

La Política Monetària a la Pràctica

Jordi Galí

Macroeconomia Avançada II

Universitat Pompeu Fabra

Juny 2017

El Banc Central Europeu

- BCE, Eurosistema i Sistema Europeu de Bancs Centrals
- Membres àrea euro: 19
 - 11 membres inicials (1999)
 - Ampliacions: Grècia (2001), Eslovènia (2007), Xipre i Malta (2008), Eslovàquia (2009), Estònia (2011), Letònia (2014), Lituània (2015)
 - Regne Unit i Dinamarca: clàusula “opt-out”

- “Criteris de Convergència”
 - Inflació $< 1.5\%$ + promig tres membres amb inflació més baixa
 - Dèficit/PIB $< 3\%$
 - Deute/PIB $< 60\%$ (o apropant-se)
 - Tipus de canvi: dos anys al ERM II sense devaluacions
 - Tipus d’interès a llarg termini $< 2\%$ + promig tres membres amb inflació més baixa
- BCE: Òrgans de decisió
 - Comitè executiu (6 membres: P+VP+4)
 - Consell de Govern: CE + BCN Euro
 - Des de Gener 2015: rotació drets de vot (4/5,11/14)
 - Consell General: CE + BCN UE

- Mandat del BCE (Tractat Art. 127):
 - Objectiu primari: estabilitat de preus
 - Sense perjudici d'aquest, recolzar polítiques que contribueixin als objectius UE (Art. 3): creixement sostenible.
estabilitat preus, economia social de mercat altament competitiva, plena ocupació...
 - Inicialment no atorga competències directes de supervisió i regulació financera
 - “seguiment” riscos estabilitat financera àrea euro
 - garantir liquiditat en cas de xocs financers
 - sistema de pagaments
- Unió Bancària Europea
 - Nov. 2014: BCE “supervisor bancari únic” zona euro
 - Altres àmbits: resolució bancs, assegurança de dipòsits

- Estratègia de Política Monetària (Octubre 1998)
 - Definició quantitativa estabilitat de preus: augment anual IPC-H àrea euro < 2%, a assolir en el mig termini.
 - Revisió 2003: per sota, però a prop, del 2%
 - Anàlisi dels riscos a l'estabilitat de preus basat en “dos pilars”:
 - Anàlisi monetària
 - fins al 2003: “paper prominent del diner”, reflectit en un valor de referència per al creixement de M3 (4.5%).
 - revisió 2003: passa a ser “segon pilar,” perspectiva de mig i llarg termini.
 - Anàlisi econòmica: factors que afecten la inflació a curt termini
 - activitat, demanda, mercat treball, tipus de canvi, política fiscal,...
 - projeccions, SPF
 - “Cross-checking”

Taxa de Creixement de M3: Àrea Euro

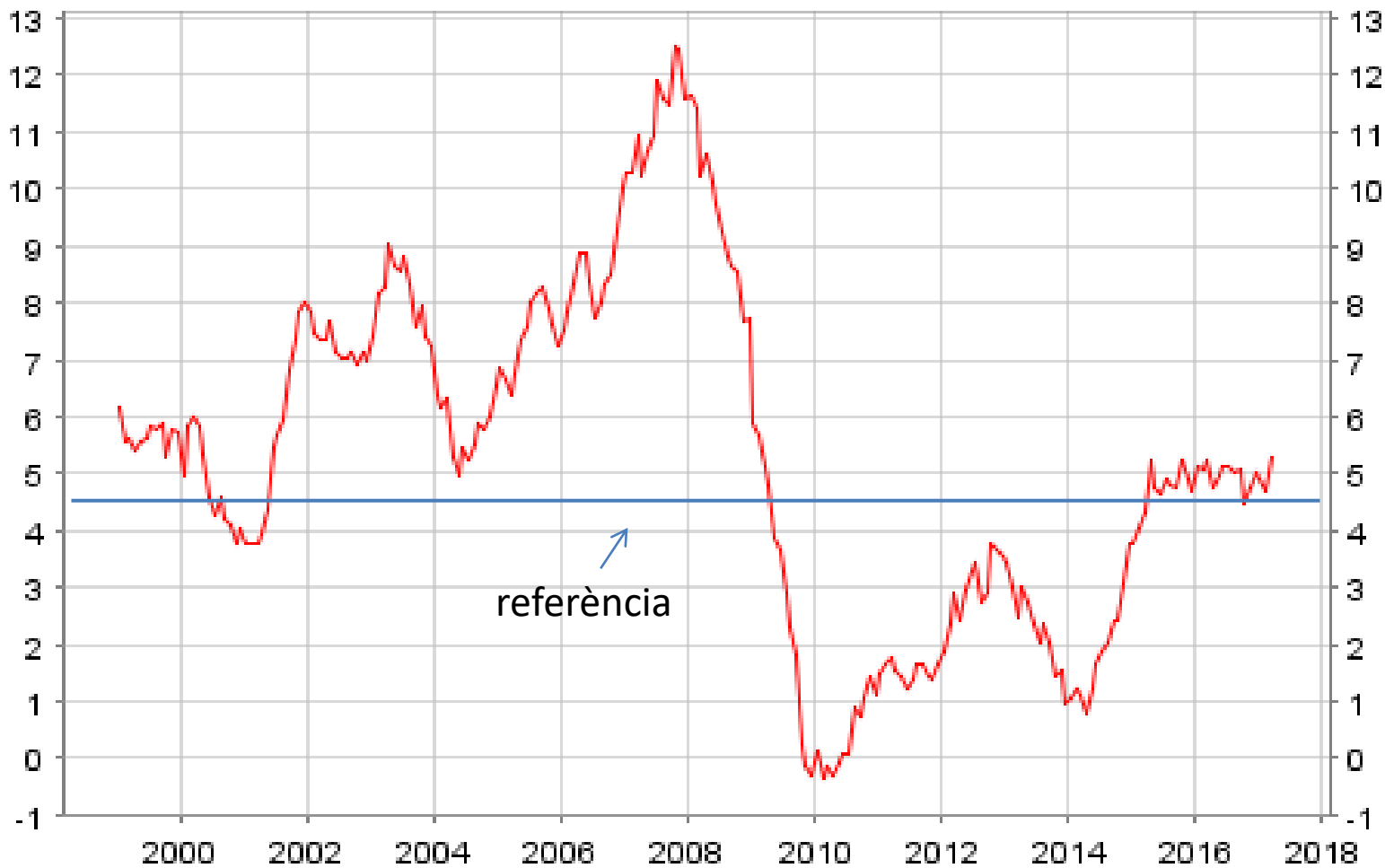
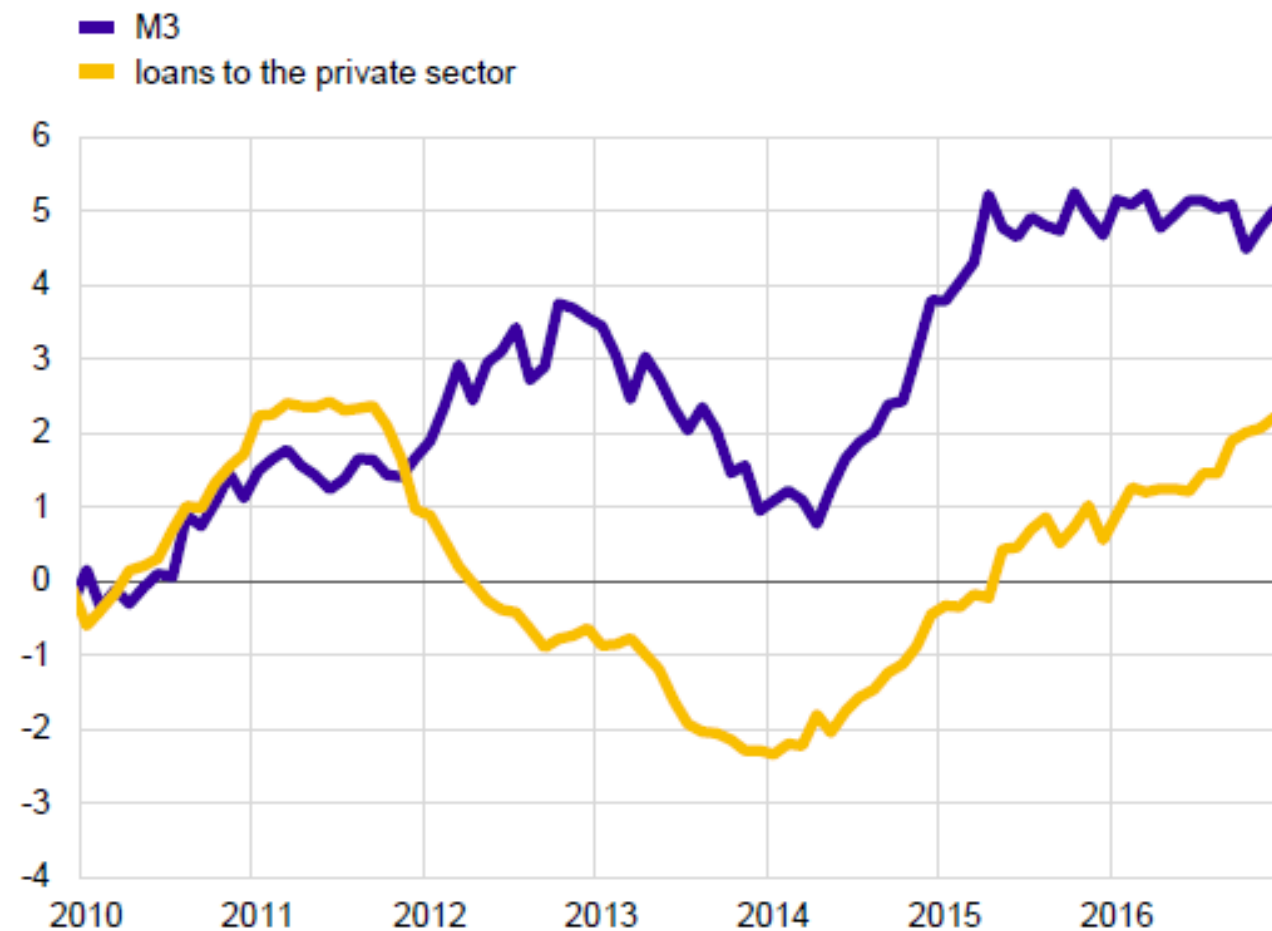


