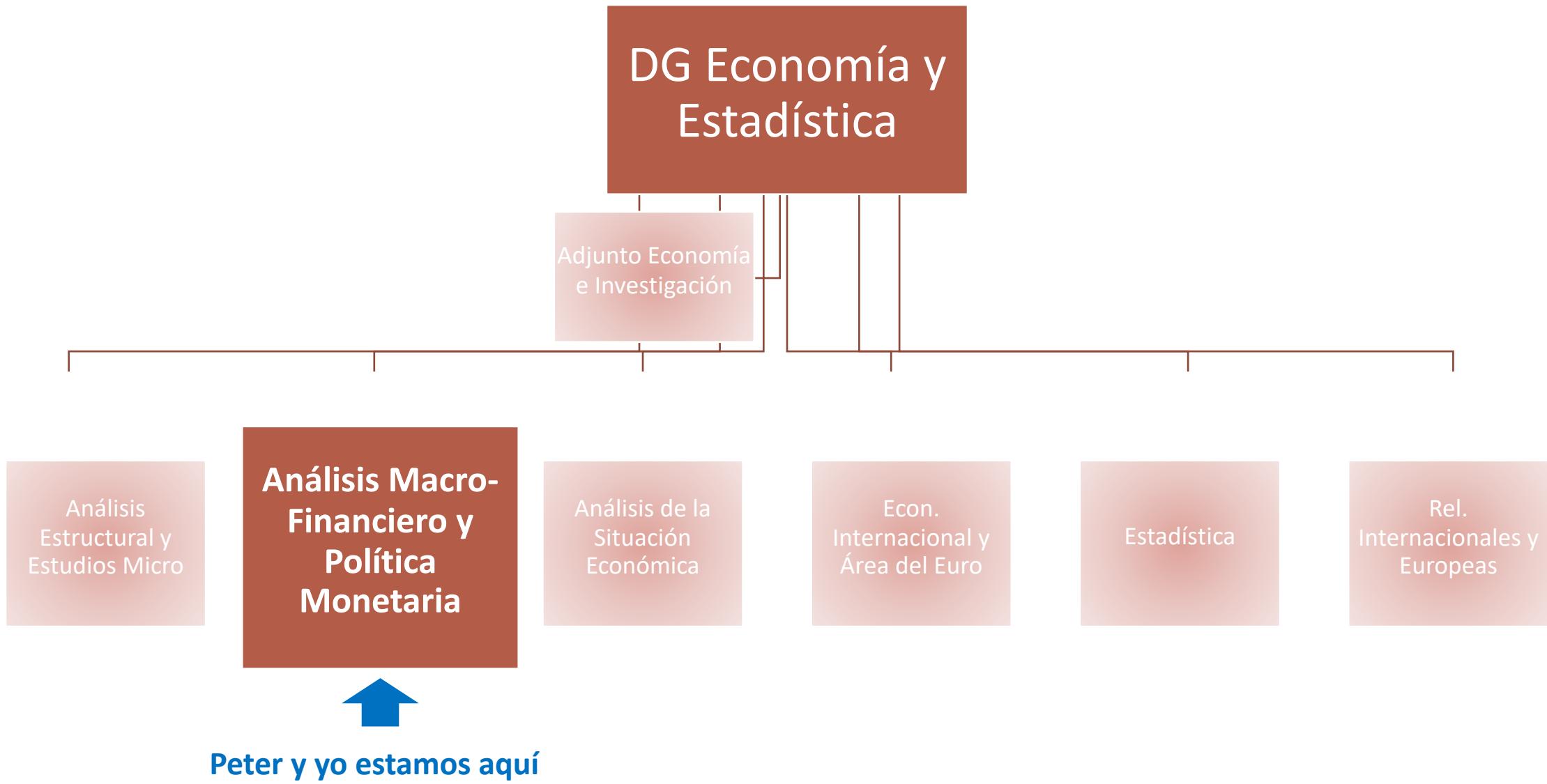
Más detalles: <https://www.bde.es/wbe/es/sobre-banco/>

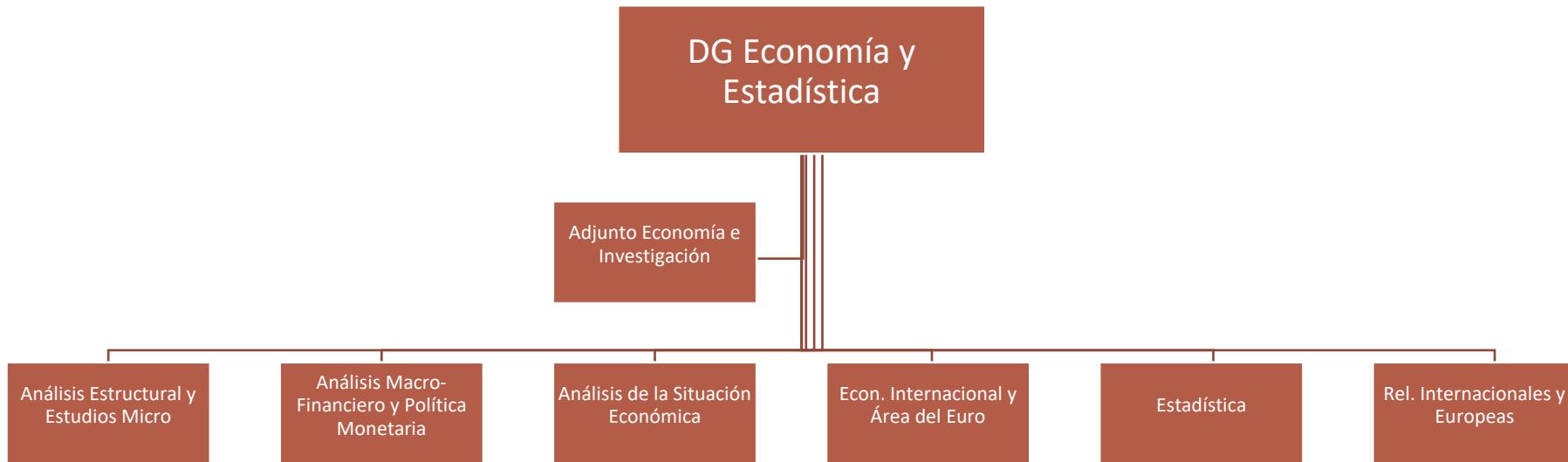


- Estudios , investigación, seguimiento, estadísticas y proyecciones económico-financieras

Más detalles: <https://www.bde.es/wbe/es/sobre-banco/>

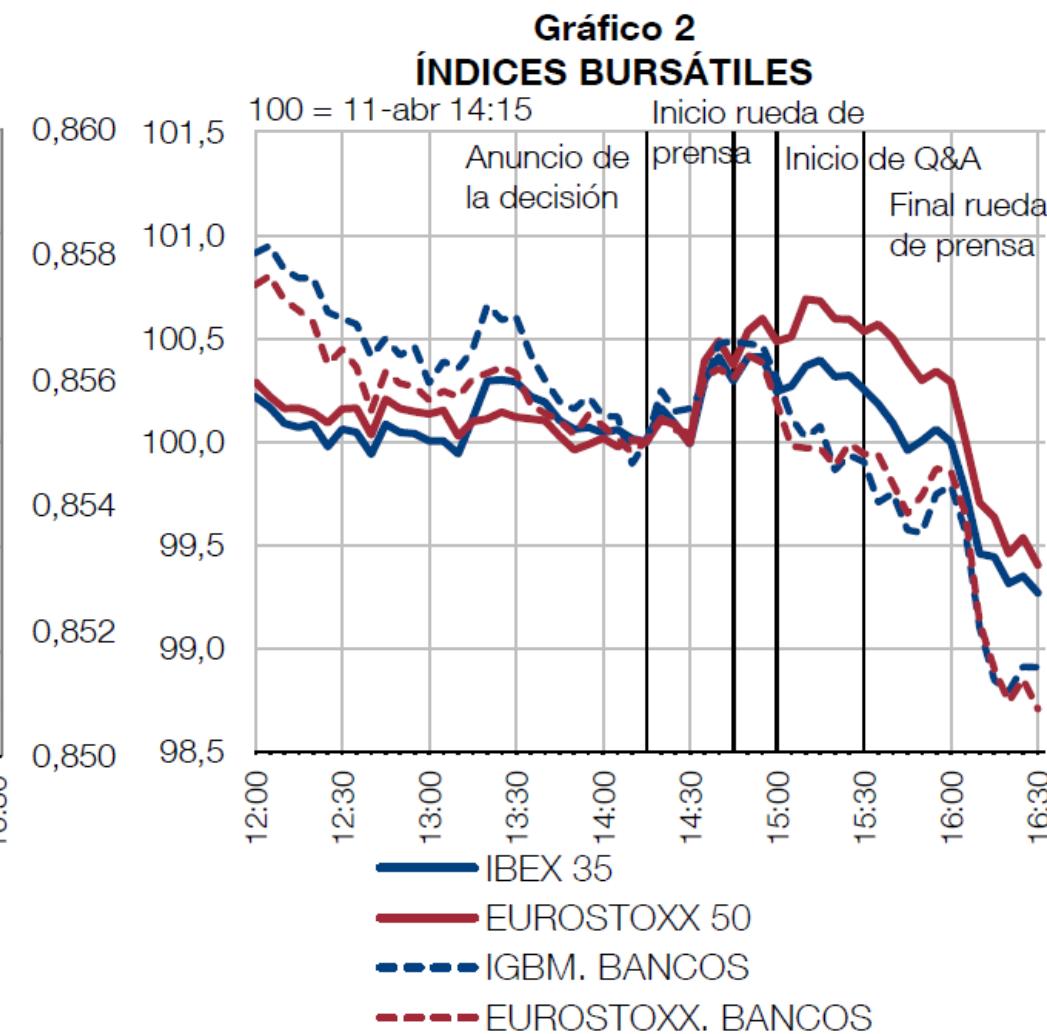
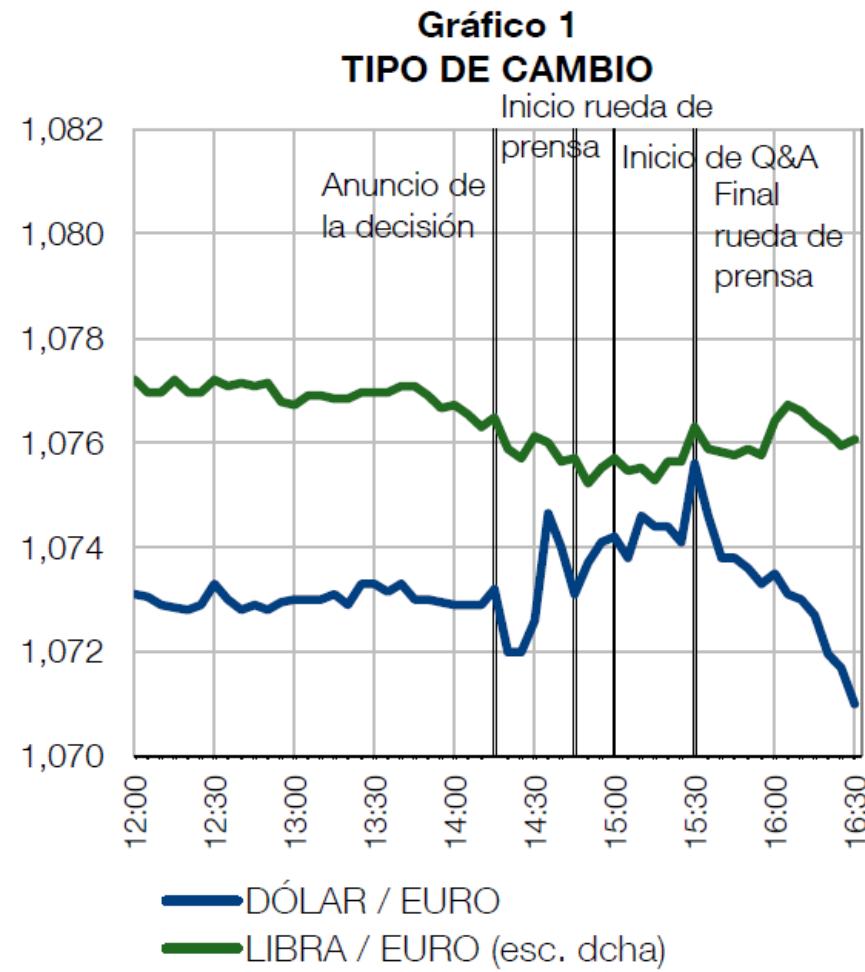


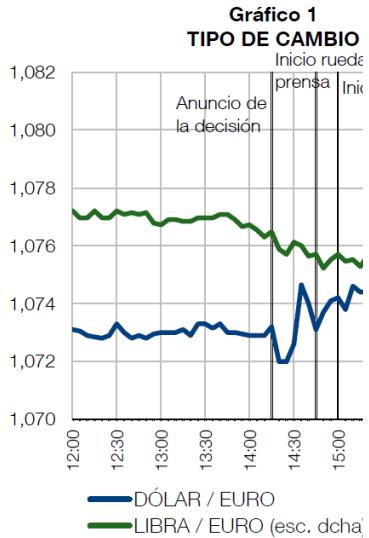




TAREAS Y FUNCIONES

- **Estudios e investigaciones** en materia económica y financiera.
- Elaborar, analizar y difundir las **estadísticas, y encuestas**
- Difundir el **análisis de la situación económica y de la política monetaria**.
- **Preparación, asesoramiento para participación del Banco de España en las instituciones europeas**
- Gestionar las **relaciones internacionales** del Banco de España
- **Cooperación internacional, incluida la asistencia técnica**, del Banco de España
- Seguimiento de la **evolución política, económica y de solvencia de los países relevantes**





Bienvenido al sitio web de la Encuesta Financiera de las Familias (EFF)

En este sitio podrás seleccionar, visualizar y descargar resultados descriptivos de las principales variables de la encuesta, acceder a la documentación de las distintas ediciones, y registrarte como usuario para descargar los ficheros de microdatos. Para ello, utiliza las pestañas que encontrarás en la parte superior de este sitio de la siguiente forma:



Gráficos:

Permite seleccionar y visualizar los principales resultados de todas las ediciones de la encuesta para las variables principales y distintos grupos de hogares.

Descarga:

Permite buscar, seleccionar y descargar una amplia gama de series de resultados en diversos formatos.

ALGUNOS EJEMPLOS DE LO QUE HACEMOS EN LA DGEE Y LA DGEF

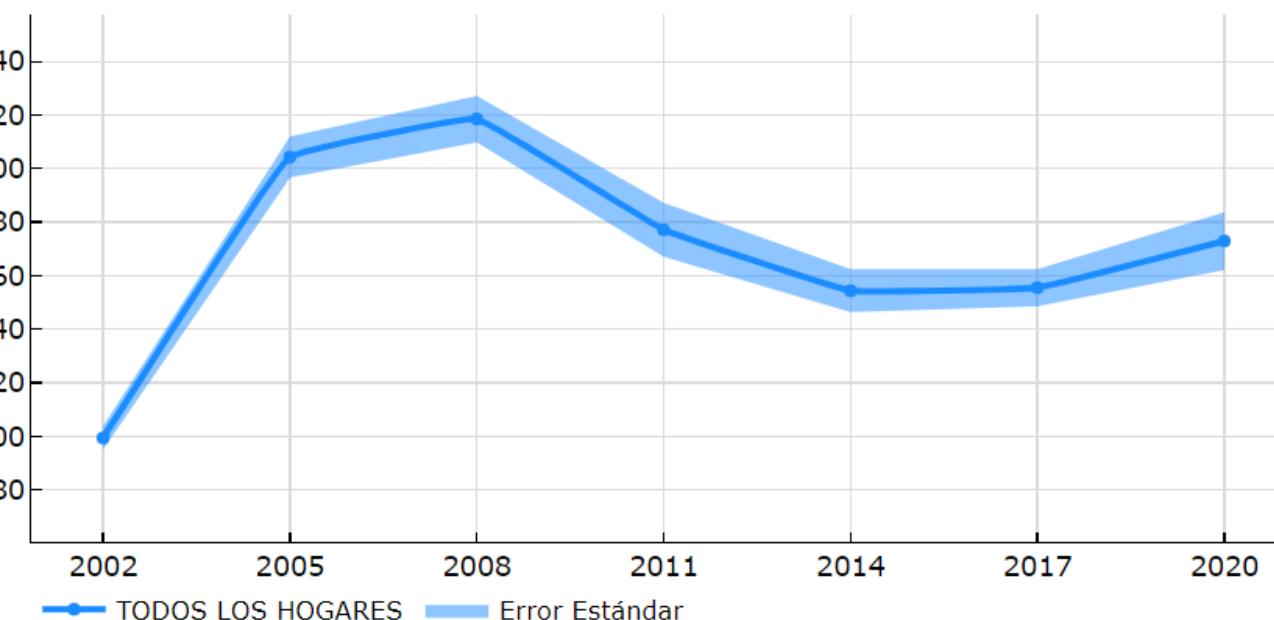
Gráfico 1
TIPO DE CAMBIO



Gráfico 2
ÍNDICES BURSÁTILES

Riqueza neta

Valor medio de todos los hogares (en miles de euros)

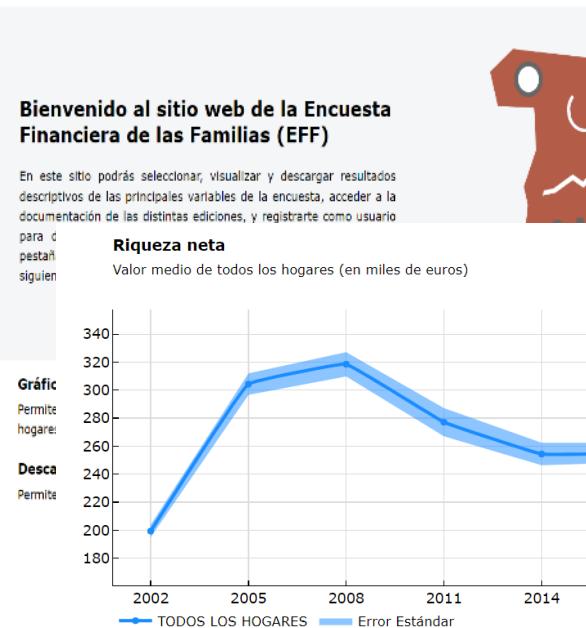


FUENTE: Banco de España, Encuesta Financiera de las Familias. Euros (€), año base 2020.

Se define "riqueza neta" como la diferencia entre la riqueza bruta y el total de deudas (riqueza bruta - deuda total = riqueza neta).