Chart 17

M3 and loans to the private sector

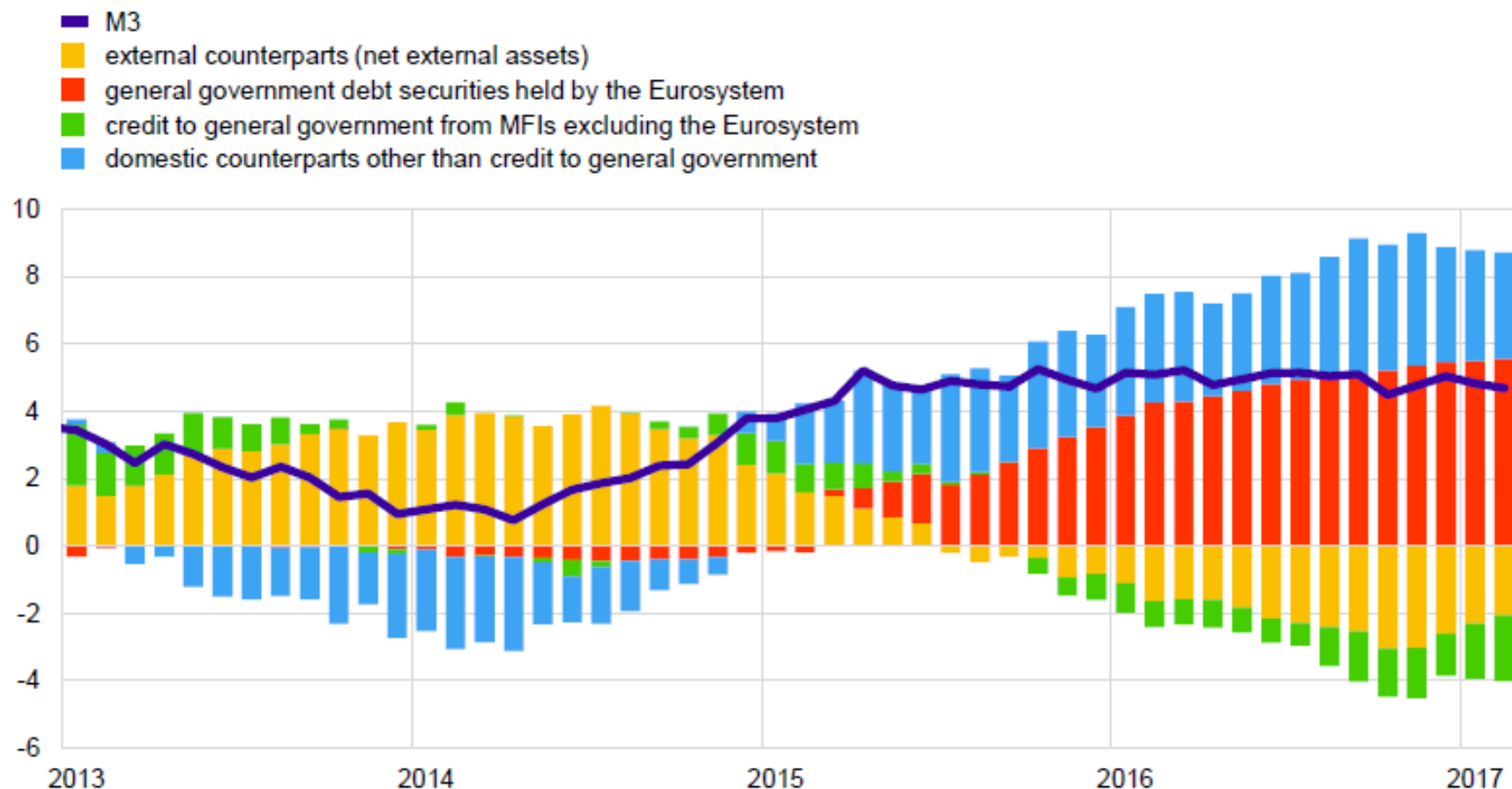
(annual percentage changes)



Source: ECB.

M3 and its counterparts

(annual percentage changes, percentage point contributions)



Source: ECB.

Notes: "Domestic counterparts other than credit to general government" includes MFIs' longer-term financial liabilities (including capital and reserves), MFI credit to the private sector and other counterparts. The latest observation is for February 2017.

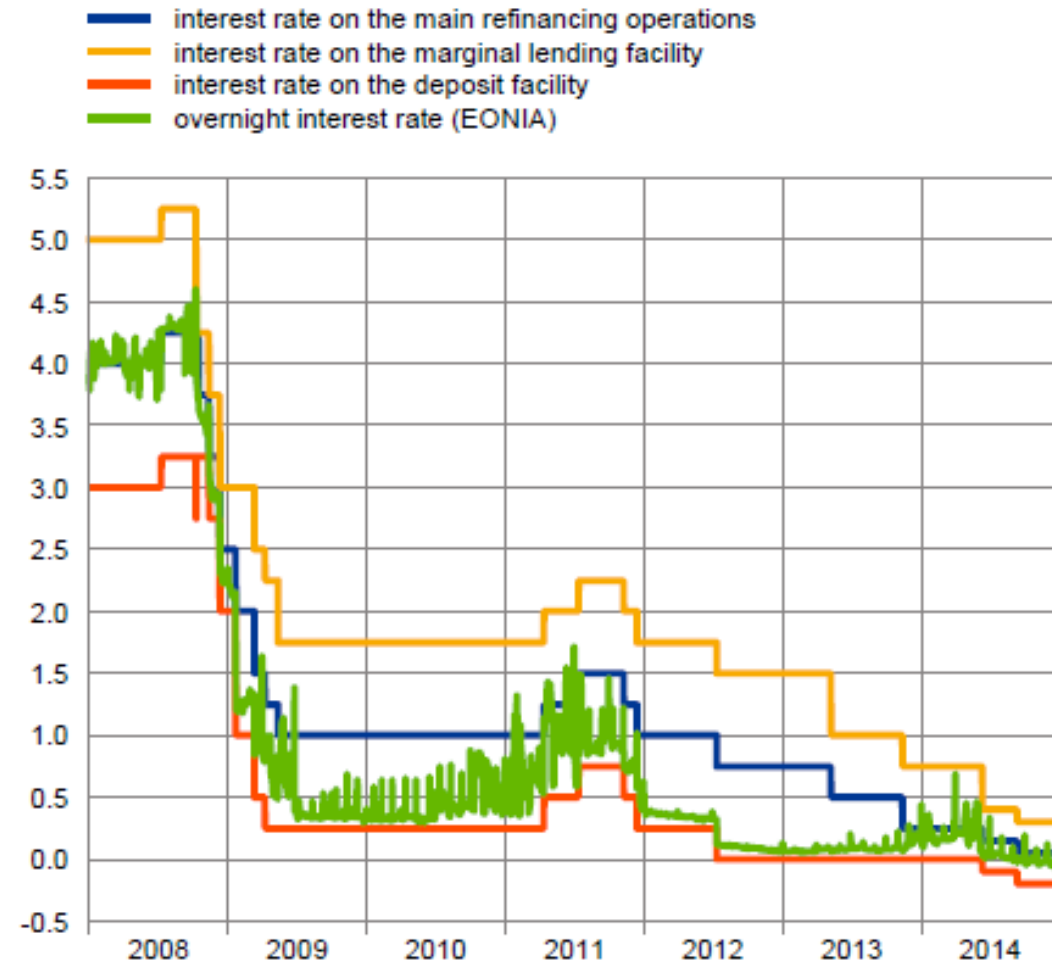
Implementació

- “Main Refinancing Operations”(MRO)
 - “repo” a una setmana
 - tipus oficial = tipus mínim a la subhasta
 - des d’octubre 2008: tipus fix, “assignació plena” (Juny 2016: 0%)
- Longer-Term Refinancing Operations (LTRO)
 - des de tres mesos fins a tres anys
- Marginal lending facility (oficial + 1% -> +0.25%)
- Marginal deposit facility (oficial – 1% -> -0.25% -> -0.4%)

Chart 23

ECB interest rates and the overnight interest rate

(percentages per annum; daily data)



Sources: ECB and Thomson Reuters.

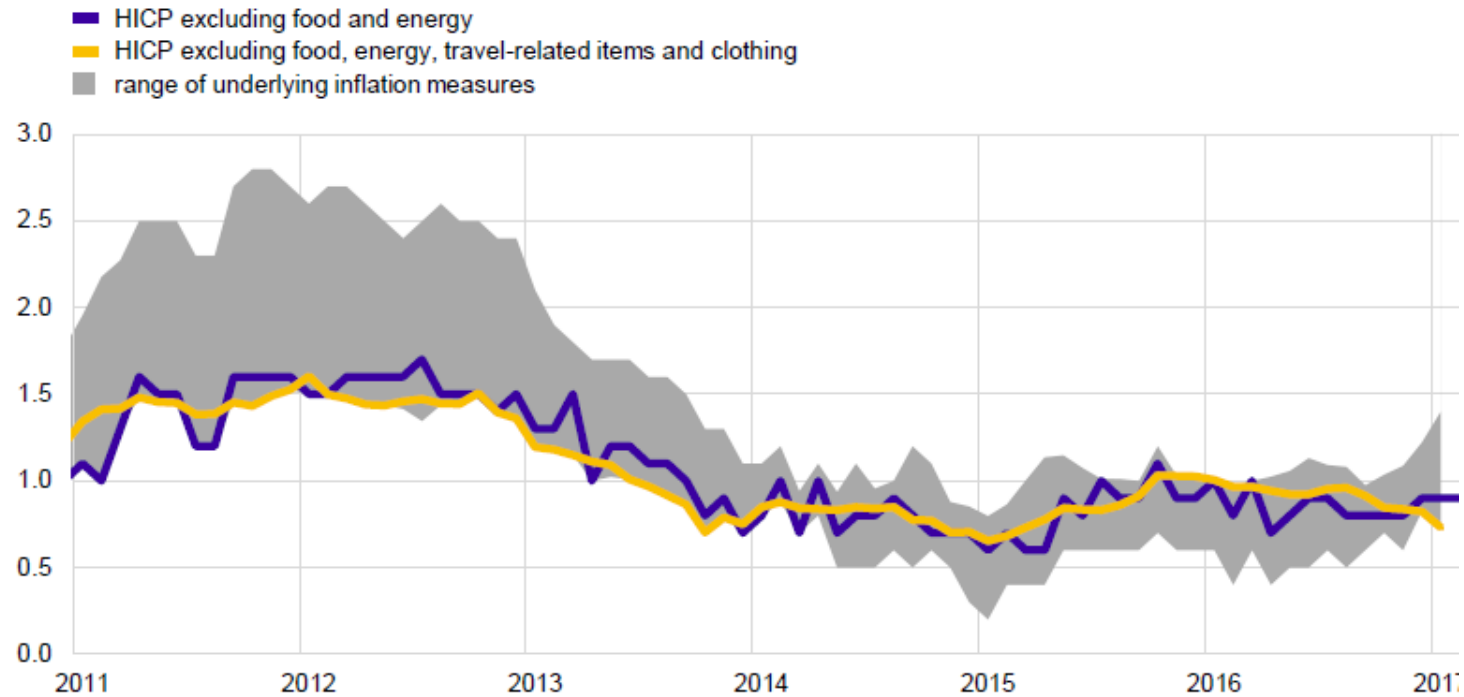
Resultats: Inflació (I)



Resultats: Inflació (II)

Measures of underlying inflation

(annual percentage changes)



Sources: Eurostat and ECB calculations.

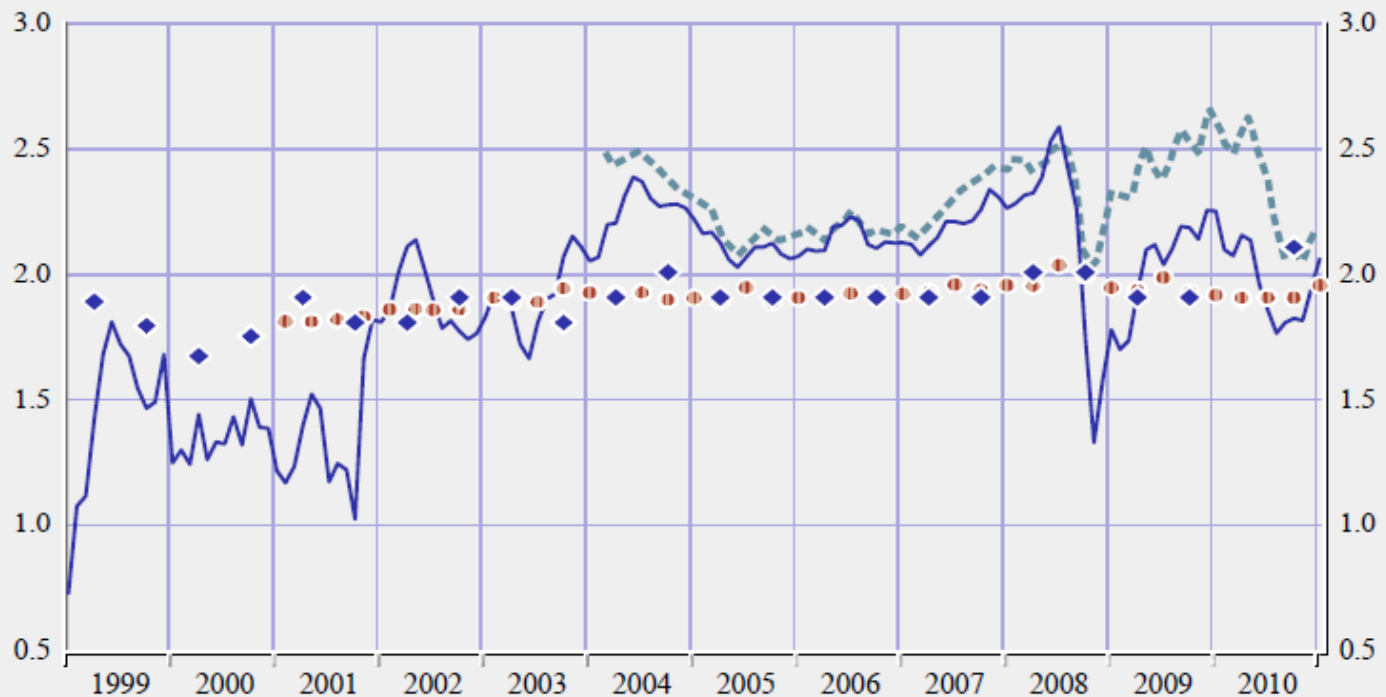
Notes: The range of underlying measures includes the following: HICP excluding energy; HICP excluding unprocessed food and energy; HICP excluding food and energy; HICP excluding food, energy, travel-related items and clothing; the 10% trimmed mean; the 30% trimmed mean; the median of the HICP; and a measure based on a dynamic factor model. The latest observations are for February 2017 (HICP excluding food and energy) and January 2017 (all other measures).

Resultats: Expectatives Inflació

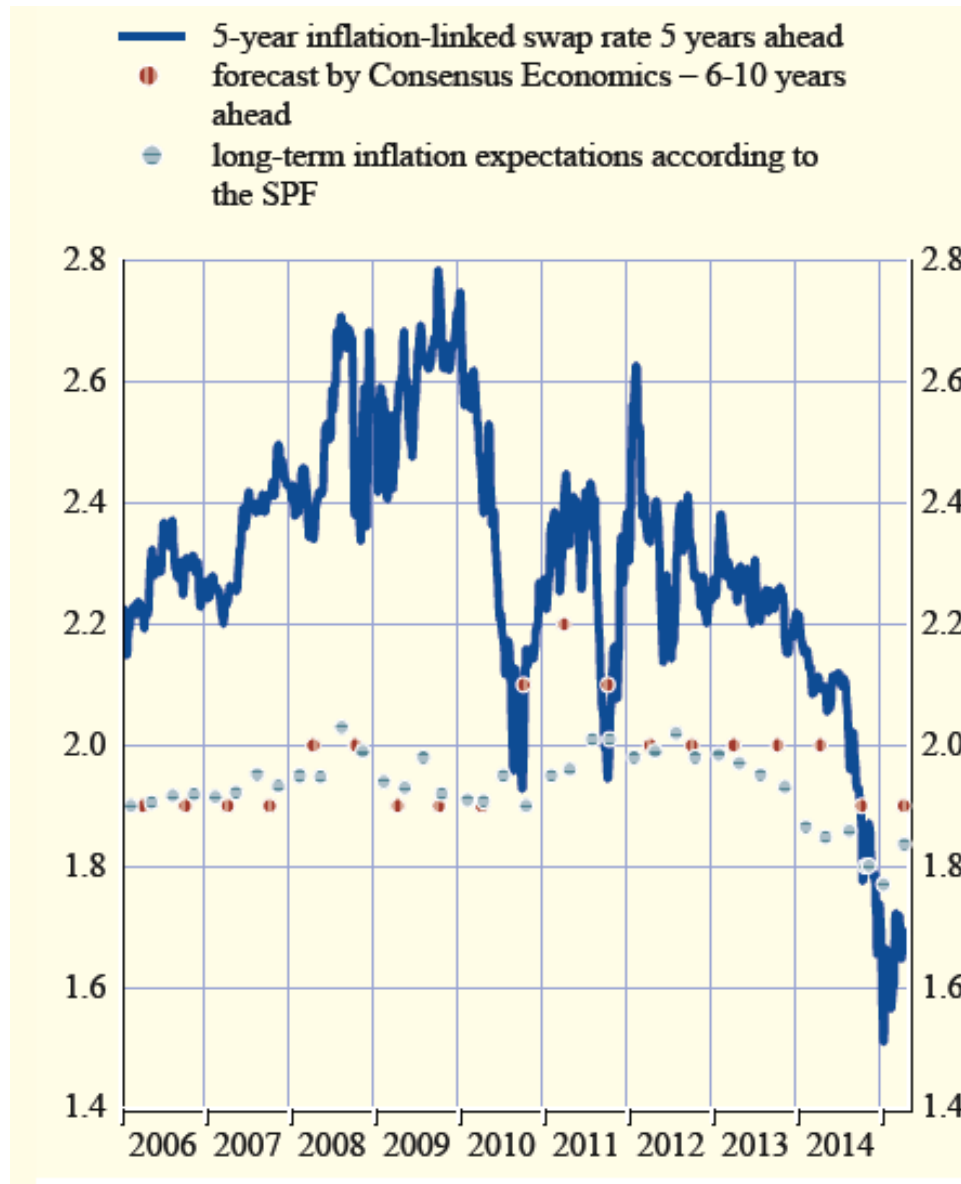
Chart 5.7 Indicators of long-term inflation expectations in the euro area