El valor medio está expresado en términos reales (año base 2020)

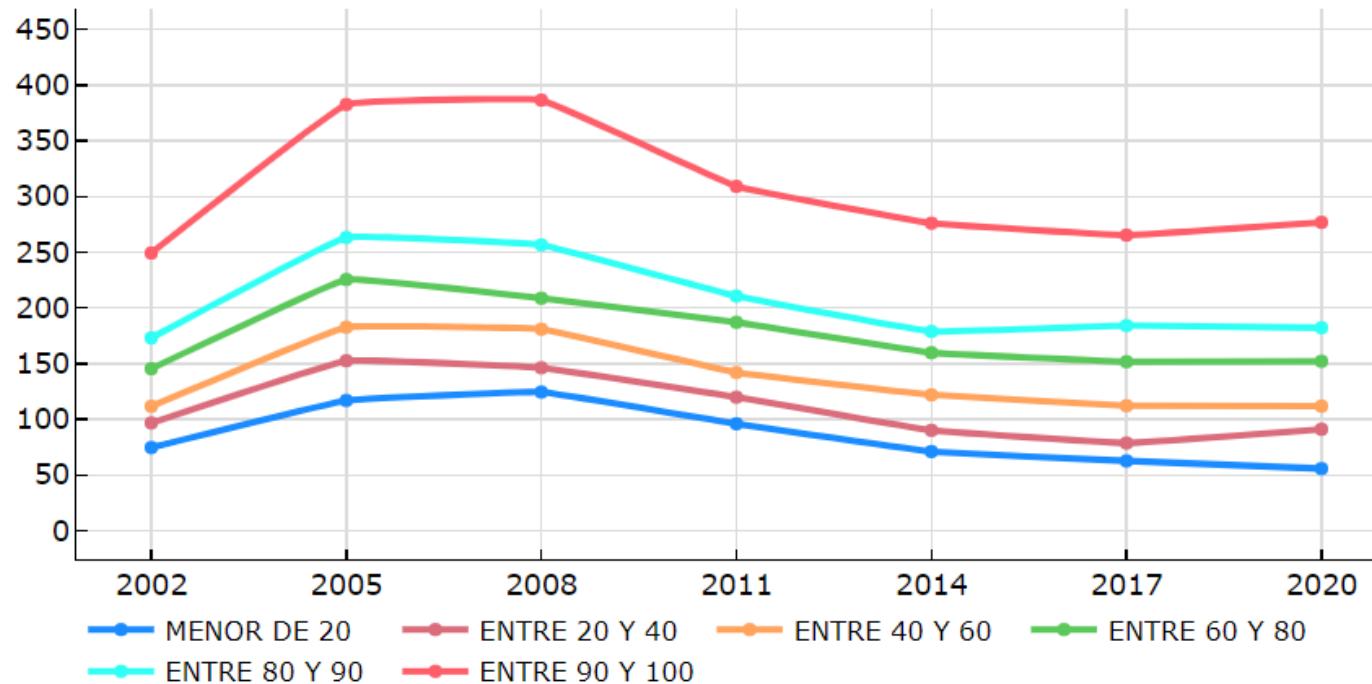
ALGUNOS EJEMPLOS DE LO QUE HACEMOS EN LA DGEE Y LA DGEF



Se define "riqueza neta" como la diferencia entre la riqueza bruta - deuda total = riqueza neta.
El valor medio está expresado en términos reales (año base 2020).

Vivienda principal (por percentil de renta)

Valor medio de todos los hogares (en miles de euros)



La variable "vivienda principal" recoge el valor estimado por parte del hogar de la vivienda principal en la que reside habitualmente.

El valor medio está expresado en términos reales (año base 2020)

Consulta [aquí](#) el porcentaje (%) que cada grupo de hogares representa sobre el total de la población de hogares.

ALGUNOS EJEMPLOS DE LO QUE HACEMOS EN LA DGEE Y LA DGEF

Bienvenido al sitio web de la Encuesta Financiera de las Familias (EFF)

En este sitio podrás seleccionar, visualizar y descargar resultados descriptivos de las principales variables de la encuesta, acceder a la documentación de las distintas ediciones, y registrarte como usuario para poder seguir.

Riqueza neta

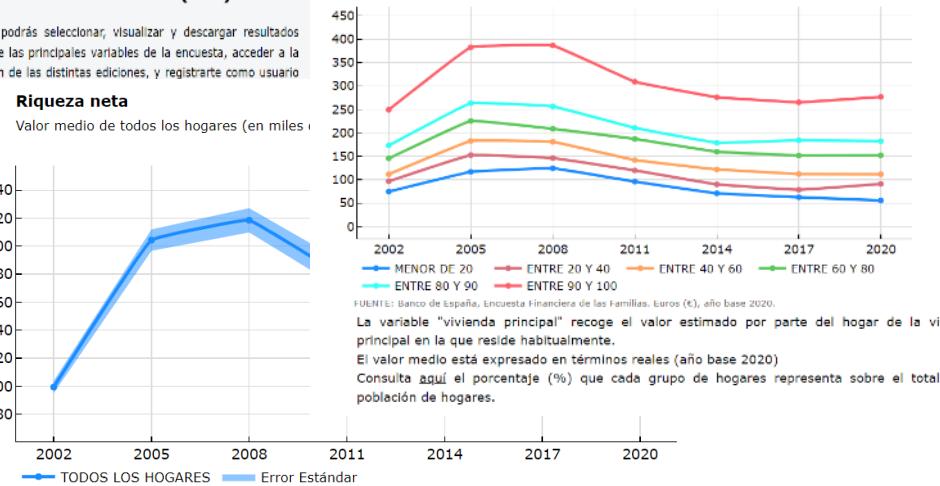
Valor medio de todos los hogares (en miles de euros)

Gráfico

Permite ver el hogar:

Descargar

Permite descargar:

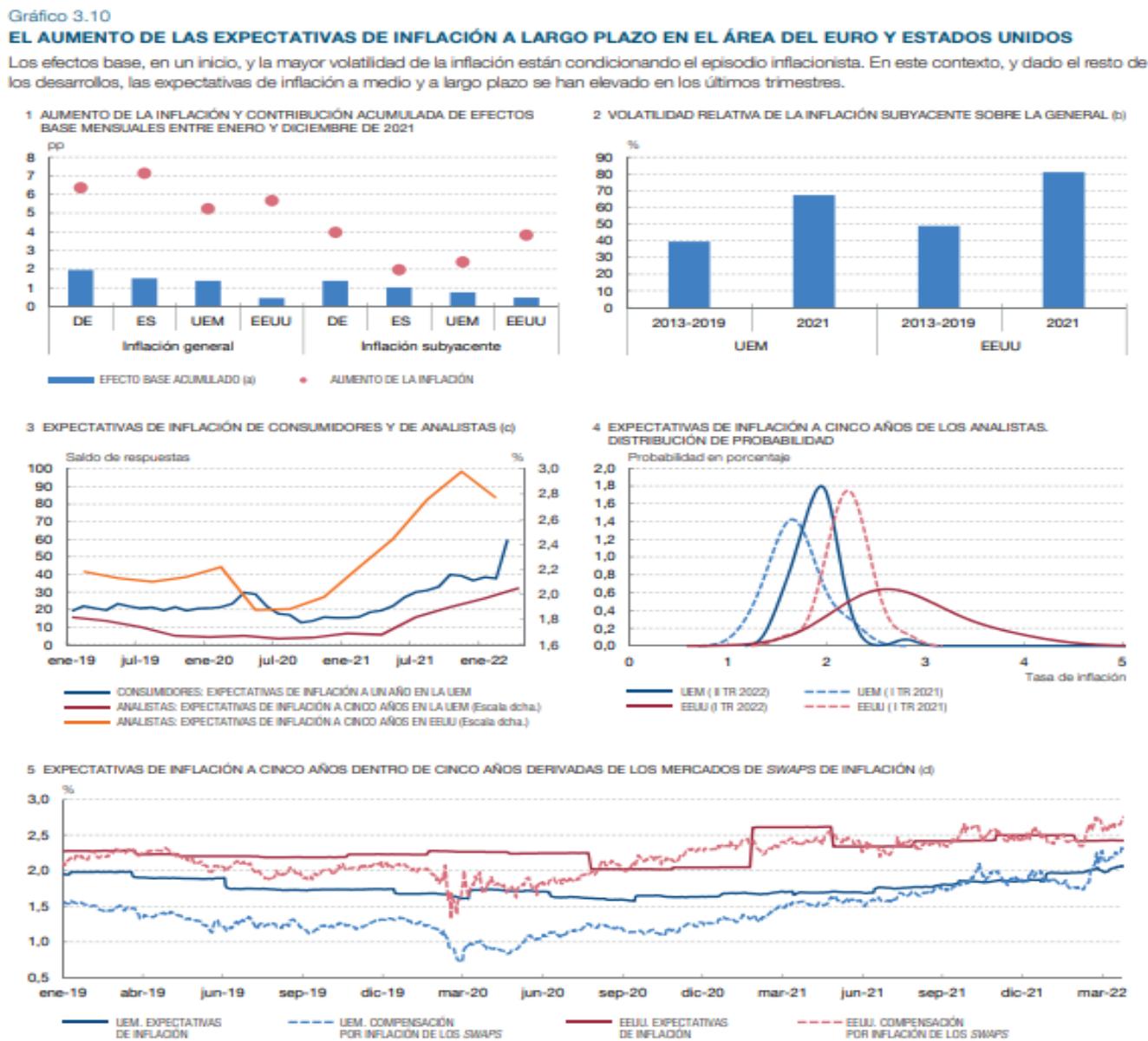
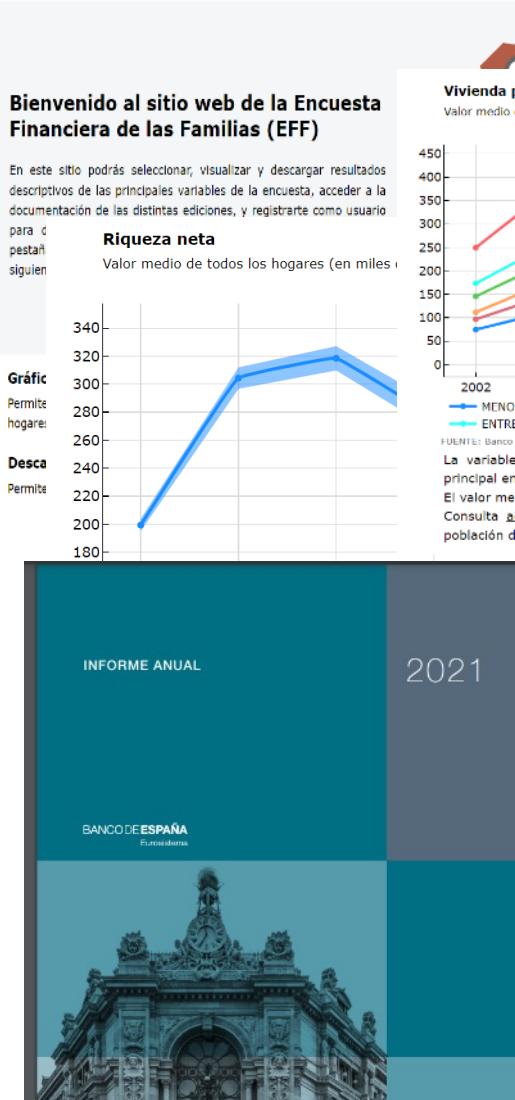


Se define "riqueza neta" como la diferencia entre la riqueza bruta y el total de deudas (riqueza bruta - deuda total = riqueza neta).

El valor medio está expresado en términos reales (año base 2020).



ALGUNOS EJEMPLOS DE LO QUE HACEMOS EN LA DGEE Y LA DGEF



FUENTES: Banco Central Europeo, Comisión Europea, Reserva Federal de Filadelfia y Banco de España.

ALGUNOS EJEMPLOS DE LO QUE HACEMOS EN LA DGEE Y LA DGEF

Bienvenido al sitio web de la Encuesta Financiera de las Familias (EFF)

En este sitio podrás seleccionar, visualizar y descargar resultados descriptivos de las principales variables de la encuesta, acceder a la documentación de las distintas ediciones, y registrarte como usuario para poder seguir.

Riqueza neta

Valor medio de todos los hogares (en miles de euros)

Gráfico

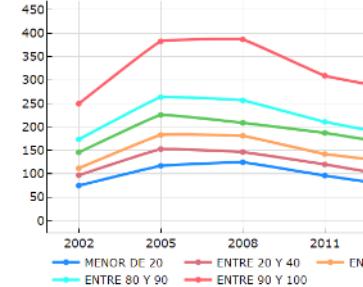
Permitir hogares

Descarga

Permitir

Vivienda principal (por percentil de renta)

Valor medio de todos los hogares (en miles de euros)

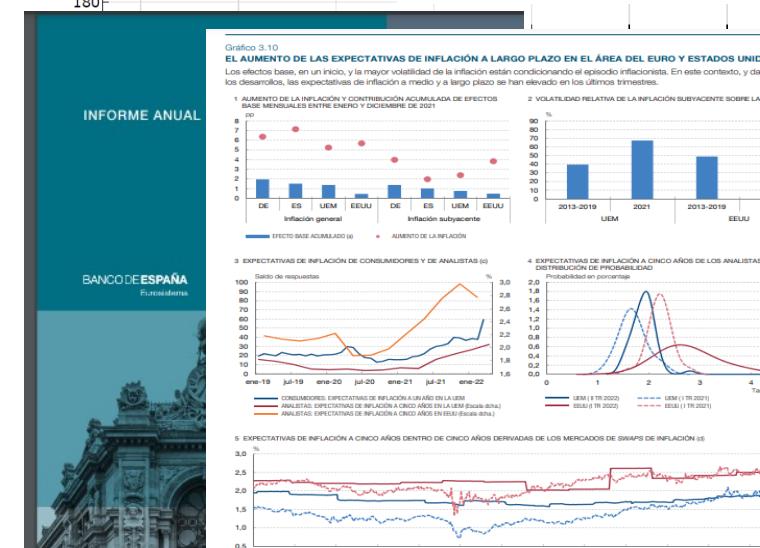


FUENTE: Banco de España, Encuesta Financiera de las Familias. Euros.

La variable "vivienda principal" recoge el valor de la vivienda principal en la que reside habitualmente.

El valor medio está expresado en términos reales (a precios constantes).

Consulte aquí el porcentaje (%) que cada grupo de población de hogares.



A NEW SUPPLY BOTTLENECKS INDEX BASED ON NEWSPAPER DATA

2023

BANCODE ESPAÑA

Eurosistema

Documentos de Trabajo

N.º 2304

Pablo Burriel, Iván Kataryniuk, Carlos Moreno Pérez and Francesca Viani

ALGUNOS EJEMPLOS DE LO QUE HACEMOS EN LA DGEE Y LA DGEF

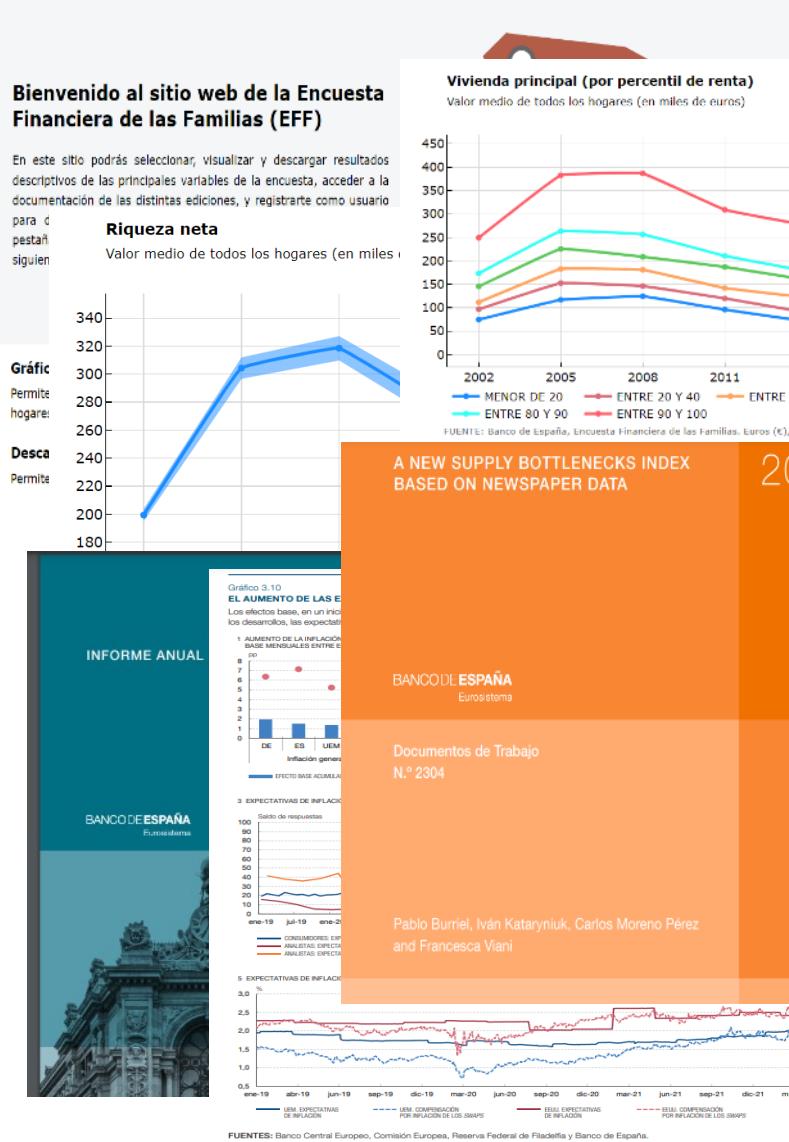
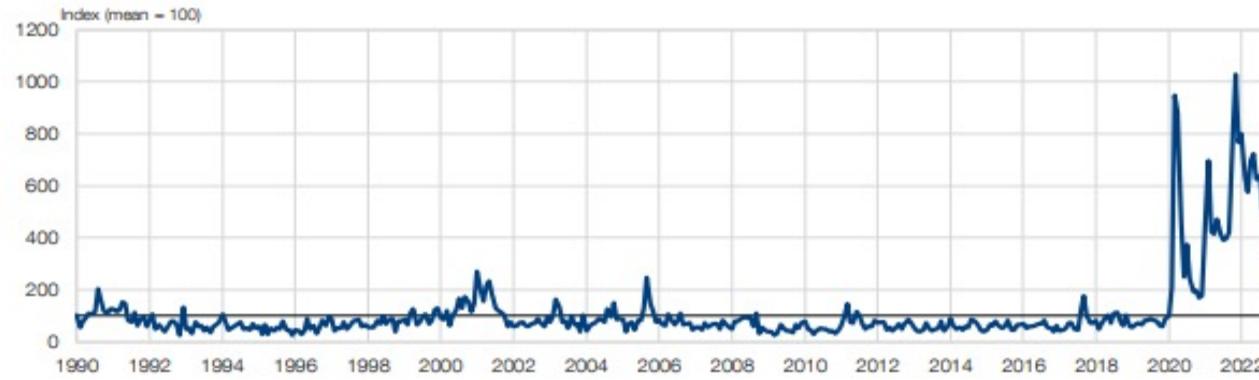
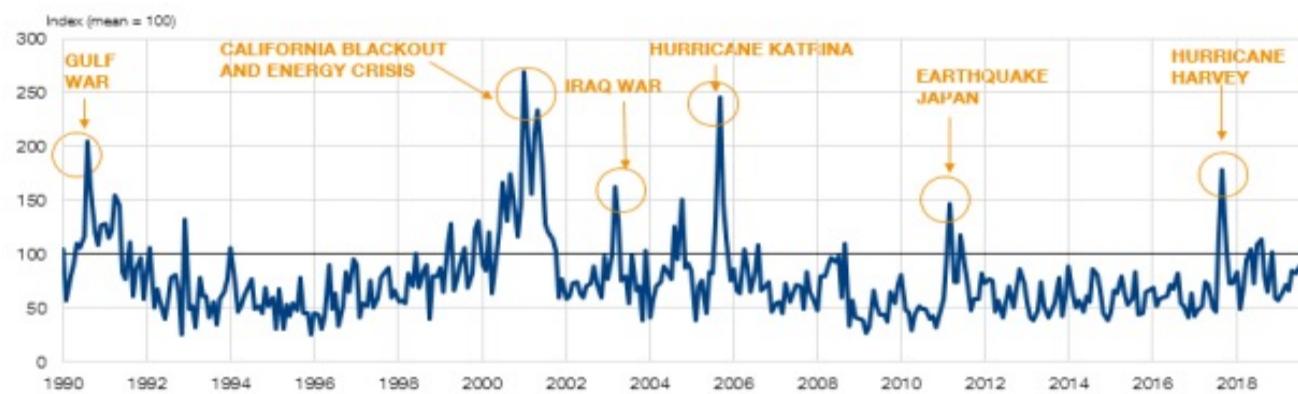


Figure 2: United States Supply Bottlenecks Index (full sample)



Notes: US Supply Bottlenecks Index (SBI) from 1990 until November 2022. US SBI is normalized to 100 throughout the 1990–2021 period.