(annual percentage changes)

- ◆ Consensus Economics ¹⁾
- SPF five-years-ahead ²⁾
- five-year forward break-even inflation rate five years ahead ³⁾
- ten-year break-even inflation rate ^{3), 4)}



Resultats: Expectatives Inflació

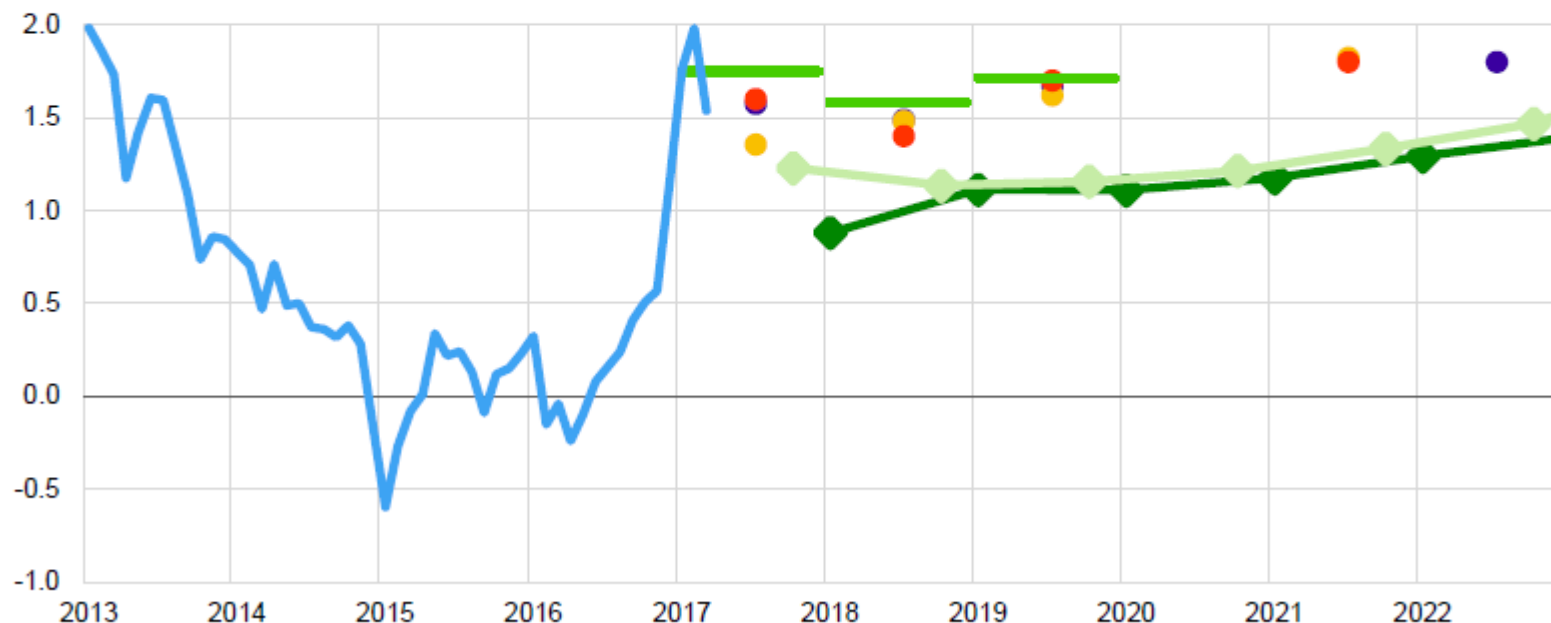


Resultats: Expectatives Inflació

Market and survey-based measures of inflation expectations

(annual percentage changes)

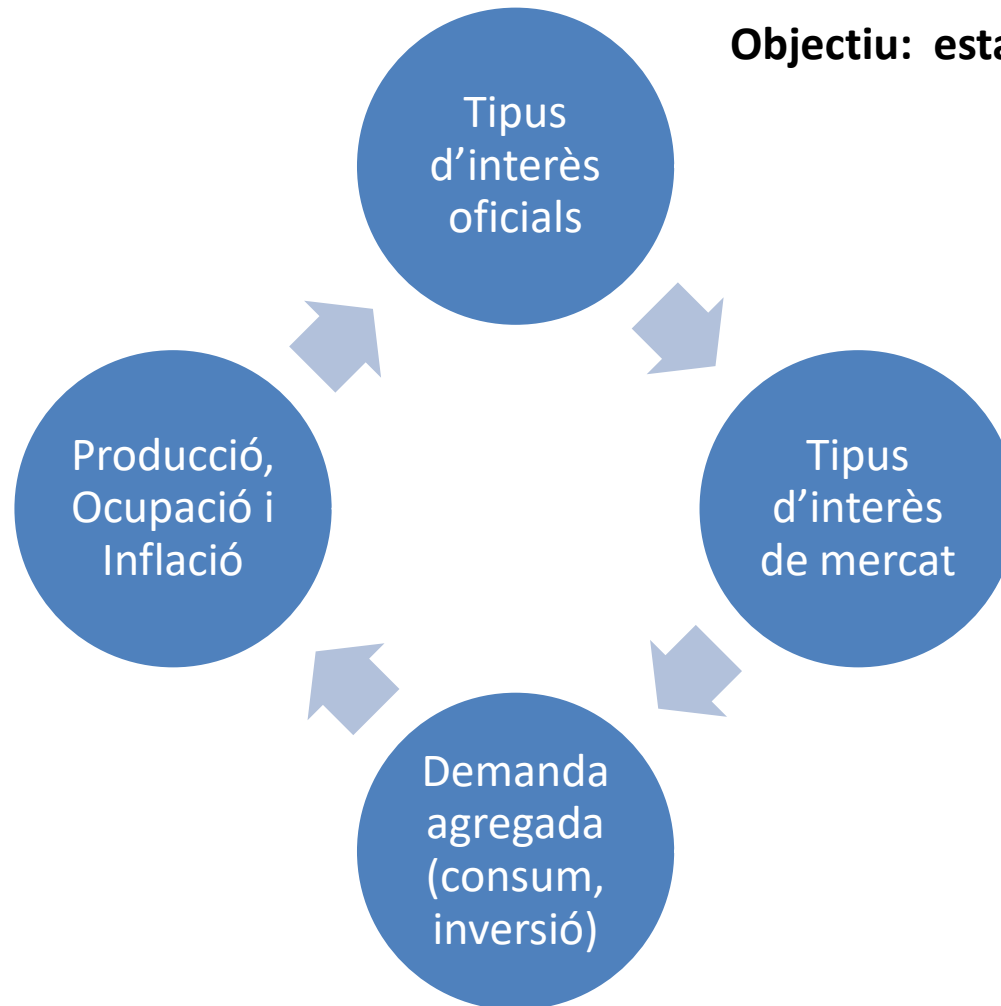
- SPF Q2 2017
- SPF Q1 2017
- Consensus Economics forecasts (April 2017)
- ECB staff macroeconomic projections (March 2017)
- ◆ market-based measures of inflation expectations (April 2017)
- ◆ market-based measures of inflation expectations (January 2017)
- HICP