Figure 3: United States Supply Bottlenecks Index (before Covid)



Notes: US Supply Bottlenecks Index (SBI) from 1990 until the end of 2019. US SBI is normalized to 100 throughout the 1990–2021 period. We describe in yellow the main events behind the spikes of the US SBI.

ALGUNOS EJEMPLOS DE LO QUE HACEMOS EN LA DGEE Y LA DGEF

Bienvenido al sitio web de la Encuesta Financiera de las Familias (EFF)

En este sitio podrás seleccionar, visualizar y descargar resultados descriptivos de las principales variables de la encuesta, acceder a la documentación de las distintas ediciones, y registrarte como usuario para poder acceder a más información.

Riqueza neta

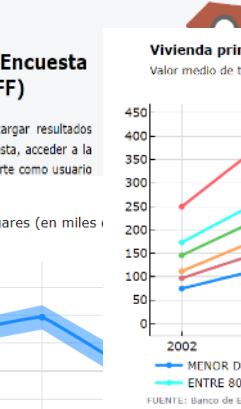
Valor medio de todos los hogares (en miles de euros)

Gráfico

Permite visualizar el valor medio de la riqueza neta por hogar.

Descargar

Permite descargar el informe en formato PDF.

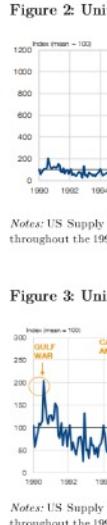
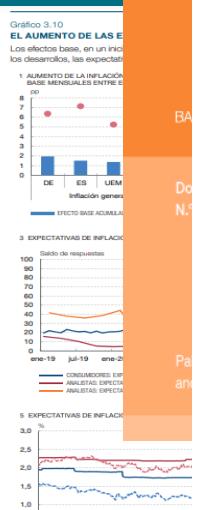


INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA

BANCO DE ESPAÑA
Eurosistema



Notes: US Supply Bottlenecks Index (SBI) from 1990 until the end of 2019. US SBI is normalized to 100 throughout the 1990-2021 period. We describe in yellow the main events behind the spikes of the US SBI.



Notes: US Supply Bottlenecks Index (SBI) from 1990 until the end of 2019. US SBI is normalized to 100 throughout the 1990-2021 period. We describe in yellow the main events behind the spikes of the US SBI.

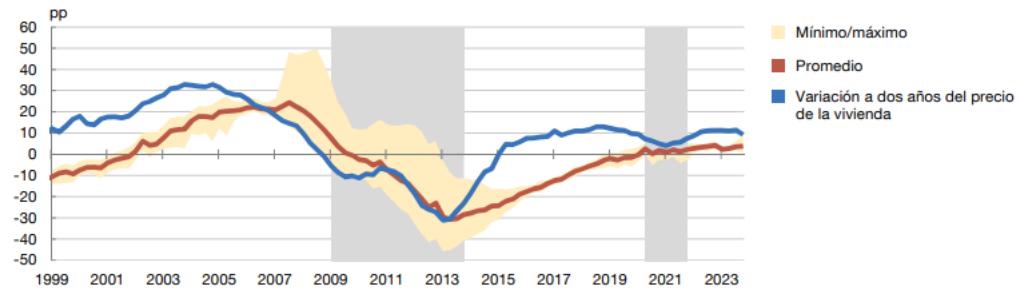
FUENTES: Banco Central Europeo, Comisión Europea, Reserva Federal de Flandes y Banco de España.

Primavera 2024

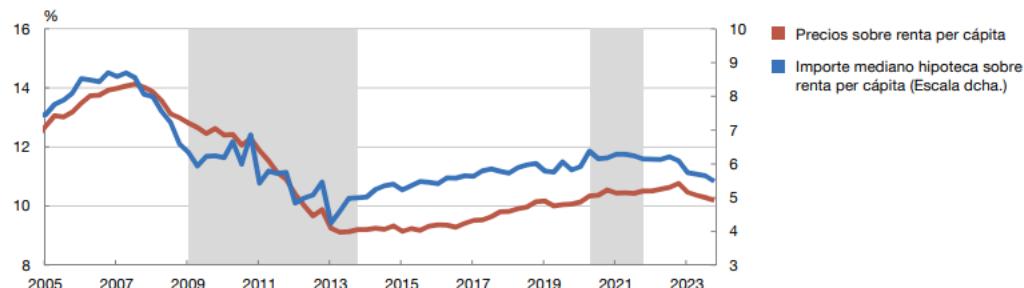
Gráfico 3.4

Los indicadores de desequilibrio en los precios de la vivienda aumentaron ligeramente en 2023, a pesar de estar contenidos por el crecimiento de la renta per cápita

3.4.a Indicadores de desequilibrios de precios de la vivienda (a) (b)



3.4.b Precio de la vivienda e importe de las hipotecas sobre renta per cápita (a) (c)



FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

a Las franjas verticales sombreadas en gris muestran dos períodos de crisis identificadas en España desde 2009: la última crisis sistémica bancaria (I TR 2009 a IV TR 2013) y la crisis económica provocada por el COVID-19 (I TR 2020 a IV TR 2021). Datos actualizados a diciembre de 2023.

b El área sombreada en amarillo representa los valores mínimo y máximo de cuatro indicadores de desequilibrios de precios de la vivienda. Los indicadores son: i) brecha de precios de la vivienda en términos reales; ii) brecha de la ratio de precios de la vivienda a ingreso disponible de los hogares; iii) modelo de mínimos cuadrados ordinarios (MCO) que estima los precios de la vivienda en función de las tendencias a largo plazo del ingreso disponible de hogares y



Fuentes: elaboración propia en base a un análisis algorítmico del texto de los **Informes Anuales** del Banco de España entre 2018 y 2022. El algoritmo obtiene una lista de palabras más frecuentes relacionadas con temas económicos.



Fuentes: elaboración propia en base a un análisis algorítmico del texto de los **Informes de Estabilidad Financiera** del Banco de España entre 2018 y 2022. El algoritmo obtiene una lista de palabras más frecuentes relacionadas con temas económicos.

Oposición y Concurso

- **Perfiles:** economistas / matemáticos / científicos de datos
- **Requerimientos:** experiencia relevante y / o una maestría reconocida
- Procesos más tradicionales

Procesos específicos para Investigadores

- **Perfiles:** Investigadores que acaban de finalizar un doctorado
- **Tareas:** Para llevar a cabo investigación en temas de interés para el Banco de España, con componente teórico y / o empírico
- Se realiza evaluación a los 5 años

Becarios y ayudantes

- **Perfiles:** Orientada a alumnos de (i) último año de licenciatura, (ii) maestría , (iii) doctorado
- **Tareas:** de asistencia en análisis, recolección y análisis de datos, discursos, etc
- Posiciones de **3-5 meses o 1 año**

Oposición y Concurso

- **Perfiles:** economistas / matemáticos / científicos de datos
- **Requerimientos:** experiencia relevante y / o una maestría reconocida
- Procesos más tradicionales

Procesos específicos para Investigadores

- **Perfiles:** Investigadores que acaban de finalizar un doctorado
- **Tareas:** Para llevar a cabo investigación en temas de interés para el Banco de España, con componente teórico y / o empírico
- Se realiza evaluación a los 5 años

Becarios y ayudantes

- **Perfiles:** alumnos de (i) **último año de licenciatura**, (ii) maestría, (iii) doctorado
- **Tareas:** recolección y análisis de datos, preparar discursos, colaborar en proyectos.
- **Qué buscamos:** muy buen conocimiento estadístico / econométrico, capacidad de programar en algún lenguaje
- Posiciones de **3-5 meses o 1 año**

¡POR AQUÍ OS BUSCAREMOS!

EL BDE EN LAS REDES: ANÁLISIS E INVESTIGACIÓN

The screenshot shows the 'Análisis e investigación' (Analysis and Research) section of the Banco de España's website. The top navigation bar includes links for 'Sobre el Banco', 'Áreas de actuación', 'Para el ciudadano', 'Entidades y profesionales', 'Publicaciones', 'Estadísticas', 'Noticias y eventos', and a search icon. Below the navigation is a breadcrumb trail: 'Inicio > Áreas de actuación > Análisis e investigación'. The main title 'Análisis e investigación' is displayed in bold. A text block explains that the Bank's responsibilities include economic analysis and research, covering fields like the Spanish economy and its environment, economic policies, monetary policy of the euro area, and the financial system. A 'Ver todas las novedades' button is present. Below this, there are two rows of cards. The first row contains three items: 'Investigación destacada – Enero 2024' (29/01/2024), 'Investigación destacada – Diciembre 2023' (14/12/2023), and 'Convocatoria de ayudas a la investigación en historia económica' (01/12/2023). The second row contains four items: 'Contexto y prioridades' (with a magnifying glass icon), 'Investigadores' (with a person icon), 'Investigación destacada' (with a book icon), and 'Recursos' (with a folder icon). The third row contains four items: 'Eventos' (with a calendar icon), 'Enfoque en América Latina' (with a map icon), 'Proyecciones macro para la economía española' (with a chart icon), and 'Últimas publicaciones académicas' (with a graduation cap icon). At the bottom, there are three colored boxes: a dark red box for 'Becas y ayudas a la investigación', a teal box for 'Posición del Banco de España en IDEAS', and a gold box for 'Economic Research Portal'. Each box has a right-pointing arrow icon. Below these are sections for 'Información relacionada', 'Herramientas', and 'Publicaciones relacionadas', each with a small icon and a link.

<https://www.bde.es/wbe/es/areas-actuacion/analisis-e-investigacion/>

Banco de España

7,074 posts



BE
Eurosistema

...

Following

Banco de España

@BancoDeEspana

El Banco de España es el banco central nacional y, en el marco del Mecanismo Único de Supervisión, el supervisor del sistema bancario español junto al BCE

[Translate bio](#)

📍 Madrid, España [bde.es](#) Joined October 2018

96 Following 26.4K Followers

Banco de España Research

301 posts



...

Following

Banco de España Research

@bde_Research

Publications, conferences, and other news from [@BancoDeEspana](#) researchers. Authors' views are their own and not necessarily those of the Banco de España.

📍 Madrid, Spain [bde.es/investigador/e...](#) Joined May 2023

106 Following 1,783 Followers

 Followed by Iacopo Varotto, Ander Perez-Orive, and 83 others you follow



[Inicio](#) > [Noticias y eventos](#) > El Blog del Banco de España

El Blog del Banco de España

El blog del Banco de España pretende acercar a la sociedad el conocimiento y análisis que se realizan en el Banco de España a través de un formato y lenguaje más accesibles. El con-

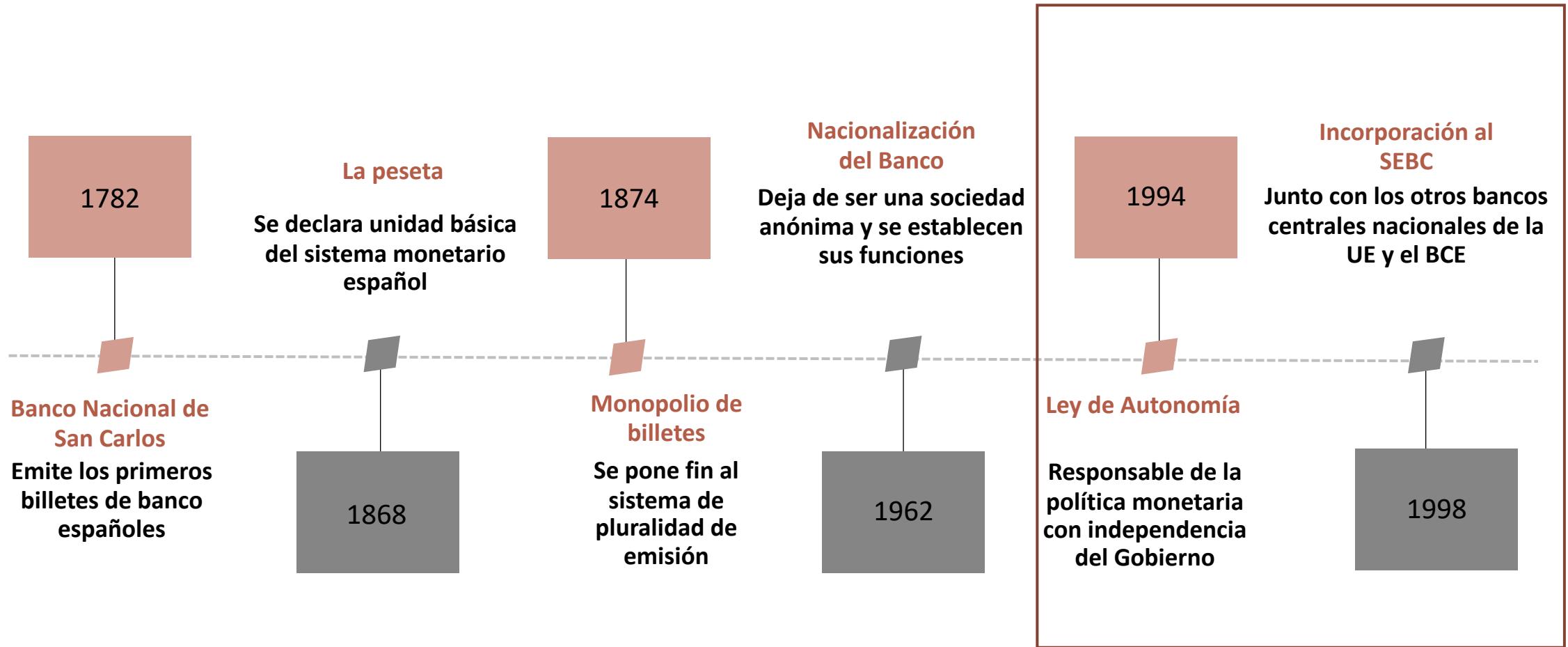
The screenshot shows the homepage of the Banco de España blog. At the top, there's a navigation bar with links to 'Sobre el Banco', 'Áreas de actuación', 'Para el ciudadano', 'Entidades y profesionales', 'Publicaciones', 'Estadísticas', 'Noticias y eventos', and a search icon. Below the navigation is a main content area with three featured articles:

- Bizum y el éxito de las transferencias inmediatas en España** by Rosa Mª Martín Martínez (21/03/2024). An image shows a hand holding a smartphone displaying a bank icon over a digital interface.
- Qué hemos aprendido de las crisis bancarias de 2023** by José Alonso, Rebeca Anguren, Mª Cruz Manzano, Joaquín Mochón (13/03/2024). An image shows a person from behind, looking at a screen with financial charts.
- ¿Por qué persisten las brechas de género en el trabajo? La respuesta de la última nobel de economía** by Laura Hospido, Manuel Rojo (07/03/2024). A small graphic illustrates gender wage gaps.

On the right side, there's a sidebar with the heading 'SALARIOS' and 'VIDA LABORAL' featuring a line graph and some text. At the bottom right, there's a circular arrow icon.

GRACIAS POR SU ATENCIÓN





Consejo de Gobierno (CG)

- **Principal órgano rector del BCE.**
- Entre sus funciones, se encuentran la **toma de decisiones para garantizar el mandato del SEBC y la formulación de la política monetaria del área del euro.**

Comité Ejecutivo

- Compuesto por presidente y vicepresidente del BCE, junto con otros 4 miembros.
- Dirige la **actividad diaria del BCE y ejecuta la política monetaria** decidida por el CG.

Consejo General

- **Órgano transitorio**, debido a que no todos los Estados miembros de la UE han adoptado aún el euro.

Consejo de Supervisión

- Planificación y ejecución de las **funciones relacionadas con la supervisión prudencial** de las entidades de crédito.



Comités del SEBC y del MUS

- Tareas de cooperación interna.
- Asesoramiento en sus respectivos ámbitos de competencia

El Tratado de Funcionamiento de la UE especifica el mandato del BCE

- **Art 127, punto 1:** “El **objetivo principal** del [SEBC] [...] será mantener la **estabilidad de precios**”
- **Objetivo secundario:** “**apoyar las políticas económicas generales de la Unión** con el fin de contribuir a la realización de los objetivos de la Unión”.
- **Art 127, punto 2:** “Las **funciones básicas** que se llevarán a cabo a través del SEBC serán: — **definir y ejecutar la política monetaria de la Unión**”, ...

- Los agregados monetarios se refieren a la **cantidad de dinero en circulación en la economía** (es decir, la **oferta monetaria**).
- El BCE define **tres agregados monetarios**:



M1

El agregado monetario **estrecho** está compuesto por los billetes y monedas en circulación y por los depósitos a la vista.

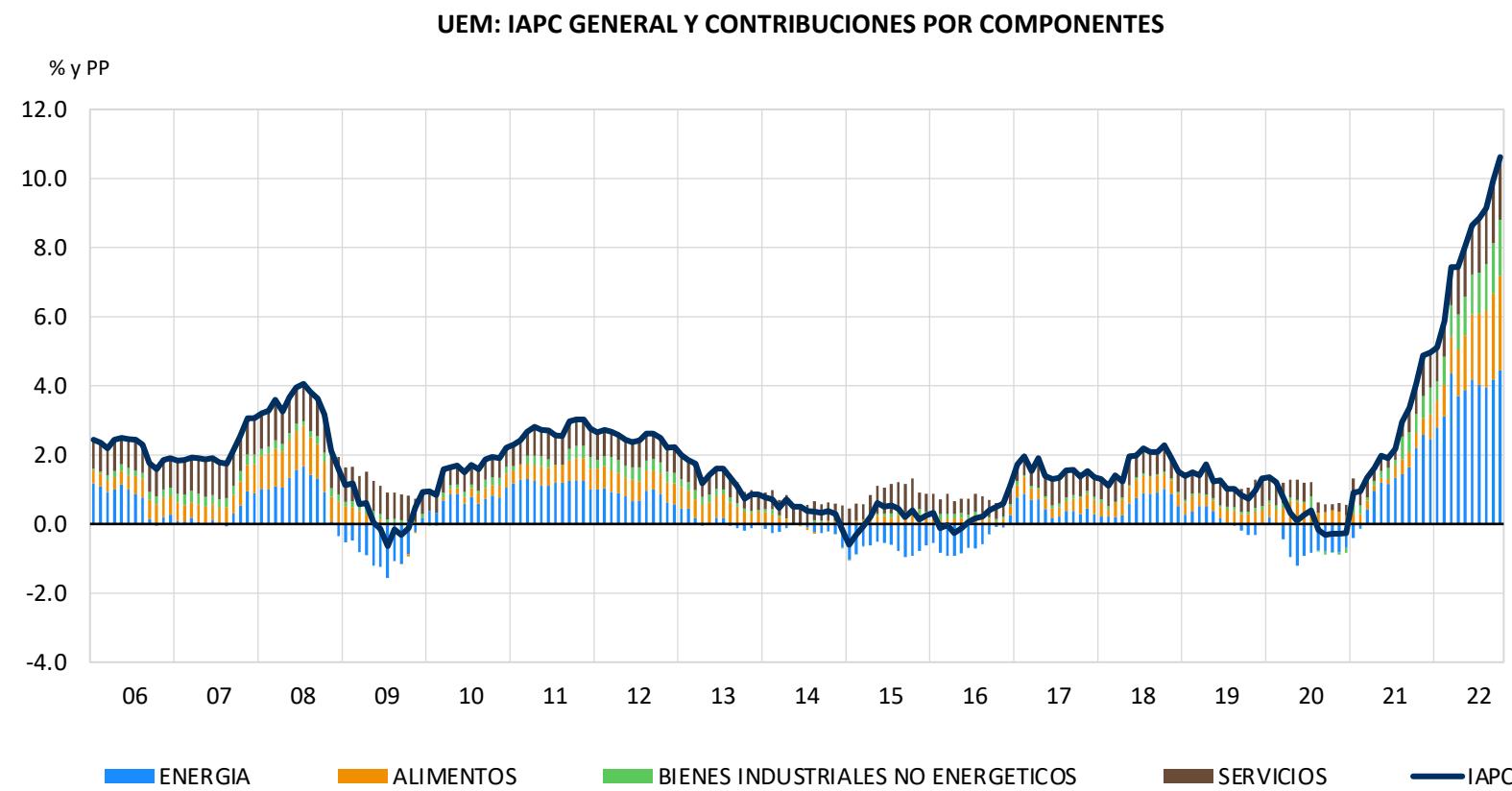
M2

El agregado monetario **intermedio** incluye el M1 más los depósitos a plazo de hasta dos años y los depósitos disponibles con preaviso de hasta tres meses.