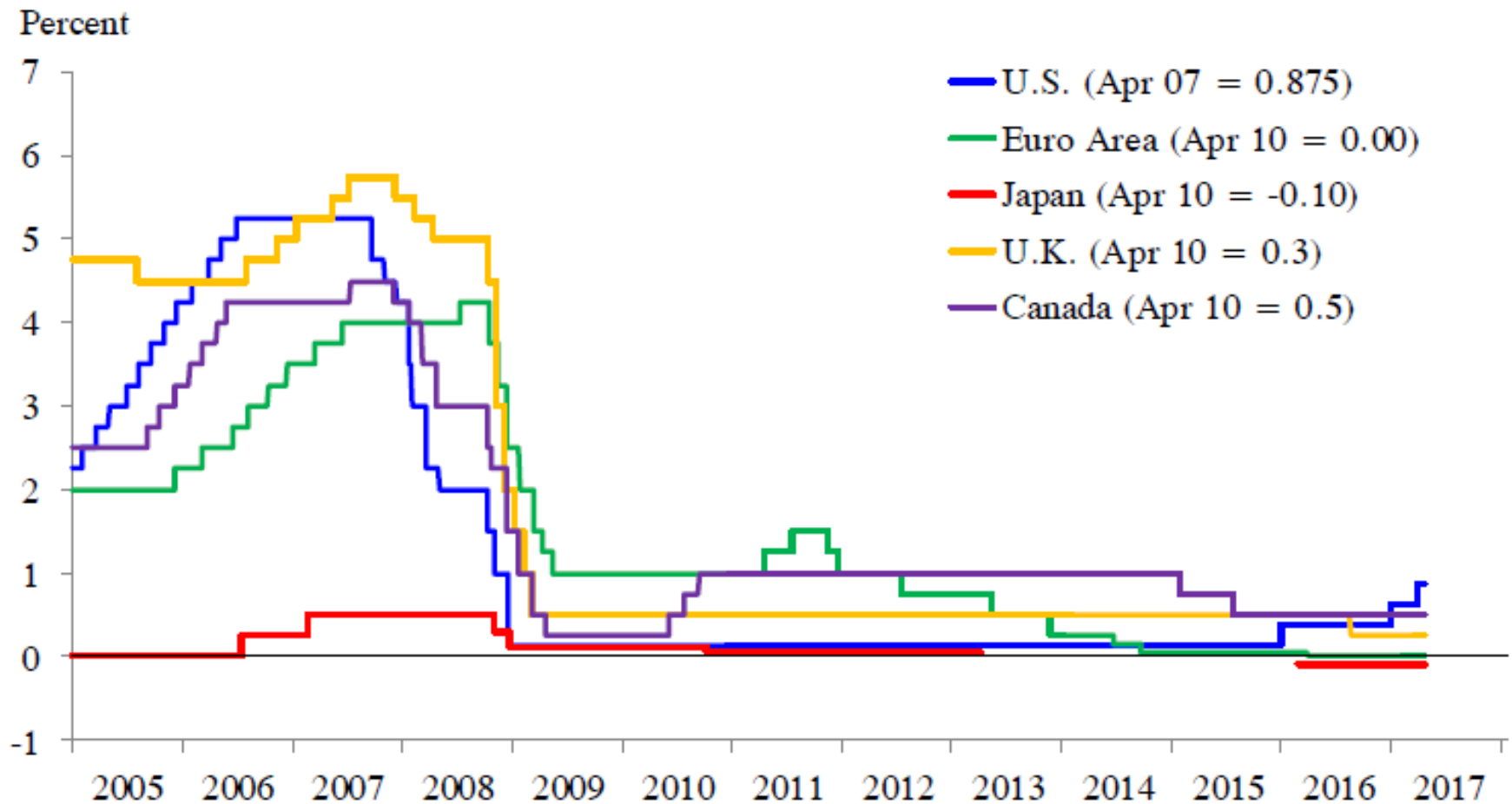
La Reserva Federal

- Federal Open Market Committee:
 - 7 Governadors (Chairman+VC +5)
 - 5/12 Presidents de Feds Regionals (NY fix)
- “Mandat Dual” (Federal Reserve Act):
 - màxima ocupació
 - estabilitat de preus (des de Gener 2012: 2%)
- Implementació
 - operacions de mercat obert

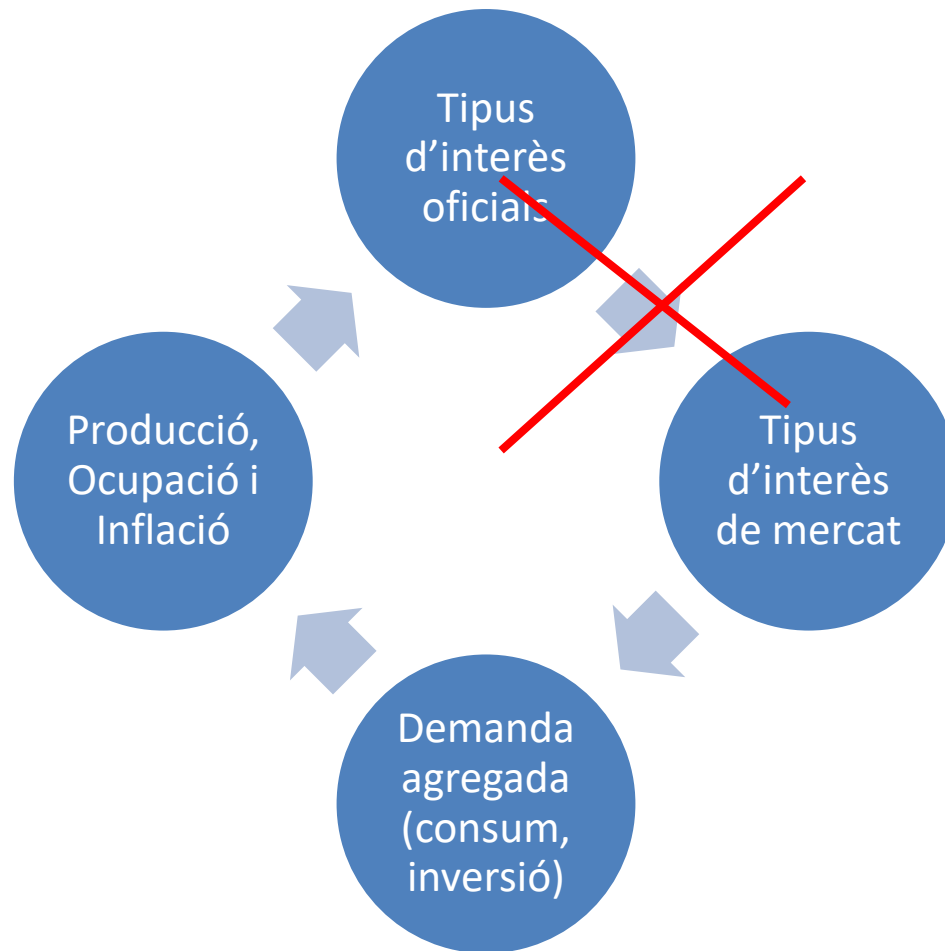
La Política Monetària en “Temps Normals”



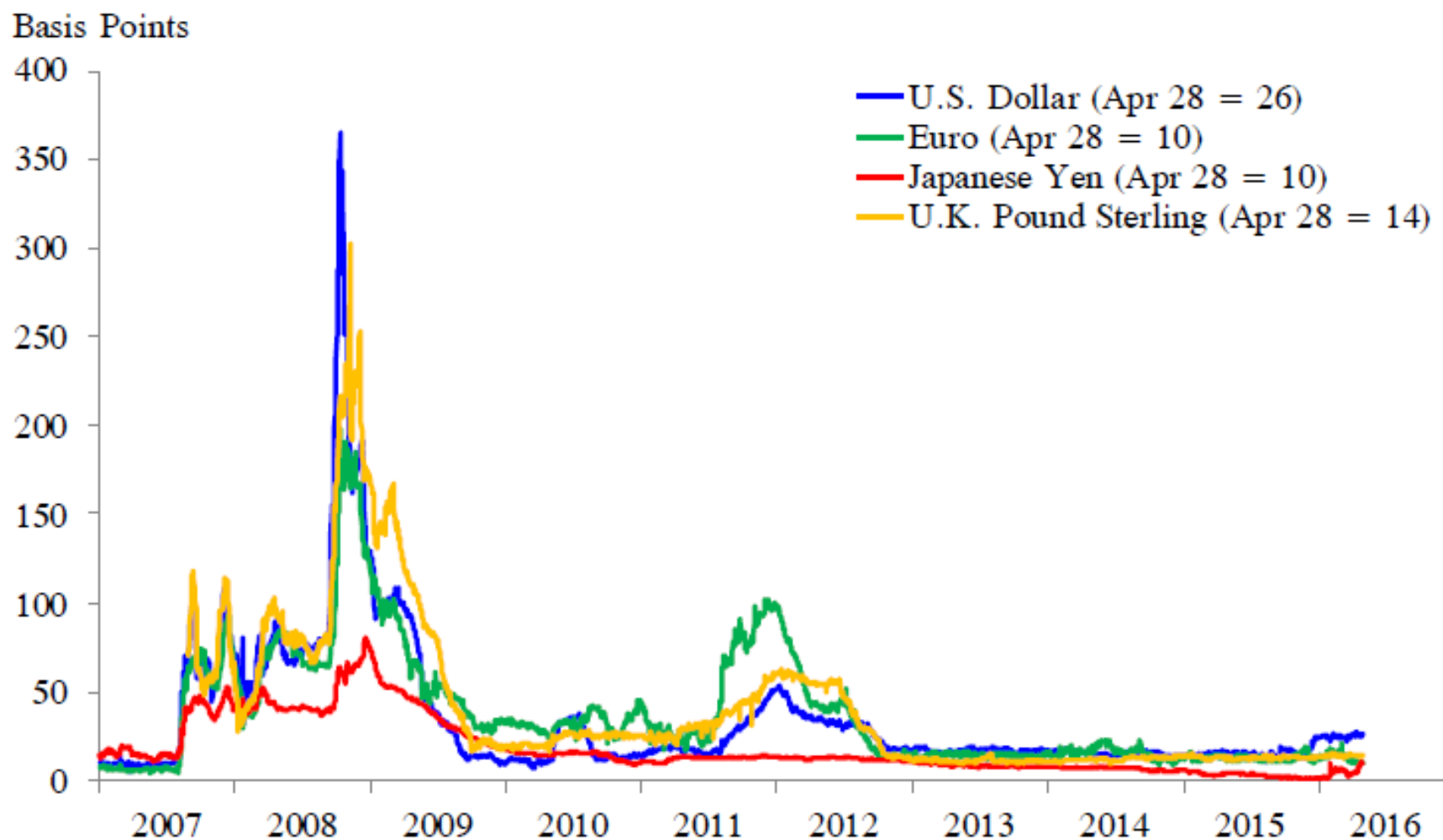
La Política Monetària durant la Crisi: Resposta dels Bancs Central (Tipus Oficials)