M3

El agregado monetario **amplio** comprende los pasivos incluidos en M2 más las cesiones temporales, las participaciones en fondos del mercado monetario e instrumentos del mercado monetario y los valores de renta fija de hasta dos años, emitidos por las instituciones financieras monetarias.

ANEXO B. INFLACIÓN POR COMPONENTES



Fuente: Eurostat. Última observación: octubre 2022.

¿QUÉ ES EL LÍMITE INFERIOR EFECTIVO DE LOS TIPOS DE INTERÉS (ELB)?

Los bancos centrales intentan mantener los tipos de interés reales en su nivel natural.

$$\text{tipo de interés real natural } (r^*) = \text{tipo de interés nominal } (i) - \text{objetivo de inflación } (\pi^*)$$

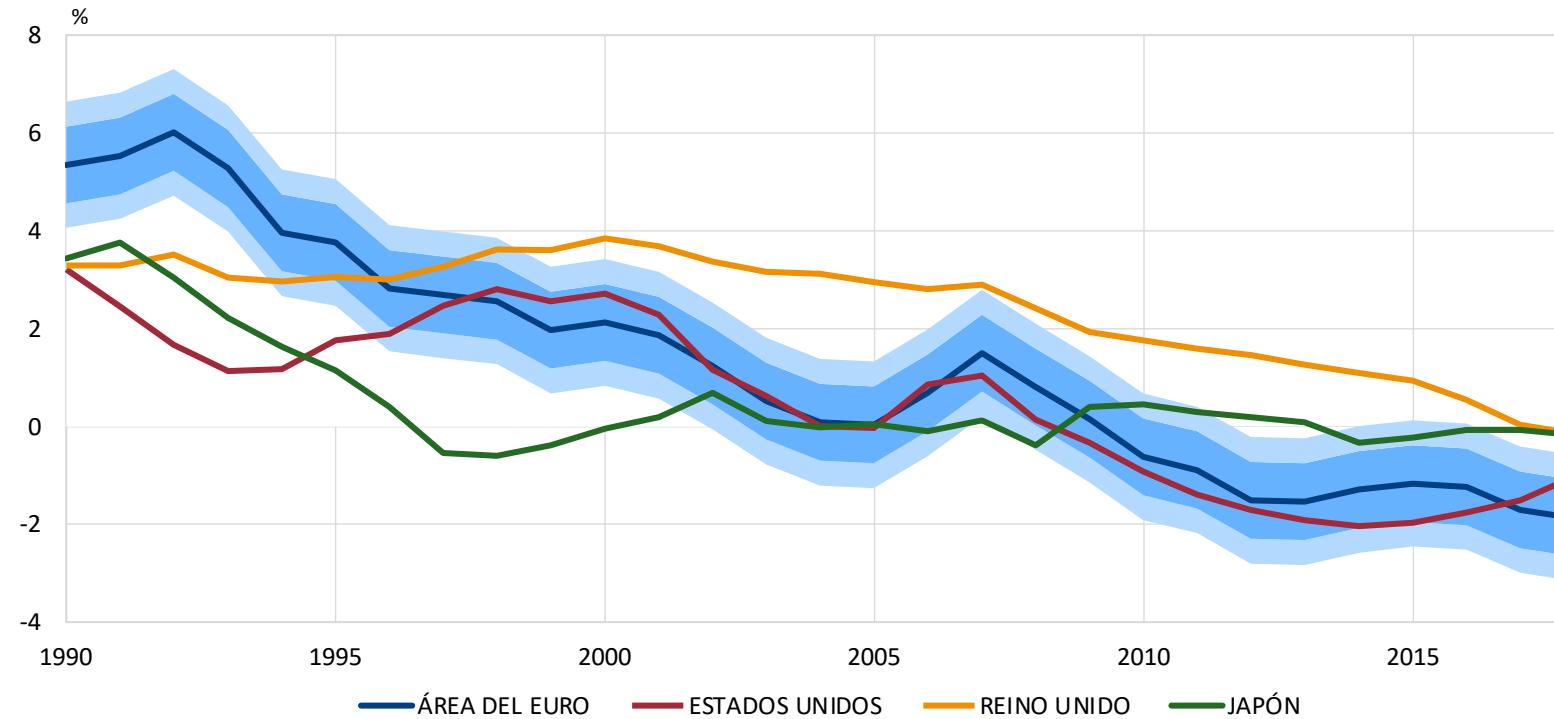
A lo largo del tiempo, el tipo de interés nominal deberá oscilar en torno a un valor que es la suma del tipo de interés natural más el objetivo de inflación.

- En el área del euro, r^* se estima negativo, por lo que en un **contexto de baja inflación**, el BCE tendría que fijar los **tipos de interés nominales negativos** para mantener el tipo de interés real en su nivel natural.
- Problema: el BCE no puede disminuir los tipos de interés nominales en terreno negativo todo lo “deseable”, porque tendría un impacto negativo sobre el crédito, la actividad económica y la inflación:
 - Los bancos comerciales podrían trasladar (parte de) estos tipos de interés negativos a sus depósitos y las familias podrían retirar sus ahorros, generando un problema de estabilidad financiera.
 - Si los bancos mantuvieran los tipos de depósitos en 0%, se enfrentarían a rendimientos netos negativos, bajaría su rentabilidad y, por tanto, su capacidad de intermediación financiera se vería reducida.
- Existe **un límite inferior a los tipos nominales que el BCE puede imponer**, a partir del cual los efectos de recortes adicionales de tipos sobre la economía serían perjudiciales.
 - La política monetaria es más efectiva en la lucha contra la inflación que contra la deflación, o contra una inflación persistentemente baja (ante tipos cerca de su límite inferior, los bancos centrales tienen poco margen para estimular sus economías solo a través de la política de tipos de interés).

CAÍDA ESTIMADA EN EL TIPO DE INTERÉS NATURAL

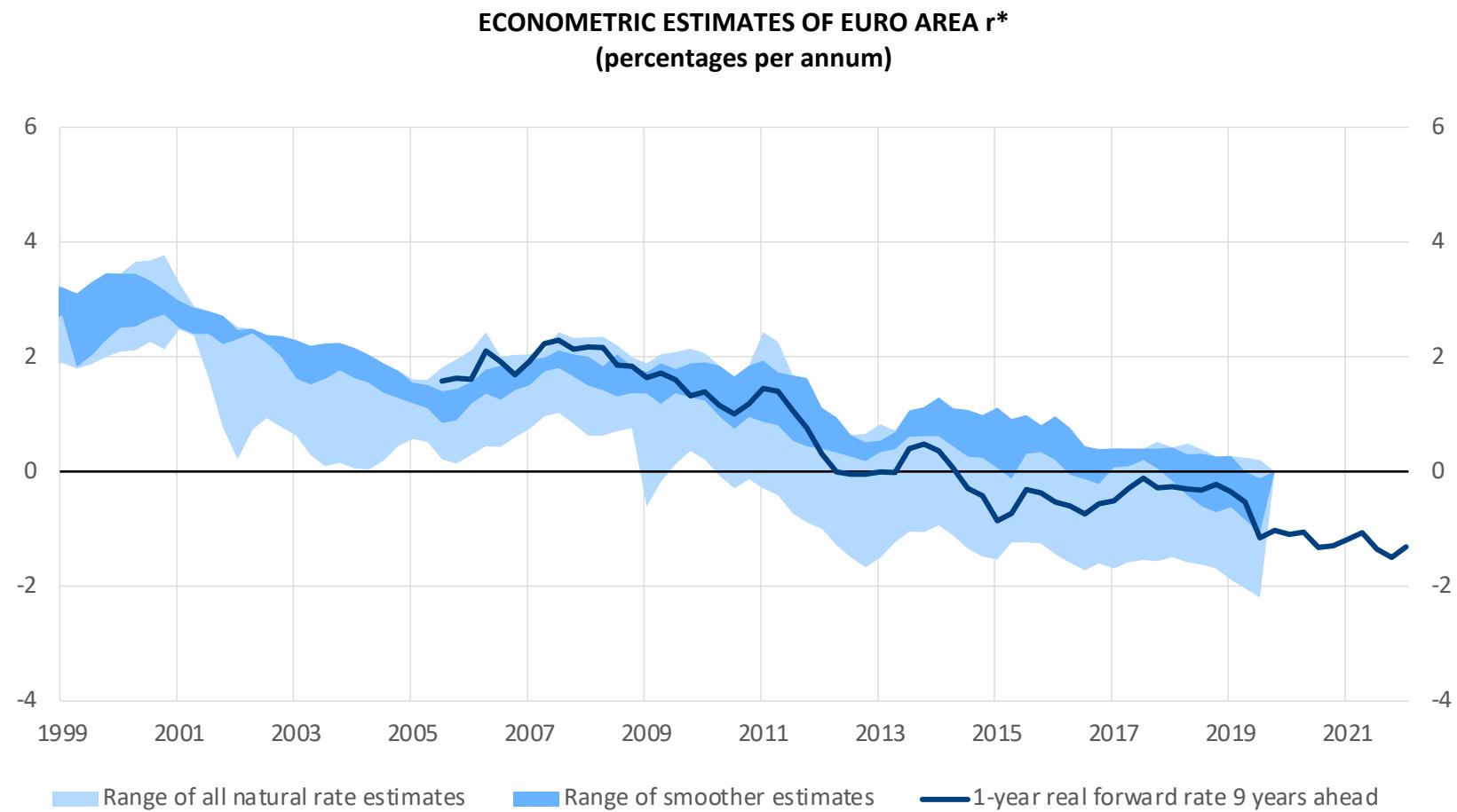
- Estimaciones en base a los retornos de bonos soberanos muestran una caída sostenida del tipo natural
- De todas formas, existe **muchísima incertidumbre** en torno a estas estimaciones.

EVOLUCIÓN DEL TIPO DE INTERÉS NATURAL EN LAS PRINCIPALES ECONOMÍAS AVANZADAS



Fuente: Banco de España Informe Anual 2018, basado en el modelo de Fiorentini, Galesi, Pérez-Quirós y Sentana (2018).
Las bandas para la zona del euro se refieren a niveles de confianza del 68% y del 90%.

ANEXO C. CAÍDA ESTIMADA EN EL TIPO DE INTERÉS DE EQUILIBRIO

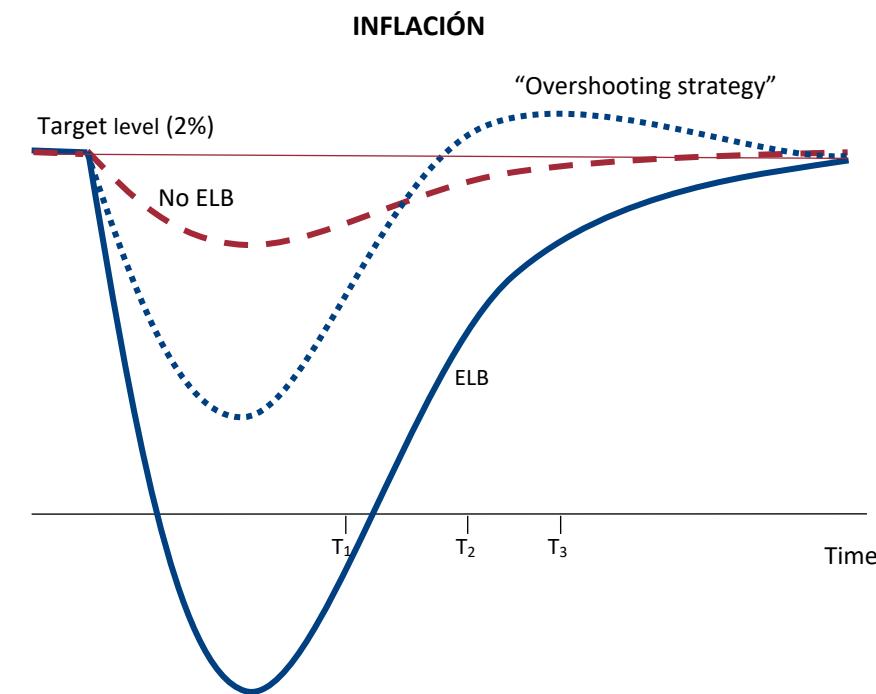
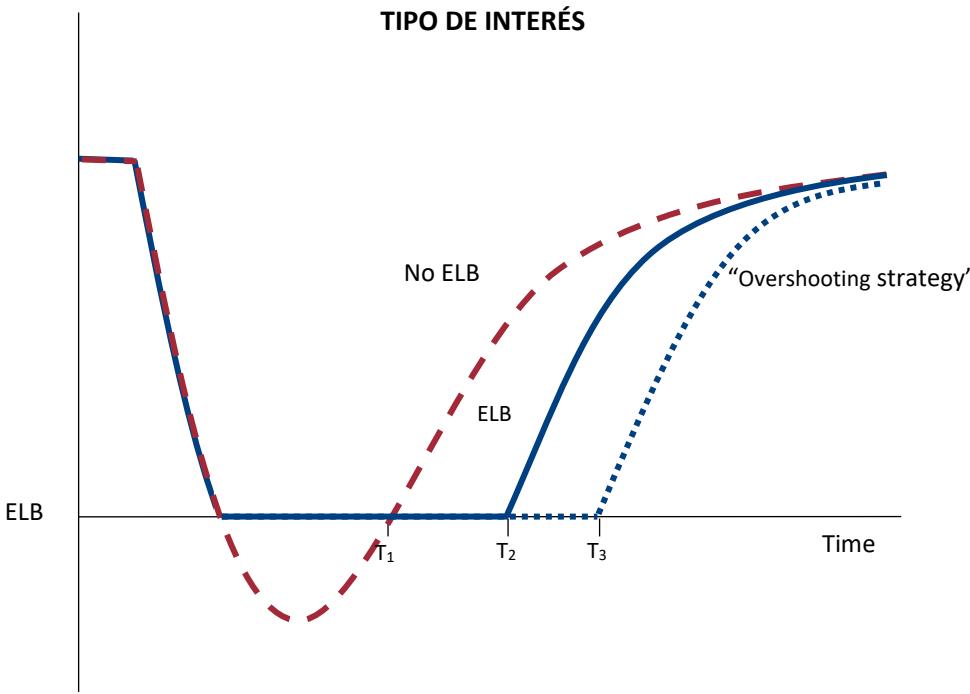


Sources: WGEM Report "The natural rate of interest: estimates, drivers, and challenges to monetary policy", OP, No 217; Ajevskis (2018); Brand, Goy, Lemke (2020); Brand, Mazelis (2019); Fiorentini, Galesi, Pérez-Quirós, Sentana (2018); Geiger and Schupp (2018); Holston, Laubach, Williams (2017); Jarocinski (2017); Johannsen and Mertens (forthcoming) and ECB calculations.

Notes: Ranges span point estimates across models to reflect model uncertainty and no other source of r^* uncertainty. The dark shaded area highlights smoother r^* estimates that are statistically less affected by cyclical movements in the real rate of interest. The 1-year-in-9-years real forward rate is constructed by subtracting the 1-year-in-9-years ILS forward rate from the implied nominal 1-year-in-9-years €STR forward rate.
Latest observation: 25 January 2021.

¿POR QUÉ PERMITIR LA POSIBILIDAD DE “OVERSHOOTING” PUEDE AYUDAR A LOGRAR SIMETRÍA EN LA INFLACIÓN CUANDO LA ECONOMÍA ESTÁ CERCA DEL LÍMITE INFERIOR?

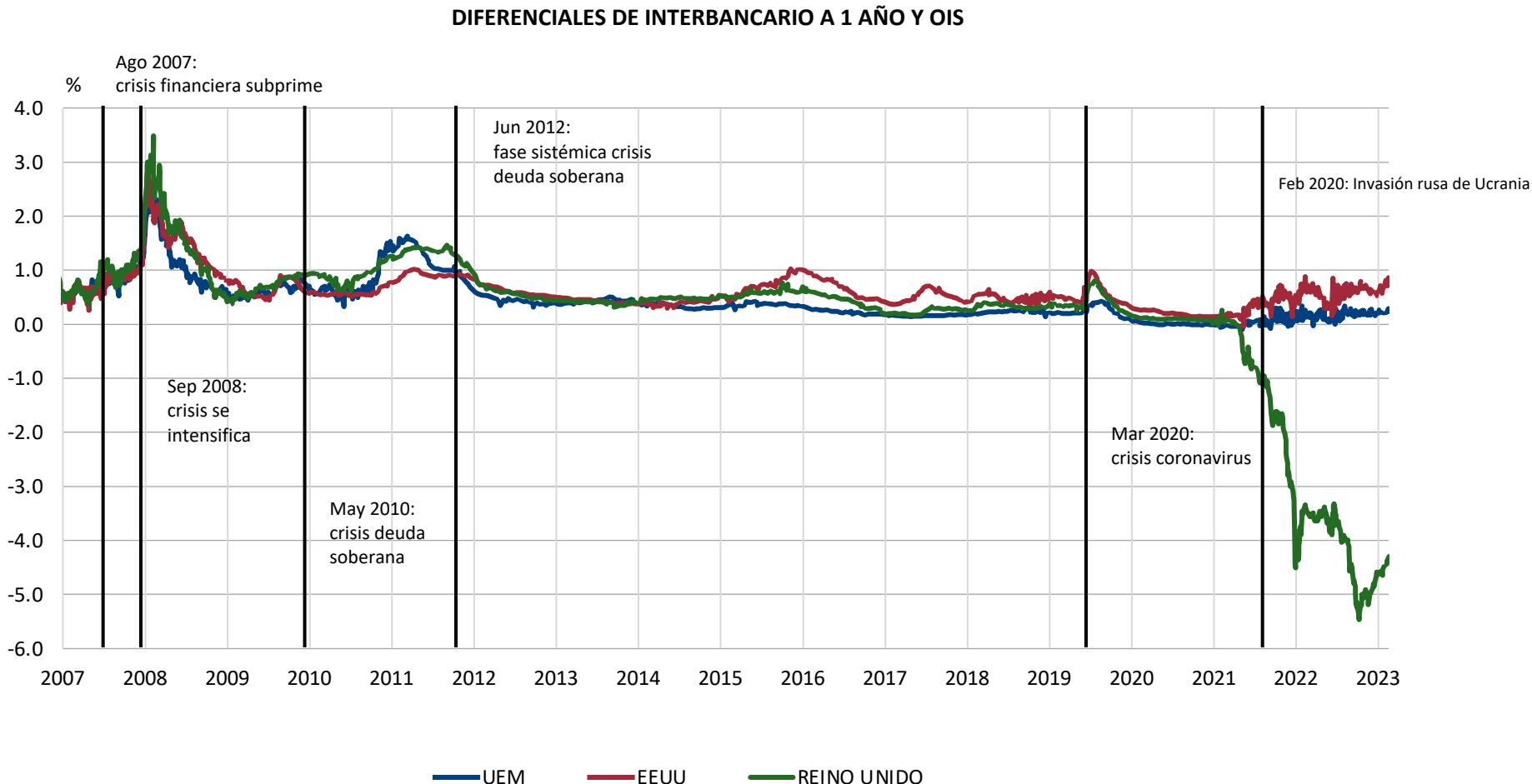
- Al señalizar la posibilidad de overshooting futuros, y si los agentes son forward-looking, el banco central puede lograr un aumento en las expectativas de inflación.
- La caída consiguiente en los tipos de interés reales estimula el gasto agregado y la inflación actual.
- De esta forma, es posible neutralizar (en parte) la limitación que plantea la cota inferior a los tipos de interés y lograr fluctuaciones más simétricas de la inflación en torno al objetivo.