La Política Monetària durant la Crisi



Diferencials tipus d'interès en el mercat monetari: Euribor - OIS

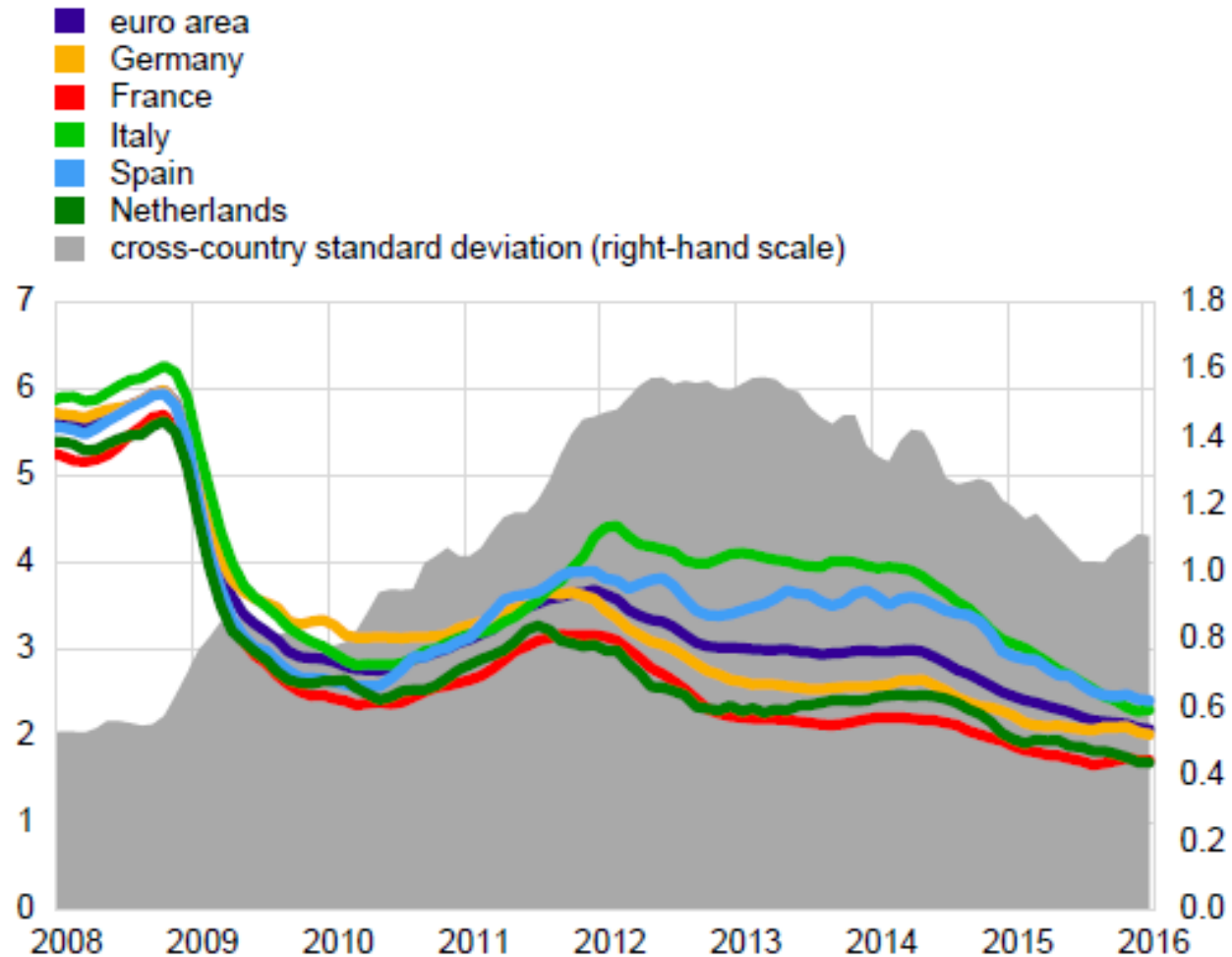


NOTE: The chart plots the spread, or difference, between 3-month interbank offered rates (Libor for the dollar, yen and pound sterling; Euribor for the euro) and the overnight index swap rate for each currency.

Tipus d'interès crèdit bancari

Composite lending rates for NFCs

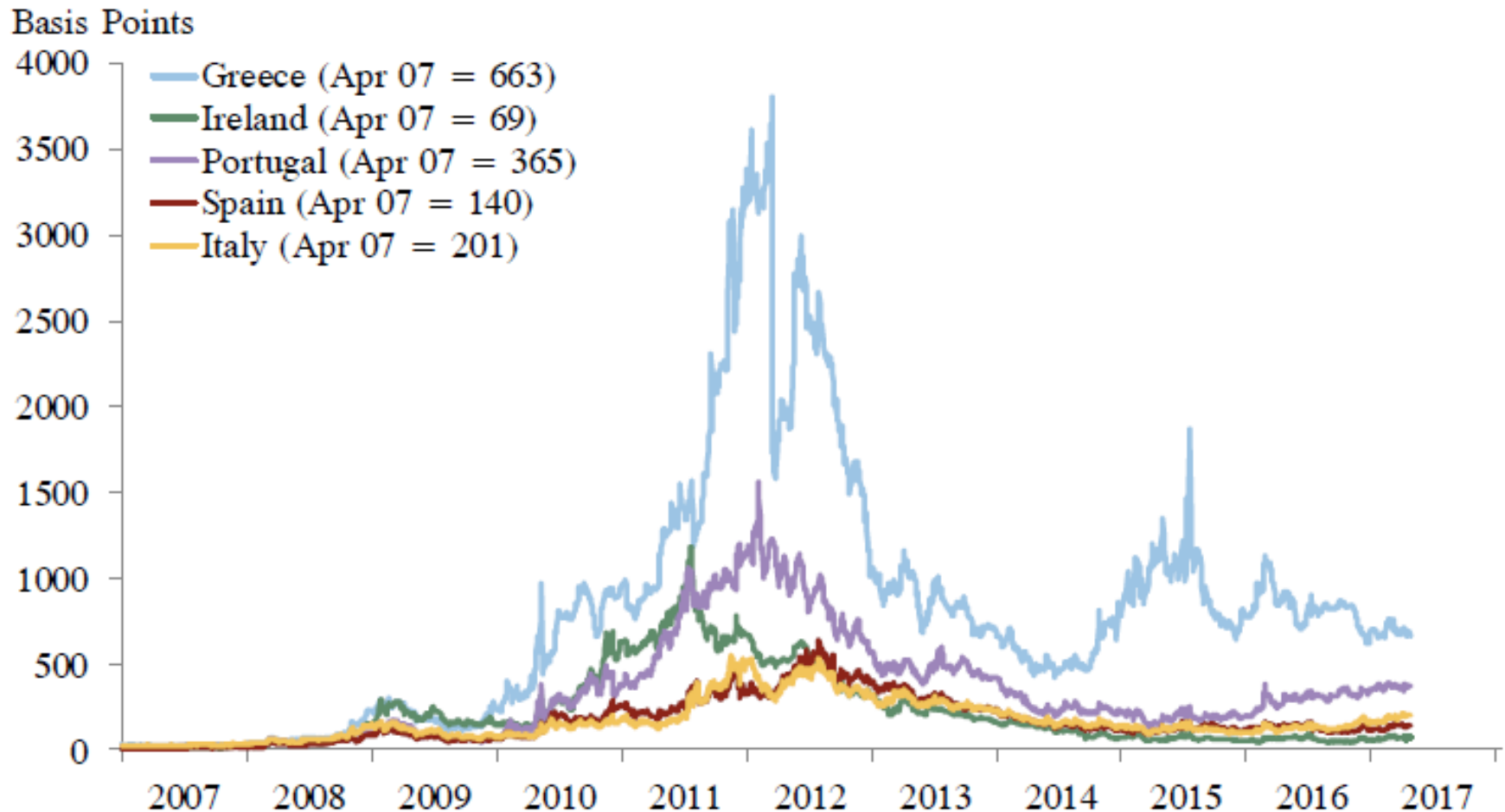
(percentages per annum; three-month moving averages)



Source: ECB

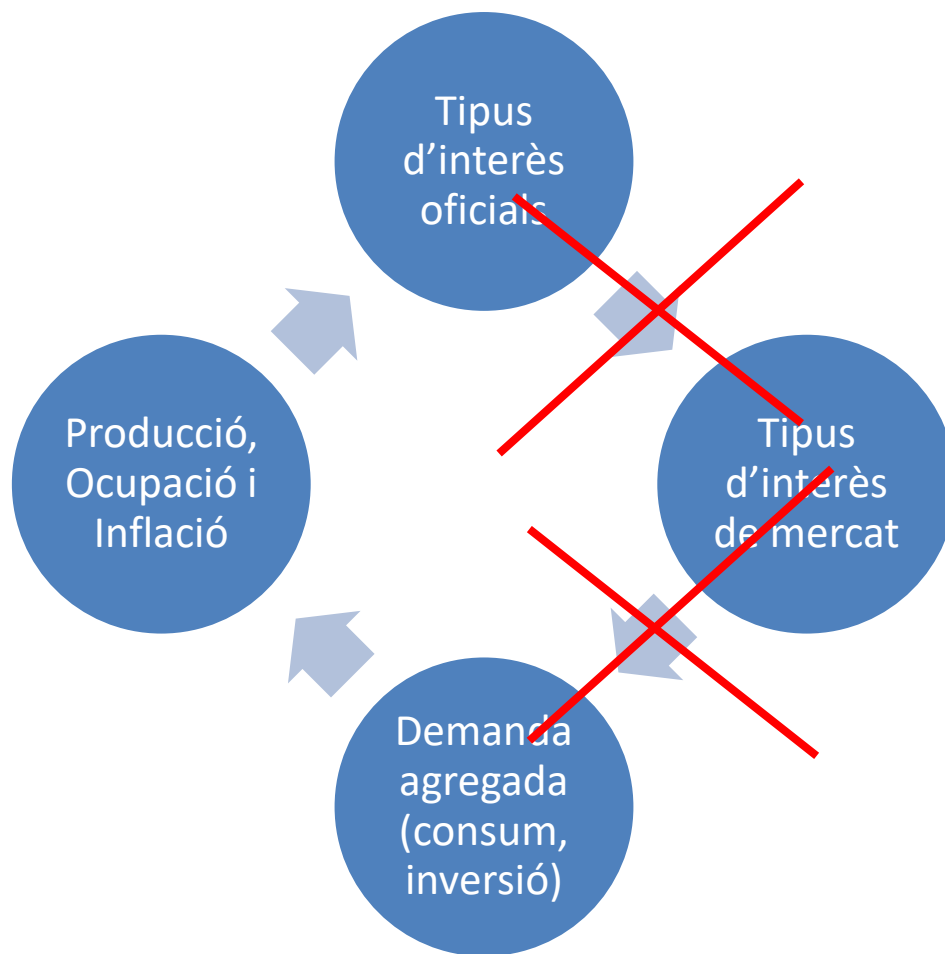
Font: ECB, Economic Bulletin

Diferencials tipus d'interès deute públic europeu



NOTE: The chart shows the spread, or difference, in interest rates between 10-year government bonds for various countries and German 10-year government bonds.

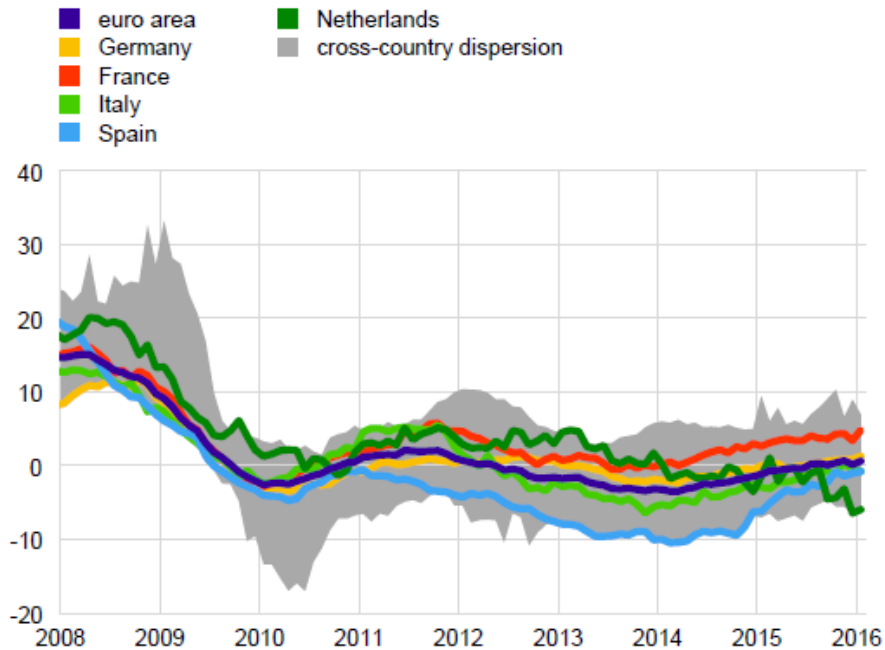
La Política Monetària durant la Crisi



Taxa de Creixement del Crèdit a la Zona Euro

MFI loans to NFCs in selected euro area countries

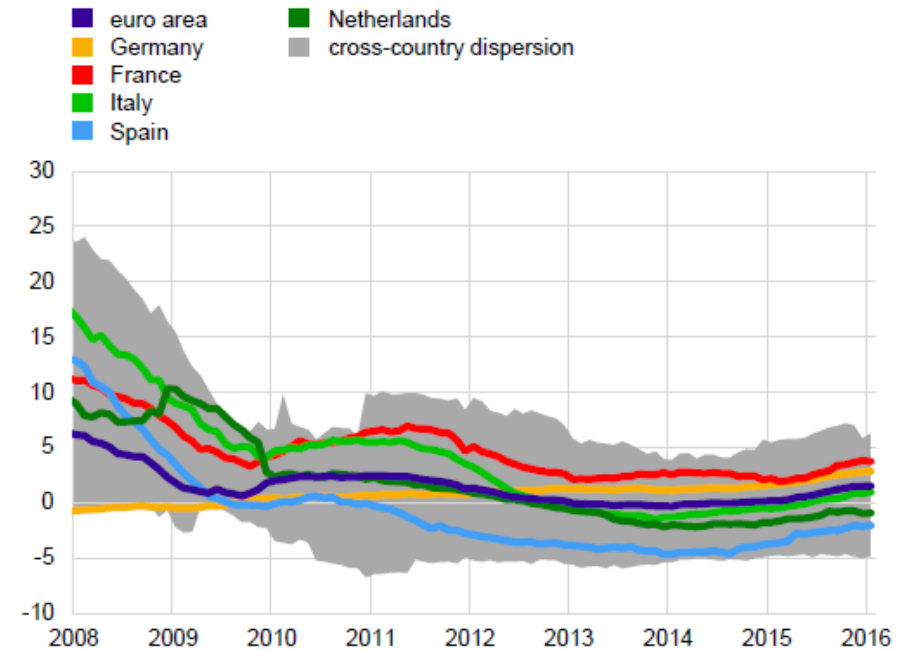
(annual percentage changes)



Source: ECB.

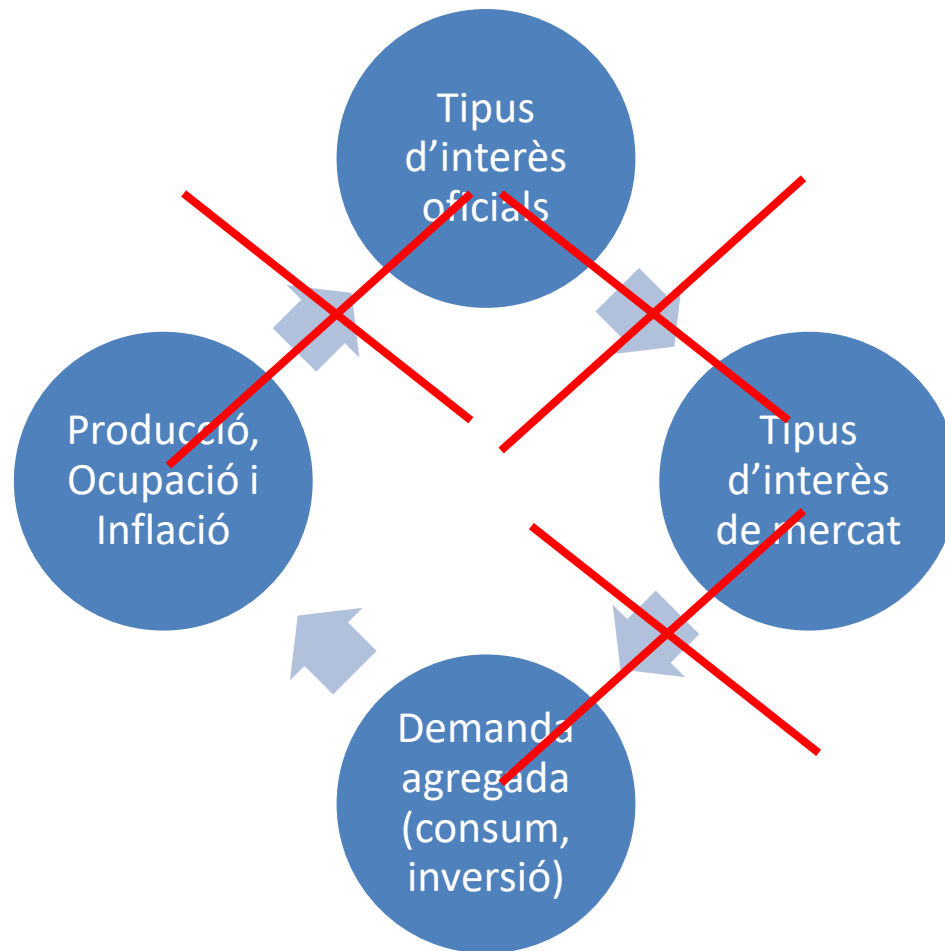
MFI loans to households in selected euro area countries