Fuente: Banco de España.

TENSIONES SEVERAS EN LOS MERCADOS FINANCIEROS GLOBALES

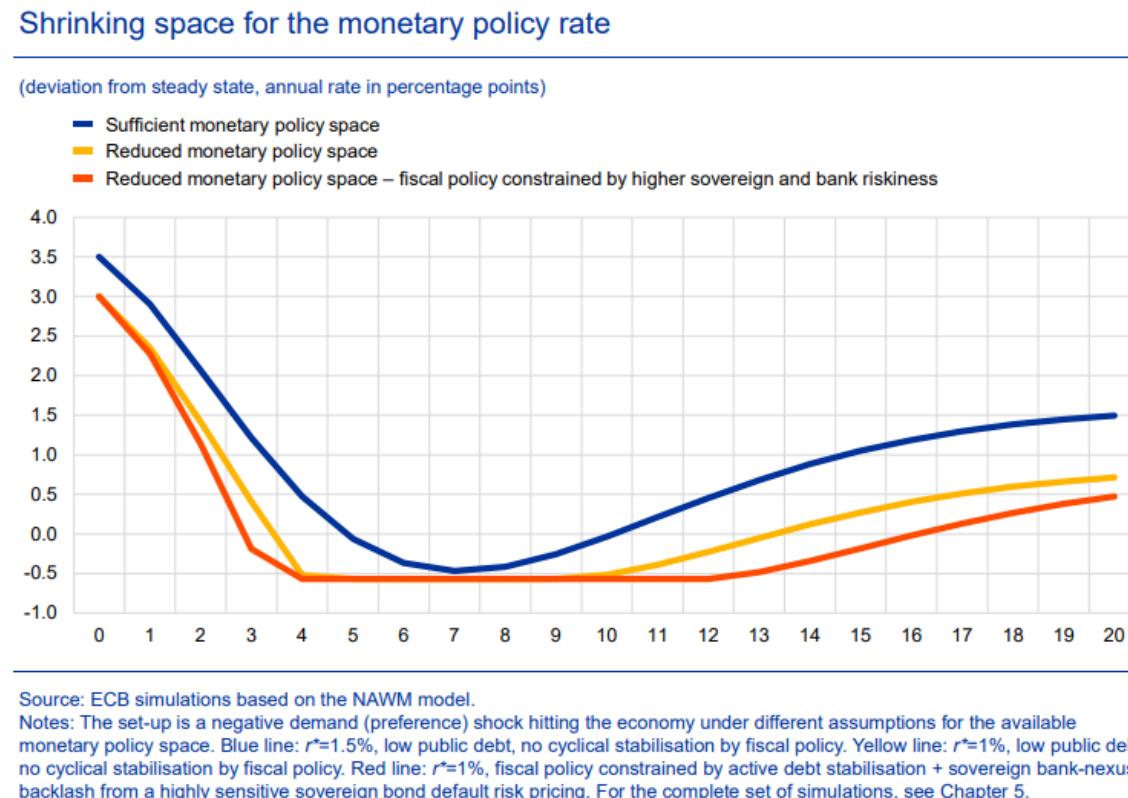
- En los mercados monetarios se cobra una prima de riesgo de contrapartida al prestar liquidez



Fuente: Banco de España.

ANEXO D. LA ADAPTACIÓN DE LA ESTRATEGIA AL CAMBIO CLIMÁTICO ES RELEVANTE PUESTO QUE PUEDE AFECTAR A LA CAPACIDAD DE LA POLÍTICA MONETARIA

- Las simulaciones realizadas por el BCE apuntan a que los riesgos físicos derivados del cambio climático y los riesgos de transición hacia una economía más sostenible, junto con las debilidades financieras, podrían restringir la capacidad de respuesta de la política monetaria ante fluctuaciones financieras.

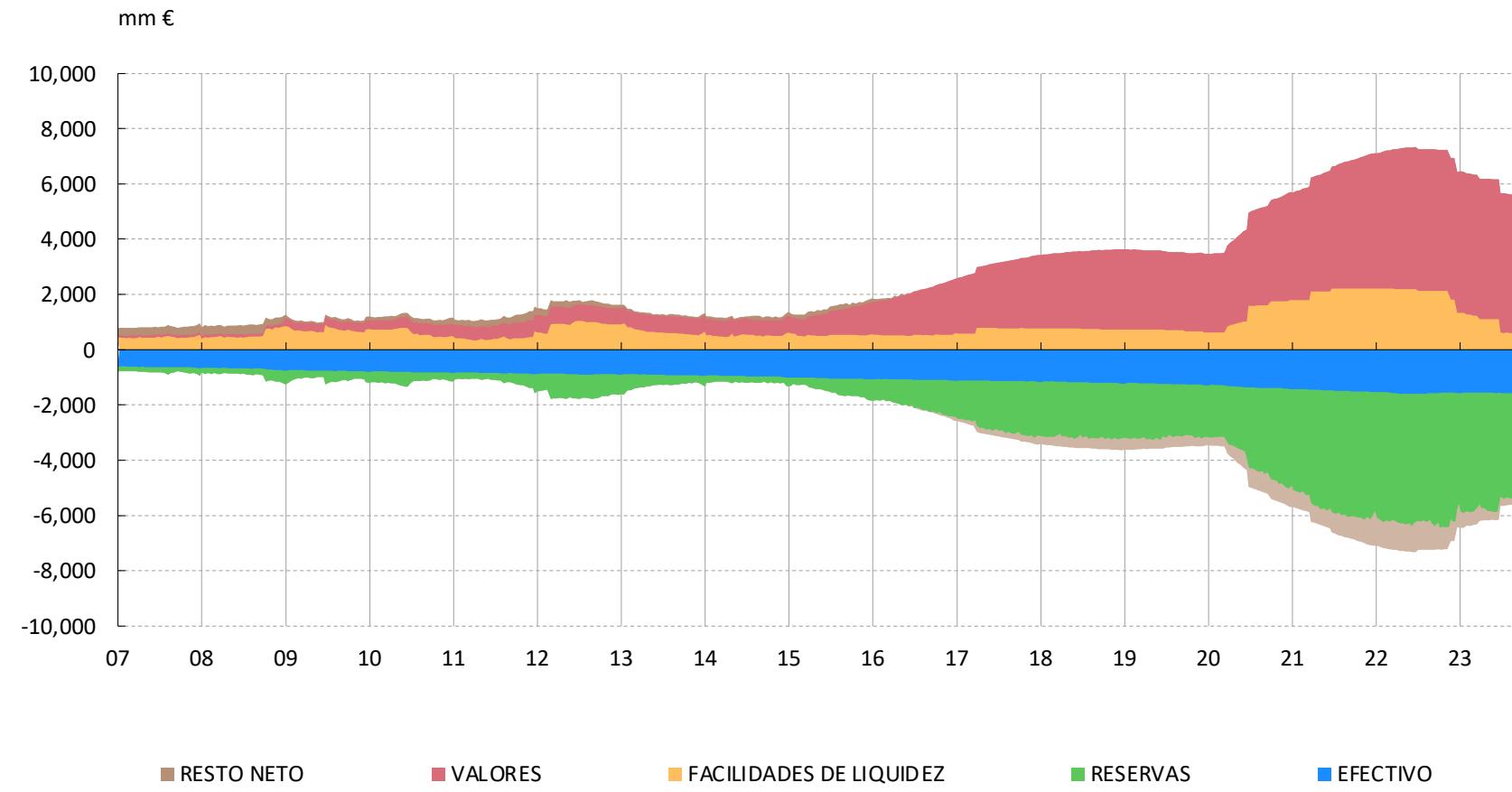


Fuente: *Climate change and monetary policy in the euro area* (Occasional Paper Series No. 271, September 2021).

ANEXO E. NUEVOS INSTRUMENTOS: PROGRAMAS DE ADQUISICIÓN DE ACTIVOS

APP (Asset Purchase Programmes)				
	CBPP3	ABSPP	PSPP	CSPP
	Covered bond purchase programme	Asset-backed securities purchase programme	Public sector purchase programme	Corporate sector purchase programme
Tipo de valor	Deuda privada Covered bonds (Cédulas Hipotecarias en España, deuda bancaria respaldada por activos de alta calidad - préstamos hipotecarios)	Deuda privada Titulizaciones sencillas y transparentes cuyos activos subyacentes son préstamos al sector privado no financiero	Deuda Pública Instrumentos emitidos por Estados centrales y por Agencias e Instituciones internacionales en el área del euro. En diciembre 2015 se incluyen los de gobiernos regionales y locales	Deuda privada Instrumentos de deuda de sociedades no bancarias
Mercado	Primario/secundario		Secundario	Primario/secundario
Anuncio/Comienzo	Sept/Oct 2014	Sept/Dic 2014	Ene/Mar 2015	Mar/Jun 2016
Duración del programa	compras netas hasta dic 2018 (initialmente prevista: sep 2016, ampliada en etapas); en sep 2019 se anunció la reanudación de compras netas a partir de nov 2019; se mantendrán durante el tiempo que sea necesario, y finalizarán poco antes del comienzo de subidas de tipos			
Vol adq/mes, mm EUR	60 mm (mar 2015 - mar 2016), 80 (abr 2016 - mar 2017), 60 (abr - dic 2017), 30 (ene - sep 2018), 15 (oct - dic 2018). En la actualidad, 20 mm (desde nov 2019 -); COVID-19: compras de 120 mm (mar 2020) adicionales a los 20 mm mensuales, en total y con carácter temporal, hasta finales de 2020.			
Política de reinversión	Durante un período prolongado tras el comienzo de subidas de tipos (en todo caso durante el tiempo necesario)			
Saldo vivo dic 2020, mm EUR	287,5	29,5	2341,6	250,4
	2909,0			

BALANCE SIMPLIFICADO DEL EUROSISTEMA: EXPANSIÓN Y COMPOSICIÓN



Fuente: Banco Central Europeo (BCE).

NUEVOS INSTRUMENTOS: FINANCIACIÓN A BANCOS CON OBJETIVO ESPECÍFICO (TLTRO)

- Jun 2014, mar 2016 y mar 2019 –Targeted Longer-Term Refinancing Operations (I, II y III)

- Objetivo:** aumentar la disponibilidad de crédito para la economía, creando incentivos para que la banca conceda crédito.
- Mecanismo:** inyectar liquidez a la banca con bajo coste y plazo de vencimiento largo, *si se cumplen ciertas condiciones sobre el comportamiento* de la cartera de préstamos al sector privado.
- Efectividad:** dependiente de la participación y del impacto en coste del crédito. Las adjudicaciones han tendido a situarse en el tramo inferior del intervalo previsto.
- => dado que la *adjudicación de liquidez es a demanda de las entidades* (si las condiciones se cumplen) y ha sido inferior a lo previsto, el BCE optó desde 2015 por los programas de activos.
- En marzo 2019** se anunció una nueva ronda: **TLTRO III**, 1ª operación en septiembre.
- En marzo 2020** se suavizan las condiciones y se refuerzan los incentivos para hacer frente al Covid

Targeted Long Term Refinancing Operations			
	TLTRO	TLTRO II	TLTRO III
ANUNCIO	jun-14	mar-16	mar-19
CANTIDAD	función de la cartera de préstamos (exc. vivienda)		hasta un 30% de cartera préstamos elegibles a 28 feb 2019
PLAZO DE VENCIMIENTO	máx 4 años, vencimiento septiembre 2018	4 años, fijo	3 años, fijo (b)
COSTE	fijo, el de las OPF	OPF o menor (hasta tipo FD) según evolución de los préstamos	OPF o menor (hasta tipo FD) según evolución de los préstamos
REEMBOLSO ANTICIPADO OBLIGATORIO	si, bajo incumplimiento objetivos	no	no [dev. anticipada voluntaria, trimestral a partir de 2 años]
CANTIDAD PRESTADA (a)	€432 mm	€740 mm	1ª operación sep 2019 €3,4 mm

(a) las cantidades prestadas son importes en términos brutos.

(b) los términos y condiciones de las TLTRO III comunicadas el 6 de junio se modificaron en CG del 12 de septiembre. Aumentó el plazo de 2 a 3 años, se introdujo la opción de amortización anticipada, y se eliminó una prima de 10 pb sobre los tipos. Desde el 30 de octubre, entrará en vigor un sistema de dos tramos para la remuneración de reservas para mitigar el coste de mantener liquidez excedente

ANEXO F. SERIE TEMPORAL DE LAS MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA DESDE EL 2008

TIMELINE OF ECB'S MONETARY POLICY MEASURES SINCE THE ONSET OF THE FINANCIAL CRISIS

	Financial crisis		Sovereign debt crisis		Low-inflation recovery (with lower bound constraint)				
Interest rate policy	+25bps MRO: 4.25%	-325bps DFR: 0.25%	+50bps DFR: 0.75%	-75bps DFR: 0%	-20bps DFR: -0.20%	-20bps DFR: -0.40%			-10bps DFR: -0.50%
Credit operations	Overnight FTOs "Front-loading" Maturity extension Dec07 \$ swaps	Oct08 FRFA Expand. collateral LTROs (6m) \$ swaps May09 LTROs (1y)		Oct11 LTROs Dec11 VLTRO I (3y) Feb12 VLTRO II (3y)	Jun14 TLTRO I	Mar16 TLTRO II			Mar 19 TLTRO III
Asset purchases		May09 CBPP I	May10 SMP I	Aug11 SMP II Oct11 CBPP II	Sep12 OMT	Jun14 ABSP CBPP III Jan15 PSPP	Dec15 APP I Mar 16 CSPP APP II (80bn)	Dec16 APP III (60bn) Oct17 APP IV (30bn) Jun18 APP V (15bn)	Mar 19 Re-invest principal Sept 19 APP VI: (20bn) + re-invest.
Forward guidance					Jul13 FG I: Policy rate extended period Jan15 FG II: APP date and SAPI	Mar16 FG III: Policy rate well past APP		Jun18 FG IV: Exp. APP end date and SAPI	Jun19 FG V: NIRP and APP for as long as necessary
	08/2007	09/2008	05/2010	08/2011	06/2013	08/2015	12/2016	06/2018	09/2019

● Standard interest rate policies

● Negative Deposit Facility Rate

● Non-standard policies to address lower bound of rates

● Impaired interbank and bank funding markets and later also bank lending channel

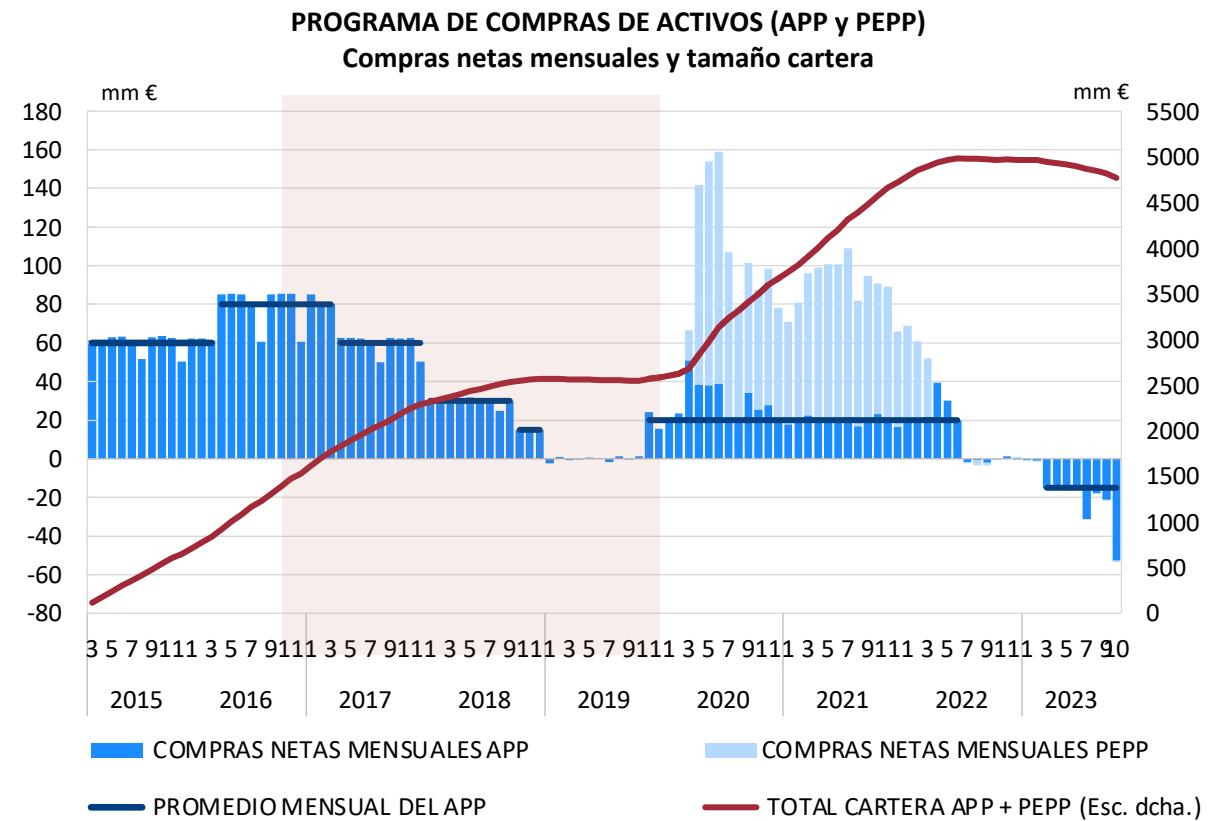
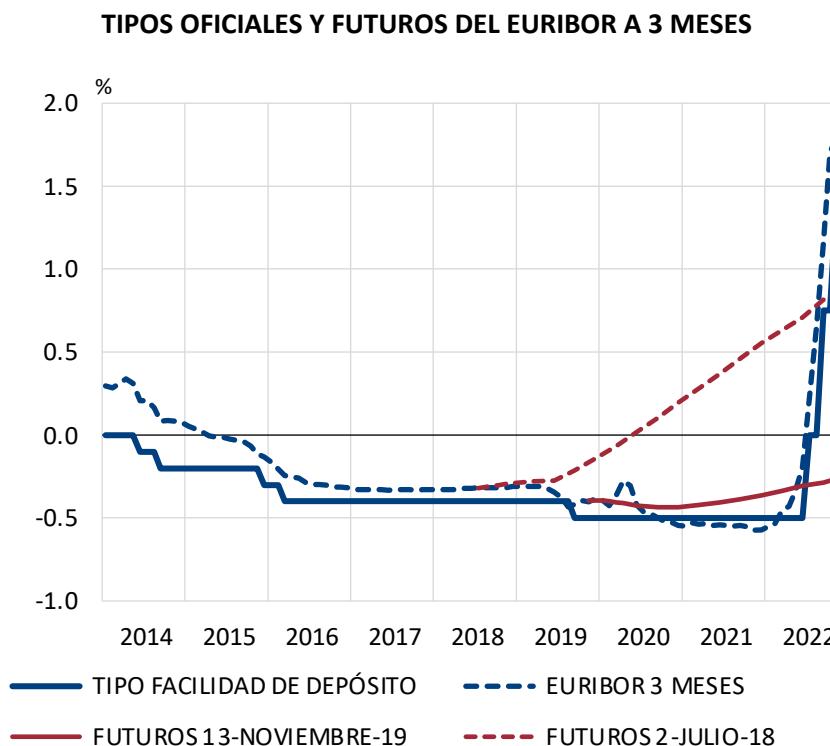
● Sovereign-bank nexus and re-denomination risk

● Heterogeneous pass-trough in bank lending markets

Fuentes: Hartmann and Smets (2019), BCE y Banco de España.

REFUERZO ACOMODACIÓN MONETARIA SEPTIEMBRE 2019: TIPOS OFICIALES Y PROGRAMA APP

- En septiembre 2019 se reduce el tipo de la FD hasta -0,5% y se refuerza el FG
 - Reanudación de compras netas del programa APP y se vincula duración al comienzo de subida de tipos, y en TLTRO III se alargan plazos a 3 años y se refuerzan incentivos.
- Poderoso efecto sobre los tipos de interés esperados por el mercado.



Fuente: Banco de España y Banco Central Europeo (BCE).

El BCE **anunció el 14 de junio de 2018 el cese de compras netas en el Programa APP para finales de año, aunque reinvertirá los importes de la deuda pública en la cartera APP que vayan venciendo y mantendrá un elevado grado de acomodación monetaria.**

- “[...] en Riga, el Consejo de Gobierno del BCE ha llevado a cabo una revisión detallada del progreso hacia un ajuste sostenido de la senda de la inflación, [...]”
- “[...], el Consejo de Gobierno continuará las compras netas de activos [...] al ritmo [...] de 30 mm de euros mensuales hasta el final de septiembre de 2018. [...] Siempre que los nuevos datos confirmen las perspectivas de inflación a medio plazo [...], el ritmo mensual [...] se reducirá a 15 mm de euros hasta el final de diciembre de 2018 y [...] las compras netas cesarán a partir de entonces.”
- “[...] el Consejo de Gobierno mantendrá su política de reinvertir el principal de los valores adquiridos en el marco de este programa que vayan venciendo, durante un período prolongado tras el final de sus compras netas de activos y, en todo caso, durante el tiempo que sea necesario para mantener unas condiciones de liquidez favorables y un elevado grado de acomodación monetaria.”

El BCE mantuvo invariados los tipos de interés y manifestó su expectativa de que se mantendrían en esos niveles hasta al menos durante el verano de 2019.

- “[...] los tipos de interés aplicables a las operaciones principales de financiación, la facilidad marginal de crédito y la facilidad de depósito se mantendrán sin variación en el 0,00 %, el 0,25 % y el -0,40 % respectivamente. El Consejo de Gobierno espera que los tipos de interés oficiales del BCE se mantengan en los niveles actuales hasta al menos durante el verano de 2019 y en todo caso durante el tiempo necesario para asegurar que la evolución de la inflación se mantiene en línea con las actuales expectativas de una senda de ajuste sostenido.”

Consejo de Gobierno del BCE diciembre 2018: Desde diciembre 2018, se vinculó el *forward guidance* sobre la reinversión de vencimientos de los valores adquiridos en el APP al *forward guidance* sobre tipos de interés (*lift-off*).

- ✓ “El Consejo de Gobierno prevé seguir reinvirtiendo íntegramente el principal de los valores adquiridos en el marco del programa de compras de activos 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”.

Consejo de Gobierno del BCE 7 marzo 2019: Nueva serie de operaciones TLTRO III entre septiembre de 2019 y marzo de 2021, a 2 años.

Consejo de Gobierno del BCE 25 julio 2019: Posibilidad de reducciones adicionales (*easing bias*) y compromiso de simetría:

- ✓ “El [CG] espera que los tipos [...] oficiales [...] se mantengan en los niveles actuales o en niveles inferiores al menos hasta el primer semestre de 2020 y en todo caso durante el tiempo necesario para asegurar la continuación de la convergencia sostenida de la inflación hacia niveles inferiores, aunque próximos, al 2 % a medio plazo”.
- ✓ [...] si las perspectivas de inflación a medio plazo continúan por debajo de nuestro objetivo, el [CG] tiene la determinación de actuar conforme a su compromiso de simetría en el objetivo de inflación. [...] está preparado para ajustar todos sus instrumentos [...]

El CG también anunció que el Euroistema examinaría opciones para reforzar el FG de tipos de interés, medidas de mitigación de tipos negativos y opciones para nuevas compras de activos.

Consejo de Gobierno del BCE septiembre 2019

El BCE aprueba un paquete amplio de medidas de PM de tono expansivo:

- *Reducción tipo FD: 0% (OPF), -0,5% (FD) y 0,25% (FMgC)*
- *Reformulación FG tipos: se mantiene easing bias, se elimina condicionalidad temporal (“~~hasta el primer semestre de 2020~~”) y se fortalece condicionalidad state-contingent*
 - ✓ “El Consejo de Gobierno espera **ahora** que los tipos de interés [...] se mantengan en los niveles actuales, o en niveles inferiores hasta que observe una convergencia sólida de las perspectivas de inflación hasta 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”.
- *Reanudación de compras netas APP, duración vinculada al comienzo de subidas de tipos, mantenimiento política de reinversión (en los mismos términos que antes):*
 - ✓ “[...] a un ritmo mensual de 20 mm [...] a partir del 1 de noviembre. El [CG] espera que continúen durante el tiempo [...] necesario para reforzar el impacto acomodaticio de sus tipos oficiales y que finalicen poco antes de que comience a subir los tipos de interés [...]”.
- *Modificación modalidades TLTRO III:*
 - ✓ Se elimina prima 10 pb sobre tipo interés y puede ser tan bajo como tipo FD (si exp. crédito)
 - ✓ Aumenta plazo de vencimiento de 2 a 3 años
- *Sistema de dos tramos para remuneración de reservas*
 - ✓ No se aplicará el tipo FD a parte del exceso de liquidez mantenido por las entidades

ANEXO H. PROGRAMAS DE ADQUISICIÓN DE ACTIVOS EN RESPUESTA A LA PANDEMIA

- Características más destacadas del programa de activos específico en respuesta a la Covid-19.

COVID-19: Pandemic Emergency Purchase Programme

PEPP

Tipo de valor	Todas las categorías de deuda del APP
	Todas las categorías de deuda previstas en el APP. Se incluirán también pagarés de empresa de sociedades no financieras. Para valores públicos, las compras se realizarán de acuerdo con la clave de participación de los bancos centrales nacionales en el capital del BCE; no obstante, las compras se realizarán de manera flexible, tanto en su distribución temporal como entre categorías de valores y jurisdicciones nacionales.
Mercado	Primario/secundario
Anuncio/Comienzo	Mar 2020
Duración y volumen del programa en mm EUR	Volumen inicialmente anunciado: 750 mm en total hasta fin 2020. En jun 2020, se amplían las compras netas en 600 mm adicionales hasta jun 2021. En dic 2020, se amplían de nuevo, en 500 mm, hasta marzo 2022, y en todo caso hasta que el Consejo de Gobierno considere que ha terminado la crisis de Covid
Política de reinversión	Hasta al menos fin 2022; ampliada hasta al menos fin 2023
Saldo vivo ene 2021, mm EUR	810,2
	810,2

ANEXO I. TAMAÑO DEL BALANCE DE BANCOS CENTRALES

- El balance del Eurosistema alcanzó cerca de un 60% del PIB de la UEM en enero 2021
- En comparación, el de la Reserva Federal está cerca del 35% del PIB, el del Banco de Inglaterra por encima del 40% y el del Banco de Japón cerca del 140% del PIB.

Table 1 Characteristics of QE programs

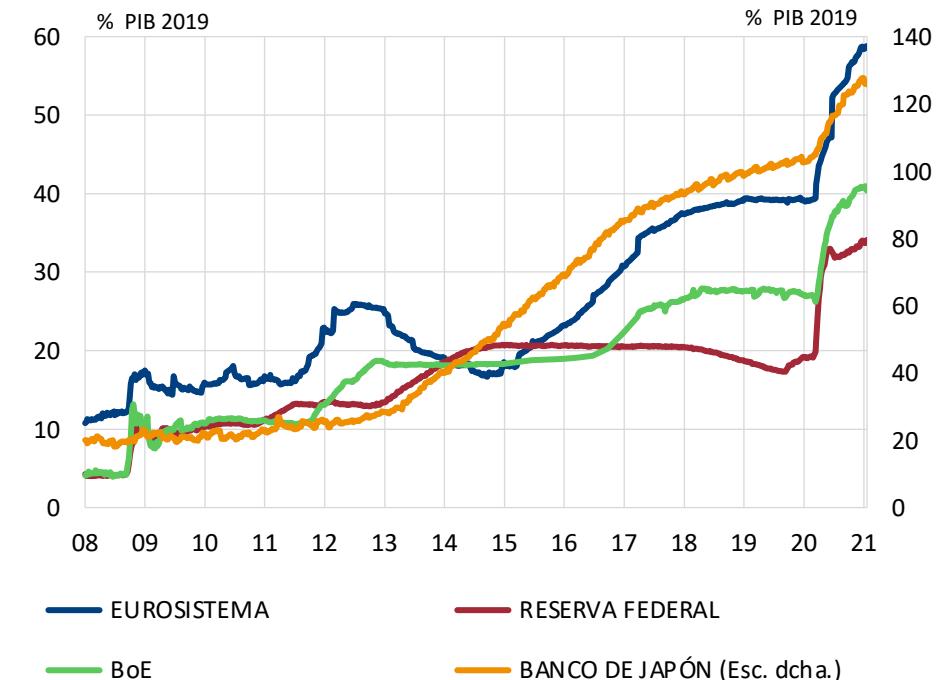
Program	Stock/flow focus	Inertia in rule	Typical step size (percent of GDP)	Total size (percent of GDP)
United States				
QE1	Stock	No	4-8	12
QE2	Stock	No	4	4
MEP	Stock	No	2	4
QE3	Flow	Yes	0.5/month	9
United Kingdom	Stock	Yes	3	27
Euro area	Flow	Yes	0.6/month	23 (projected)
Japan	Flow	Yes	1.3/month	71 (to date)
Sweden	Stock	Yes	1	7
Proposal	Stock	Yes	1.5-3	As needed

QE = quantitative easing; MEP = Maturity Extension Program

Note: The euro area program is projected to end in December 2018. The Japanese program has no announced end date; the data are through August 2018. For stock programs, total size is scaled by GDP in the year of announcement. For flow programs, monthly purchases are scaled by annual GDP in the year they occur. Total sizes are the sums of these percentages. 2018 GDP is the IMF projection.

Sources: Central bank websites, *IMF World Economic Outlook* (April 2018), and authors' calculations.

BALANCE DE BANCOS CENTRALES

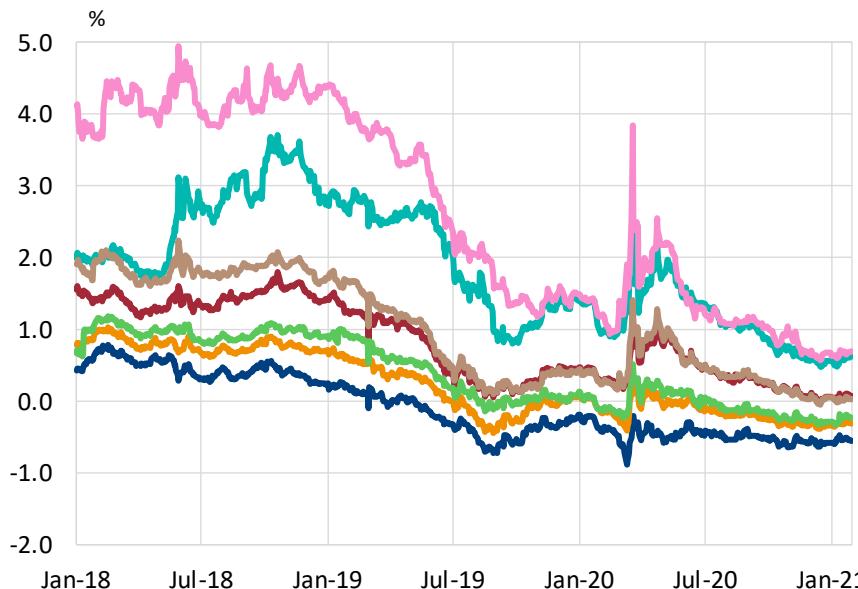


Fuentes: Joseph E. Gagnon & Brian Sack (2018), 18-19 QE: A User's Guide, Peterson Institute for International Economics, October 2018 (Gráfico izquierdo), BCE, Reserva Federal, Bank of England y Banco de Japón (Gráfico derecho).

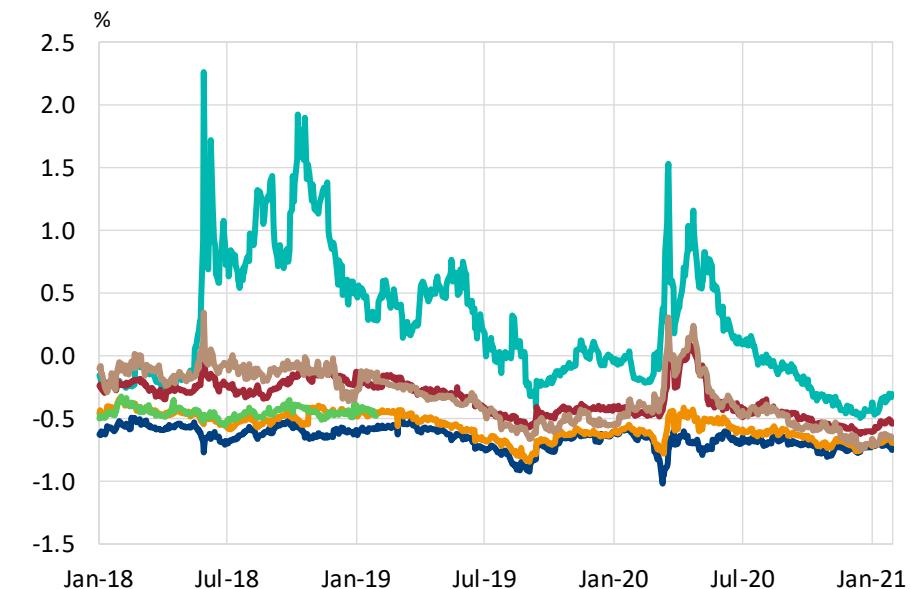
ANEXO J. CONDICIONES FINANCIERAS: DEUDA PÚBLICA

- En Italia, desde mediados de 2018, los anuncios de expansión fiscal del gobierno y el desafío a las reglas europeas generaron instabilidad financiera, con presiones al alza en los tipos de la deuda.
- En 2020, la gravedad de la pandemia en algunos países presionó al alza de nuevo sus tipos soberanos, muy particularmente en Italia.
- Hay escasos signos de contagio y los tipos se mantienen en niveles reducidos a medio y largo plazo.

TIPOS DE INTERÉS SOBERANOS A DIEZ AÑOS



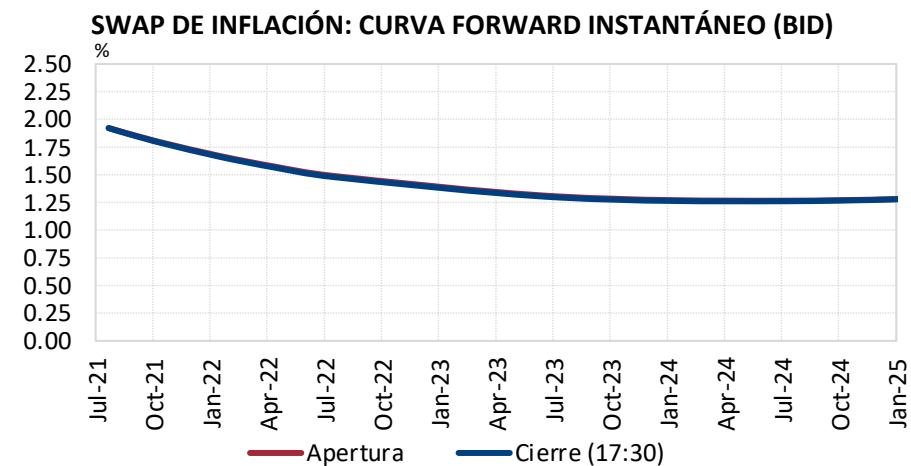
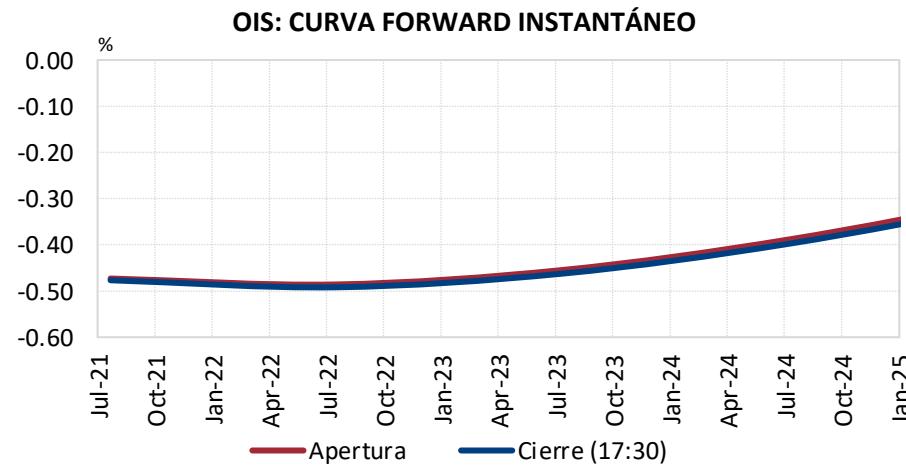
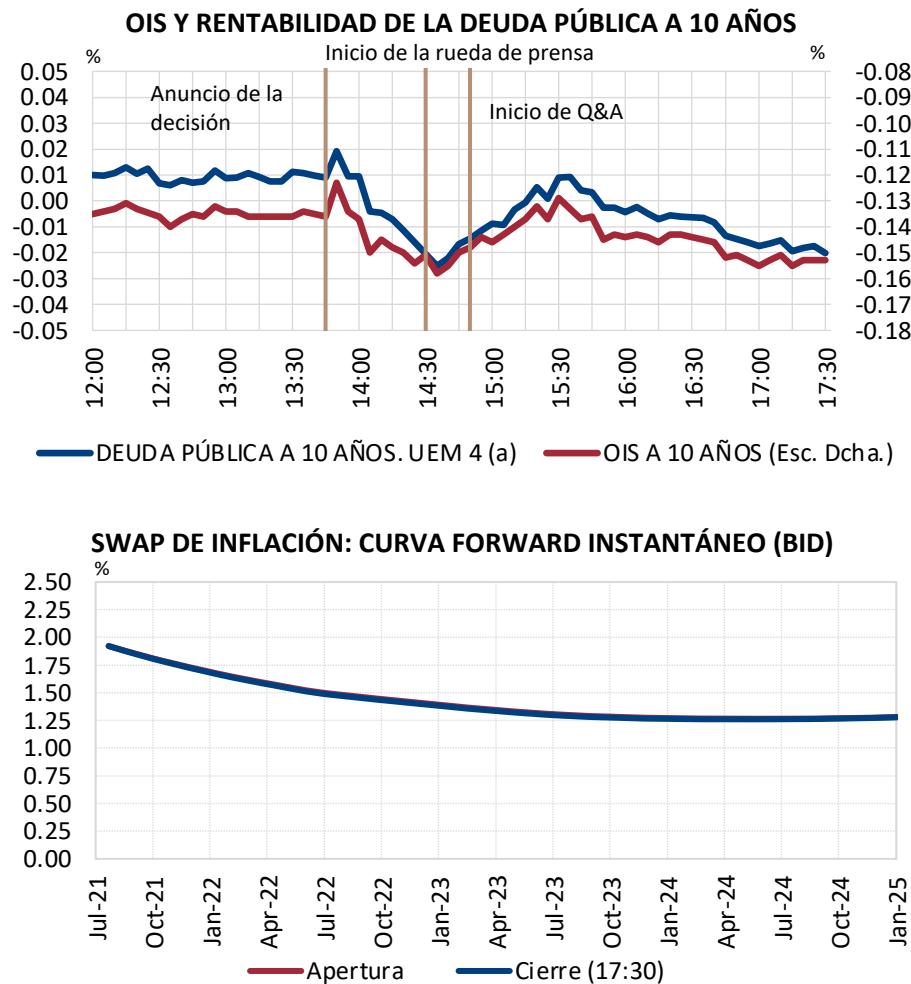
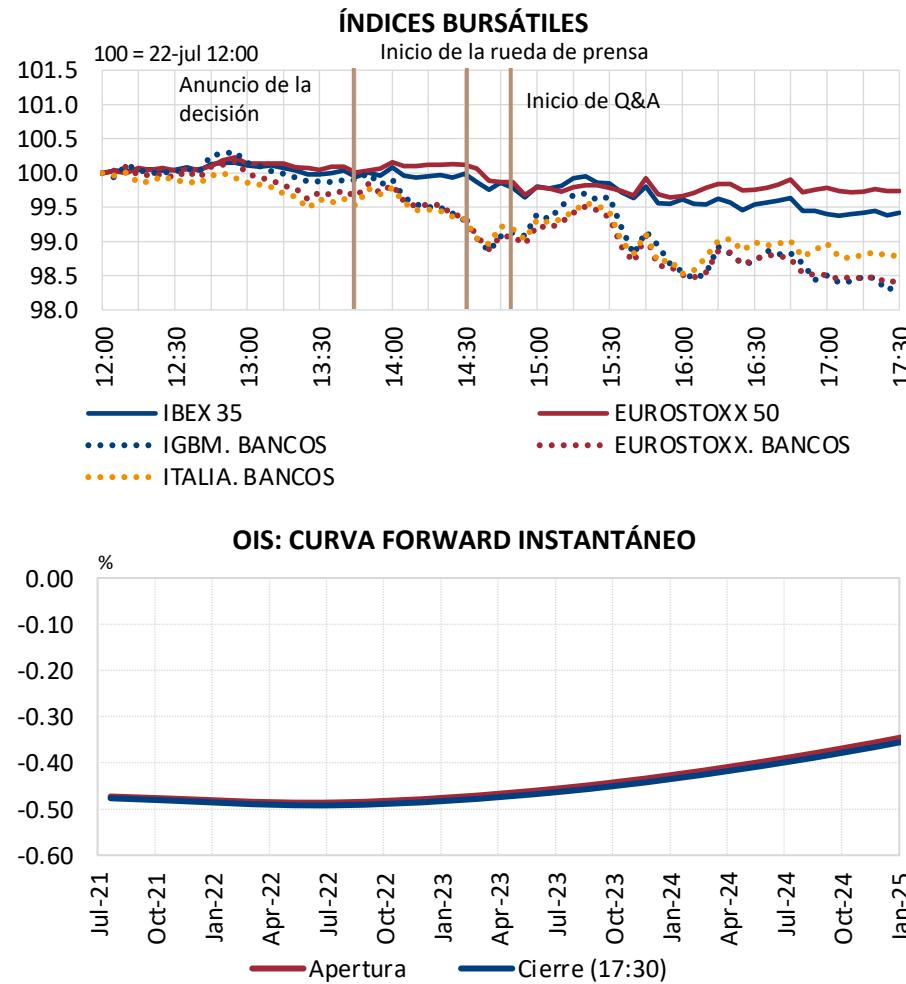
TIPOS SOBERANOS A DOS AÑOS



Fuente: BCE. Última observación: 29 de enero

ANEXO K. LOS MERCADOS APENAS REACCIONARON ANTE EL ANUNCIO DEL NUEVO *FORWARD GUIDANCE* DE TIPOS DE INTERÉS DE JULIO...

... indicando que los inversores necesitan cierto tiempo para adaptar sus expectativas a la nueva estrategia.

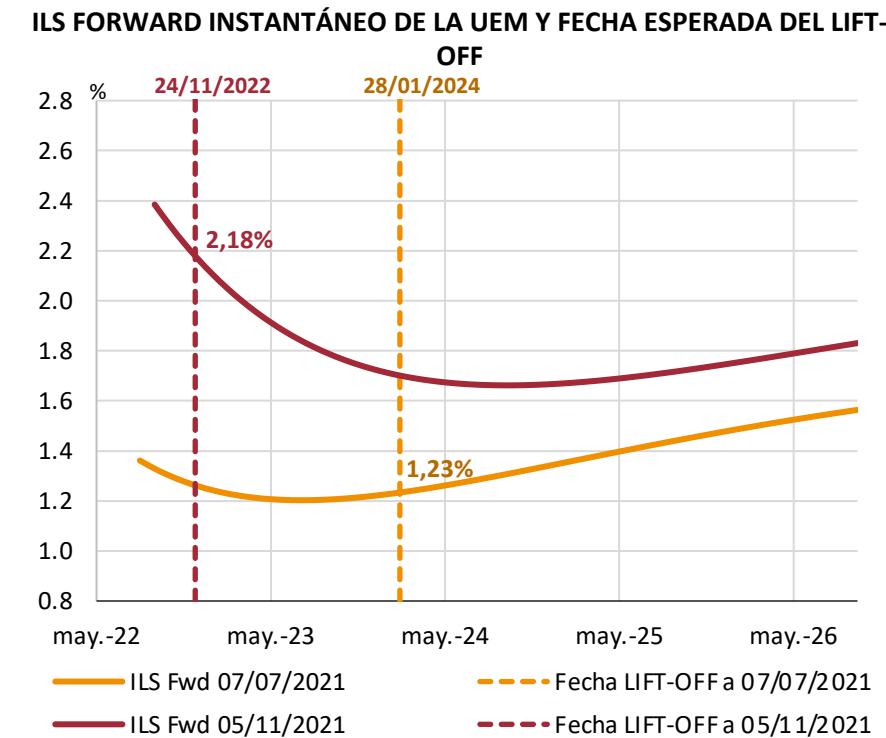
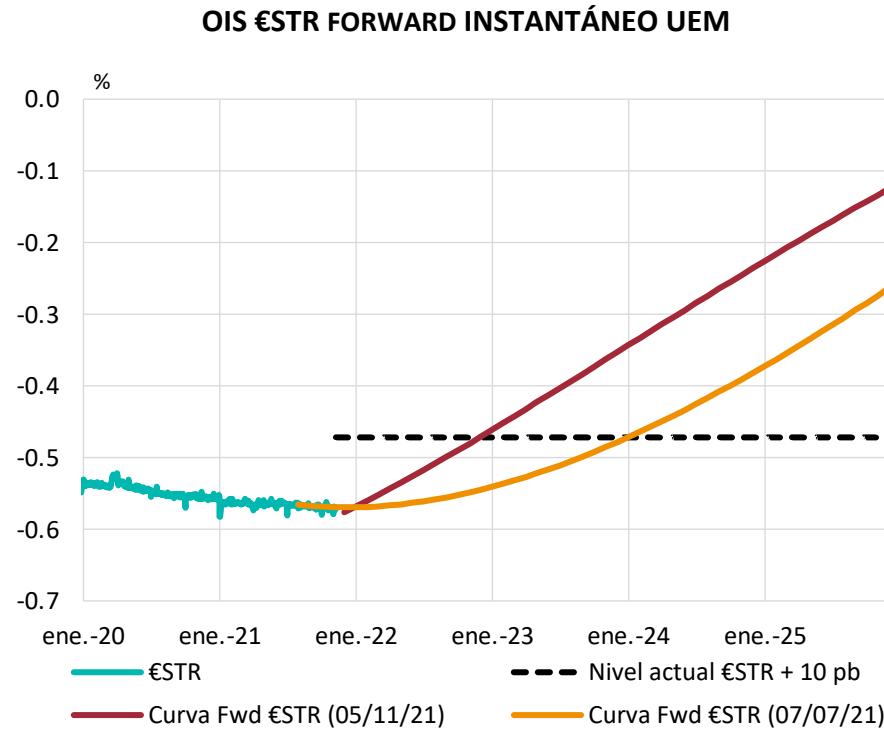


Fuente: Refinitiv Eikon. Datos intradía del 22 de julio.

(a) Tipos de interés de la deuda pública a 10 años de Alemania, Francia, Italia y España ponderados por PIB.

ANEXO M. LAS CURVAS FORWARD APUNTAN A UN ADELANTO EN LA FECHA ESPERADA DE LA PRIMERA SUBIDA DE TIPOS Y UNA MAYOR INFLACIÓN EN DICHA FECHA

- La curva de inflación forward se ha desplazado notablemente hacia arriba, en un contexto de fuerte aumento de la inflación observada durante este año, lo que podría indicar que los inversores esperan que el Consejo de Gobierno no suba tipos hasta que la inflación no alcance niveles cercanos al objetivo del 2 % a medio plazo.
- Por otro lado, viendo la anticipación de la fecha esperada del lift-off no parece que los mercados hayan internalizado la condición del FG “*well ahead of the end of its projection horizon and durably for the rest of the projection horizon*”.



Fuentes: Bloomberg Data License y Banco de España.

ANEXO N. PARA REDUCIR LA CARTERA DE POLÍTICA MONETARIA, PARECE PREFERIBLE APLICAR UN MÉTODO GRADUAL, *FIRST-IN-FIRST-OUT*

Desaparición gradual de las operaciones TLTRO III

- Ya ha empezado la reducción gradual del balance con los vencimientos automáticos de las operaciones TLTRO III.
 - Los cuantiosos reembolsos de TLTRO que se esperan 2023S1 permitirán realizar una **primera evaluación de cualquier posible asimetría o no linealidad de la reducción del balance** en comparación con su expansión.
 - Posteriormente, esto nos permitirá **evaluar el impacto real de la contracción del balance sobre las condiciones financieras**.

Finalización de las reinversiones del APP

- ¿Por qué se plantea finalizar las reinversiones del APP antes que las reinversiones del PEPP?
 - Las reinversiones del PEPP continúan siendo una importante línea de defensa contra episodios de fragmentación relacionados con la pandemia.
 - Asimismo, el **forward guidance** sobre las reinversiones del APP no indicaba una fecha concreta, mientras que el BCE afirmó que las reinversiones del PEPP no terminarán hasta, como mínimo, el final de 2024.

Marco operativo

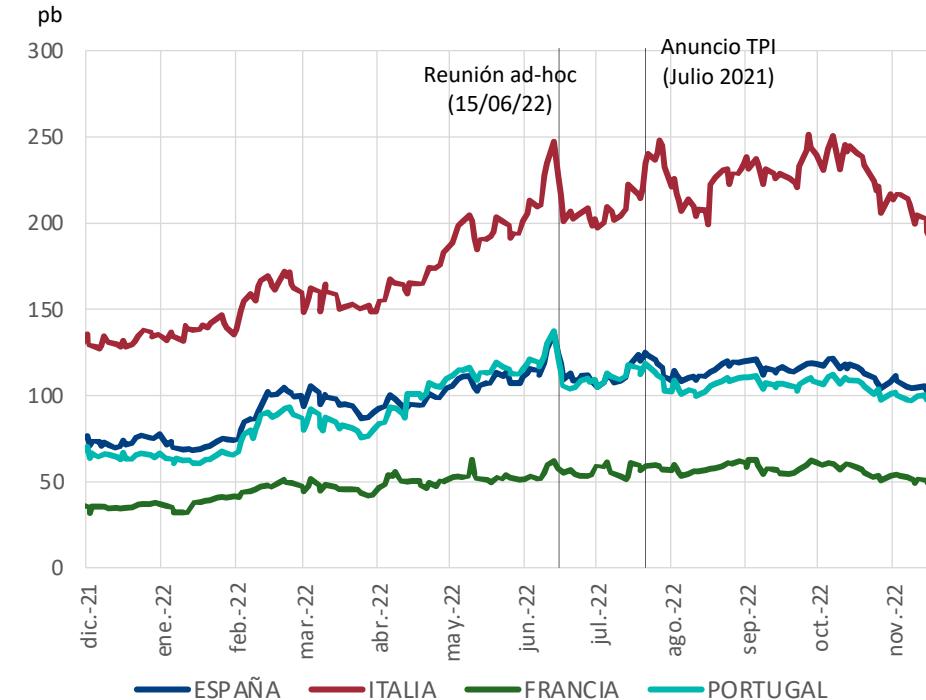
- De cara al futuro, la política de balance dependerá del marco operativo:
 - Sistema «suelo», caracterizado por un amplio exceso de reservas y tipos de interés interbancarios vinculados al DFR;
 - o sistema «pasillo», caracterizado por un balance más pequeño y por la escasez de reservas.

RIESGOS DE FRAGMENTACIÓN FINANCIERA

**UEM: FRAGMENTACIÓN DE LOS MERCADOS DE DEUDA (a)
DESVIACIÓN TÍPICA (b) (01/01/2020 = 100)**



DIFERENCIALES SOBERANOS A 10 AÑOS EN LA ZONA EURO

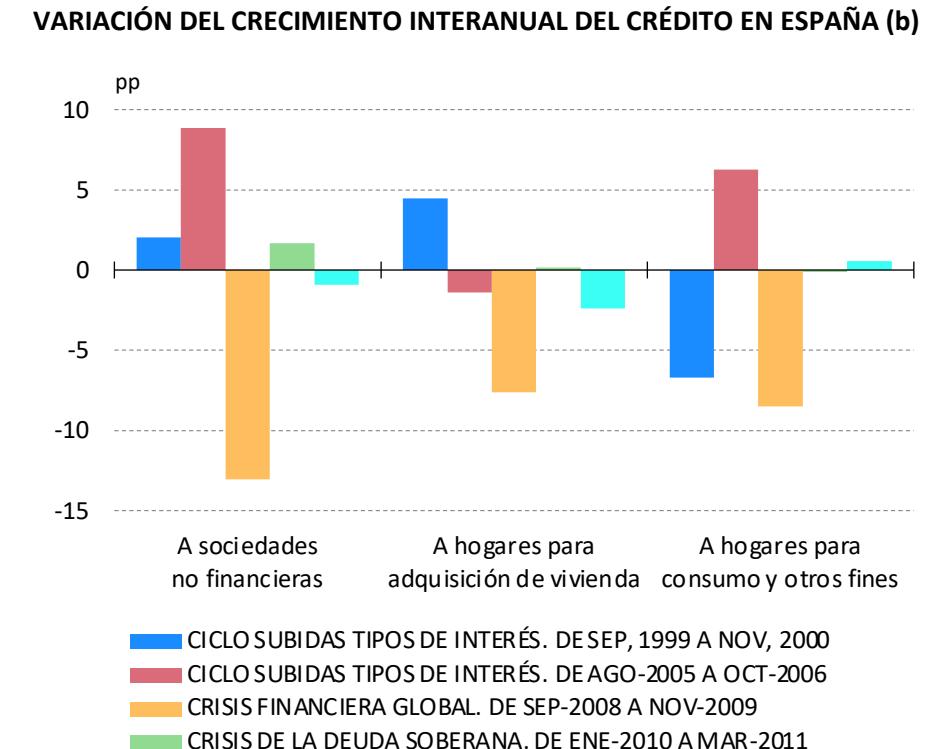
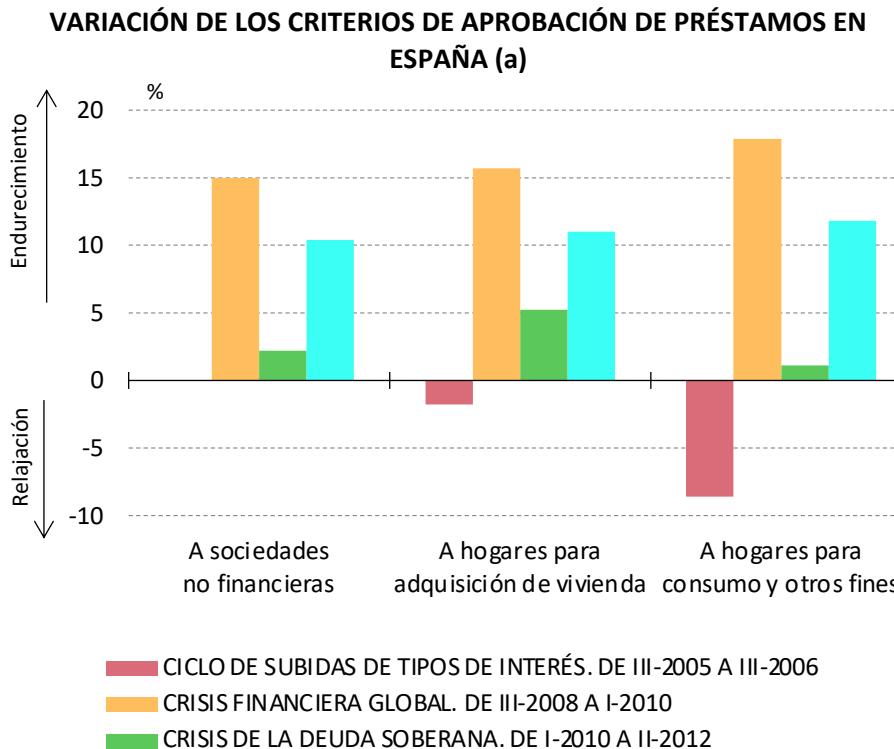


Fuentes: Refinitiv Datastream y elaboración propia (izquierda) Refinitiv Datastream (derecho). Última observación: 16/11/2022.

(a) Países incluidos en los cálculos realizados: Alemania, Francia, Italia, España, Países Bajos, Bélgica, Austria, Irlanda, Finlandia, Portugal, Grecia, Eslovaquia, Eslovenia, Lituania, Chipre y Malta.

(b) Desviación típica de los diferenciales de cada país entre la rentabilidad de su bono a 10 años y la del agregado UEM, calculado como la media ponderada por el PIB de la rentabilidad de los países incluidos

LA OFERTA DE CRÉDITO SE HA CONTRAÍDO Y LOS FLUJOS NETOS DE FINANCIACIÓN HAN PERDIDO DINAMISMO



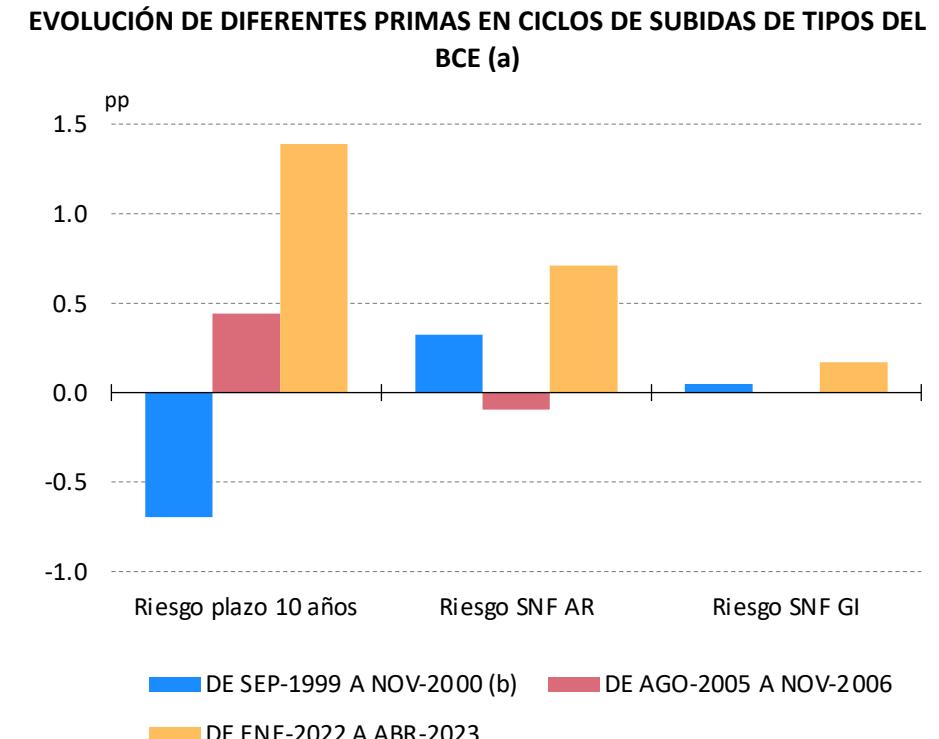
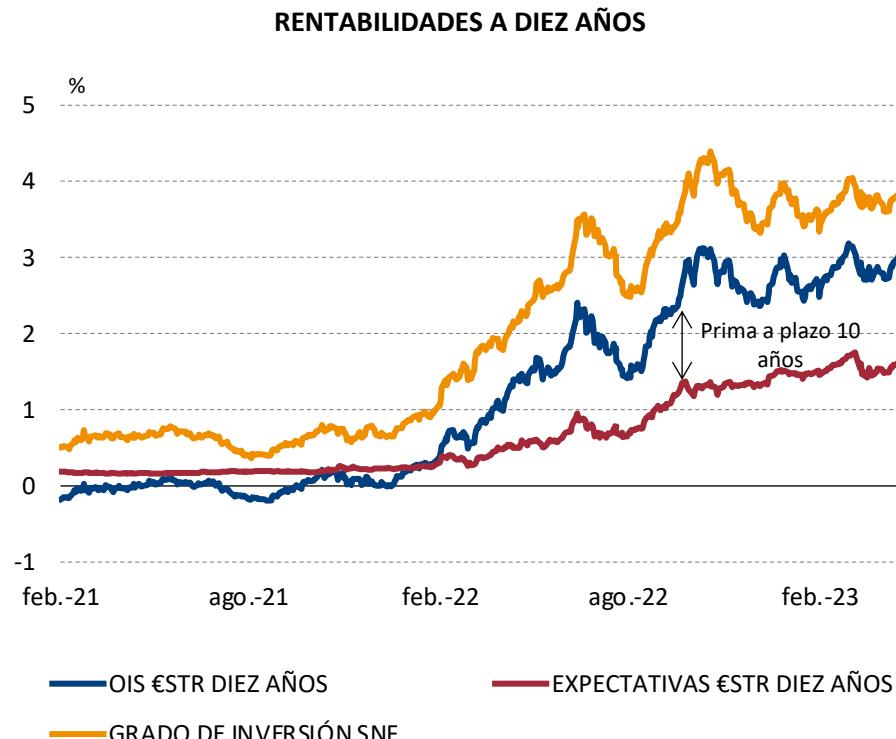
Fuentes: Banco Central Europeo y Banco de España.

(a) Promedio del indicador de difusión del período correspondiente. El indicador de difusión se define como: porcentaje de entidades que han endurecido considerablemente los criterios x 1 + porcentaje de entidades que los han endurecido en cierta medida x 1/2 - porcentaje de entidades que los han relajado en cierta medida x 1/2 - porcentaje de entidades que los han relajado considerablemente x 1.

(b) No incluye crédito titulado.

EL ENDURECIMIENTO DE LA POLÍTICA MONETARIA SE HA TRANSMITIDO A LAS CONDICIONES EN LOS MERCADOS DE CAPITALES

- El aumento de las rentabilidades de largo plazo refleja tanto una revisión al alza de los tipos de interés a corto plazo esperados como del aumento de las primas, especialmente de las primas de plazo.



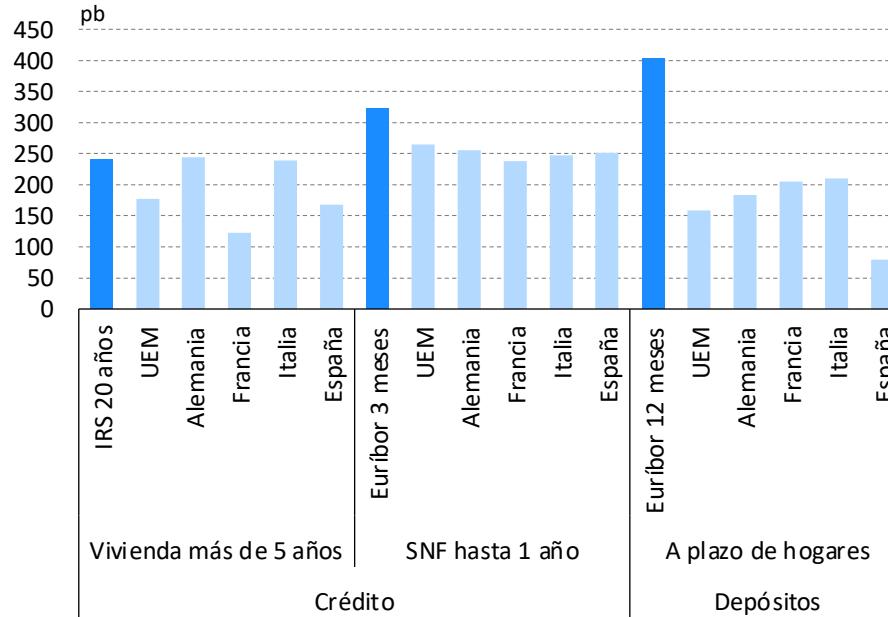
FUENTES: Refinitiv Datastream, Bloomberg Datalicense y Banco de España.

(a) Variación acumulada de las variables en los dieciséis meses de los períodos analizados.

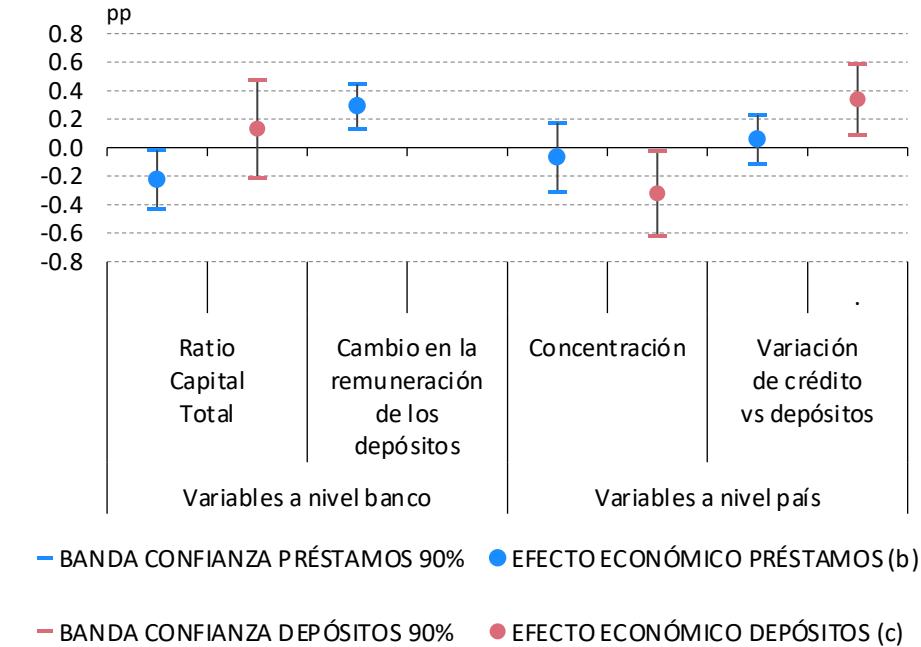
(b) Se utiliza el Bono alemán a diez años en los cálculos de las Primas a Plazo y del Riesgo Bancario a diez años. El ciclo de subidas que comenzó en 1999 finaliza en noviembre del año 2000 ya que a partir de esa fecha empieza a haber expectativas de descenso de tipos.

ELEVADA HETEROGENEIDAD ENTRE PAÍSES DE LA UEM EN EL CANAL BANCARIO, CONDICIONADA POR CARACTERÍSTICAS DE LOS BANCOS Y DEL SISTEMA BANCARIO

VARIACIÓN DEL COSTE DE LAS NUEVAS OPERACIONES Y DEL TIPO DE INTERÉS DE MERCADO ENTRE DICIEMBRE 2021 Y FEBRERO 2023 (a)



DETERMINANTES DE LA VARIACIÓN EN LOS TIPOS DE INTERÉS DE LAS NUEVAS OPERACIONES HIPOTECARIAS Y DE LOS DEPÓSITOS DE HOGARES

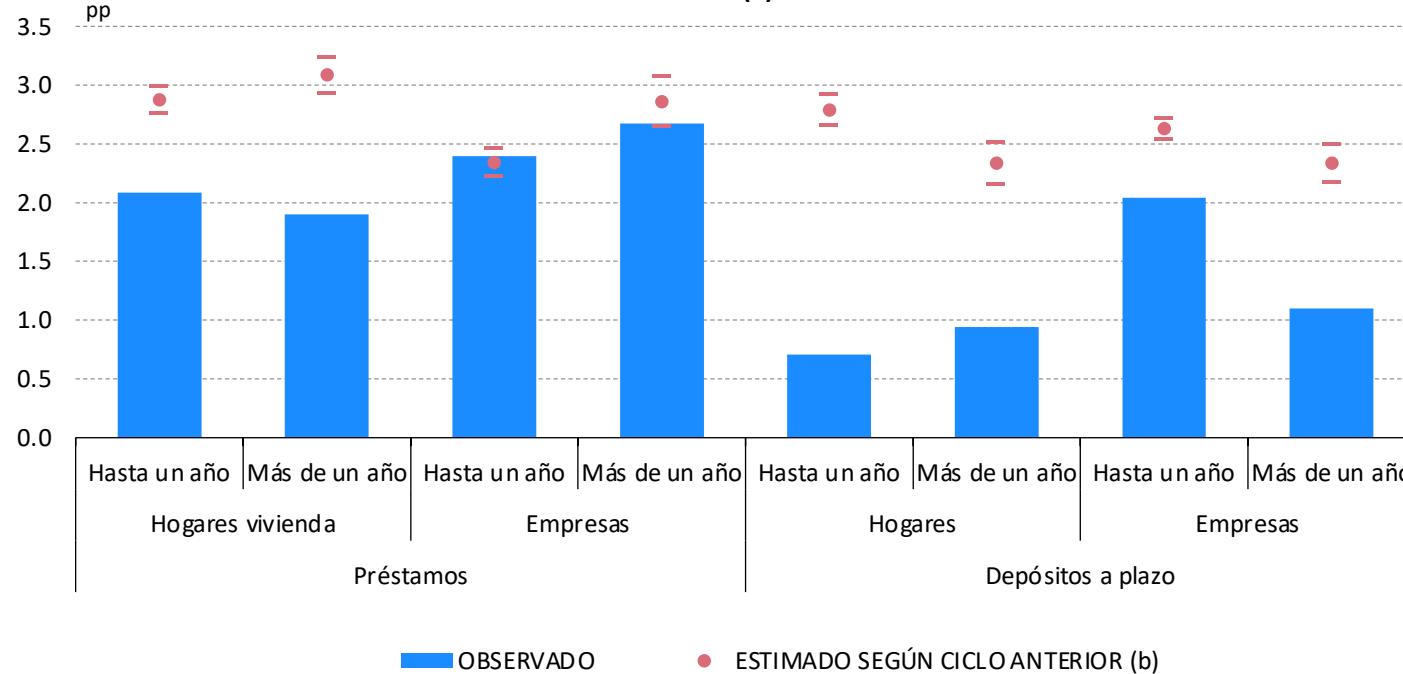


FUENTES: Banco de España, Banco Central Europeo, Refinitiv Datastream y cálculos propios.

- (a) Tipos efectivos definición restringida (TEDR) y están ajustados por componente estacional e irregular. El plazo indica frecuencia con la que se revisa el tipo de interés del crédito formalizado.
- (b) Efecto económico derivado de un análisis de regresión a nivel banco en el que la variable dependiente es el cambio en el tipo de interés mensual medio de las nuevas operaciones de crédito hipotecario con revisión del tipo de interés a más de cinco años entre septiembre y diciembre de 2022 y la media de los mismos meses de 2021.
- (c) Efecto económico derivado de un análisis de regresión a nivel banco en el que la variable dependiente es el cambio en la remuneración mensual media de los depósitos a plazo con vencimiento inferior a dos años entre septiembre y diciembre de 2022 y la media de los mismos meses de 2021.

CANAL BANCARIO: LAS ENTIDADES DE CRÉDITO EN ESPAÑA HAN IDO TRASLADANDO GRADUALMENTE LOS AUMENTOS DE LOS TIPOS DE INTERÉS DE MERCADO A LOS NUEVOS CRÉDITOS Y DEPÓSITOS

VARIACIÓN ACUMULADA DE LOS TIPOS DE INTERÉS BANCARIOS DESDE DICIEMBRE DE 2021 HASTA FEBRERO DE 2023.
ESPAÑA (a)

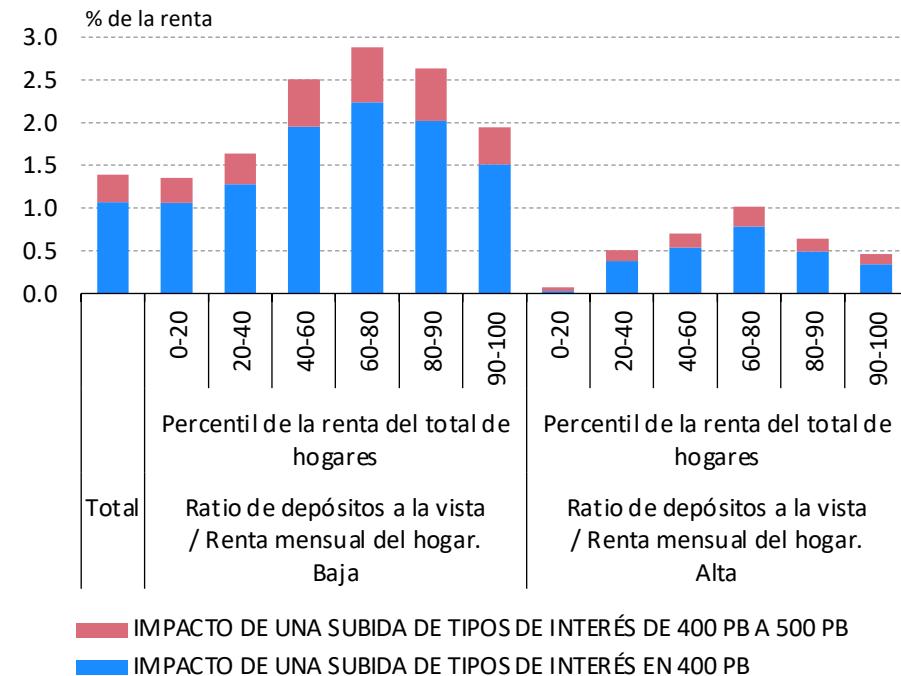


Fuentes: Banco de España, Banco Central Europeo y Refinitiv Datastream.

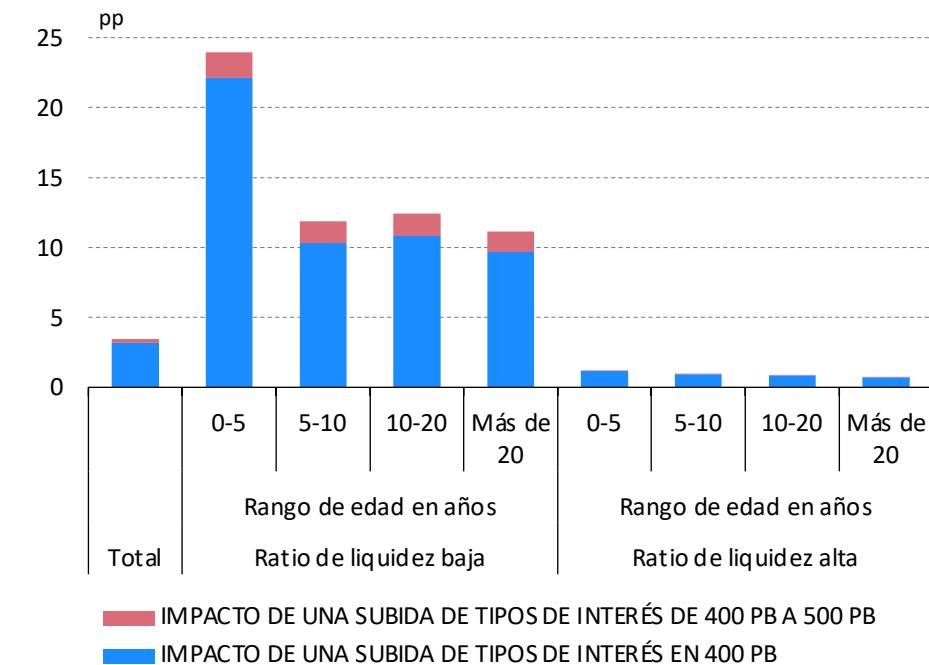
- (a) Los tipos de interés son TEDR, por lo que excluyen gastos conexos, como primas por seguros de amortización y comisiones, y están ajustados por estacionalidad y componente irregular (alteraciones sin una pauta periódica ni tendencial reconocible). El plazo se refiere a la frecuencia con la que se revisa el tipo de interés.
- (b) Tipo de interés bancario que resultaría si la evolución observada del tipo de interés de mercado entre enero de 2022 y febrero de 2023 se hubiera trasladado a los tipos de interés bancarios de forma similar a lo registrado en períodos pasados, de acuerdo con el patrón histórico capturado por los resultados de un modelo estándar de corrección de error estimado entre enero de 2003 y agosto de 2007. Las líneas horizontales recogen las bandas de confianza.

EL CANAL RENTA ES TAMBIÉN MUY HETEROGÉNEO DENTRO DE LOS HOGARES Y LAS EMPRESAS EN ESPAÑA

AUMENTO DEL GASTO FINANCIERO NETO DE LOS HOGARES ASOCIADO A LA SUBIDA DE LOS TIPOS DE INTERÉS



AUMENTO ESTIMADO DE LA CARGA FINANCIERA MEDIANA POR LA SUBIDA DE LOS TIPOS DE INTERÉS



FUENTES: Banco de España y Encuesta Financiera de las Familias (2020).