(annual percentage changes)

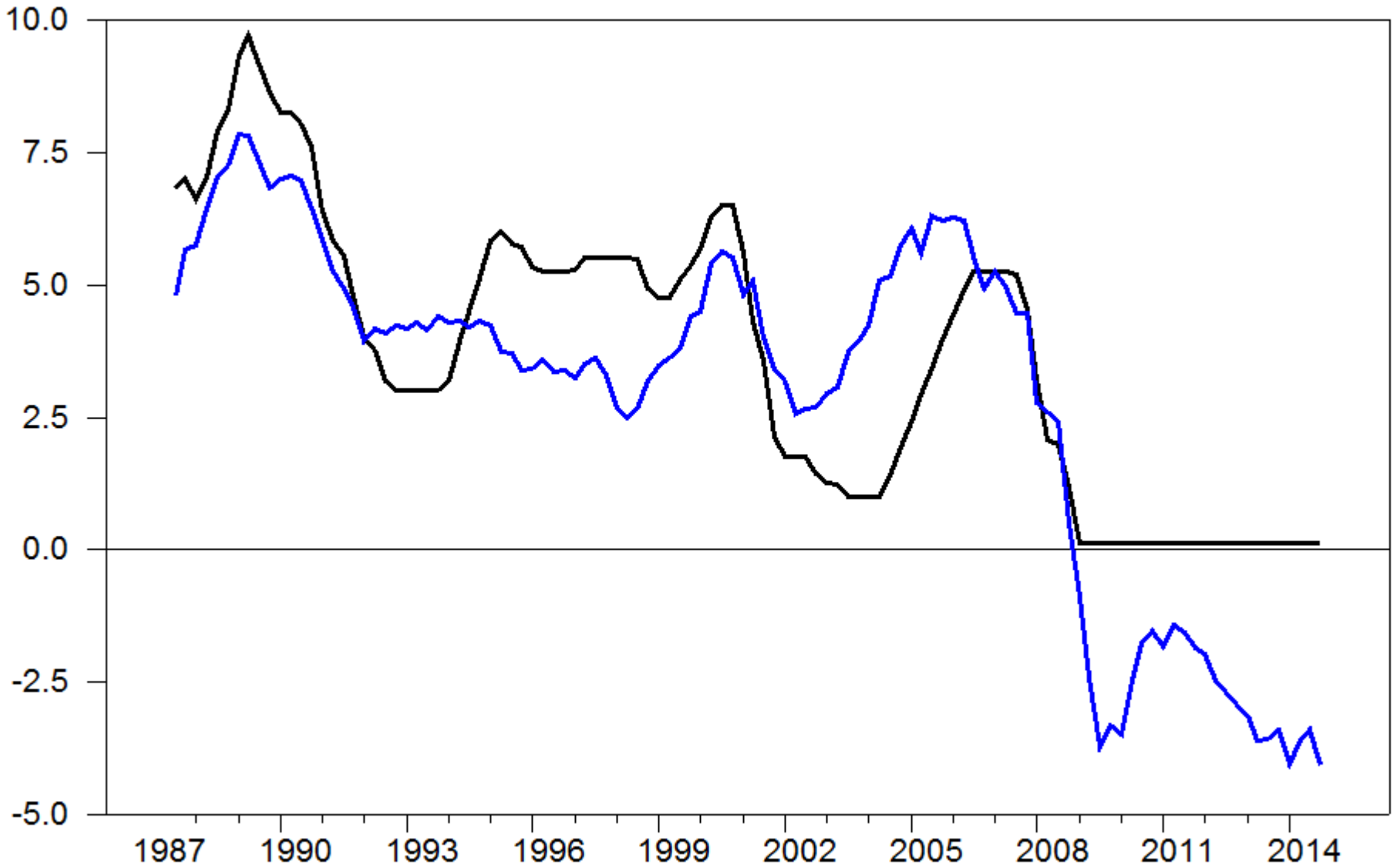


Source: ECB.

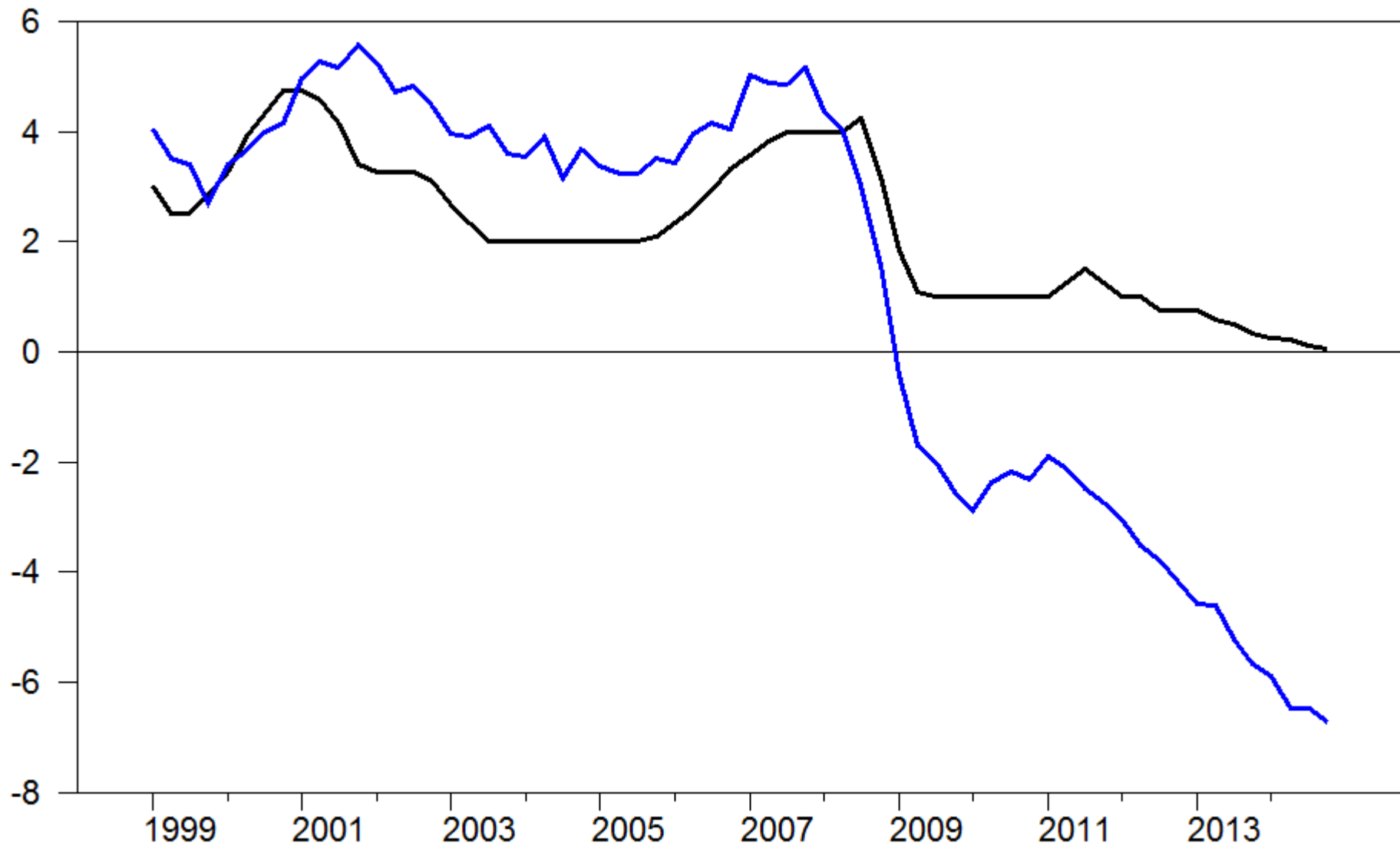
La Política Monetària durant la Crisi



Política Monetària i Regla de Taylor als EUA (1987-2014)



Política Monetària i Regla de Taylor a la Zona Euro (1987-2014)



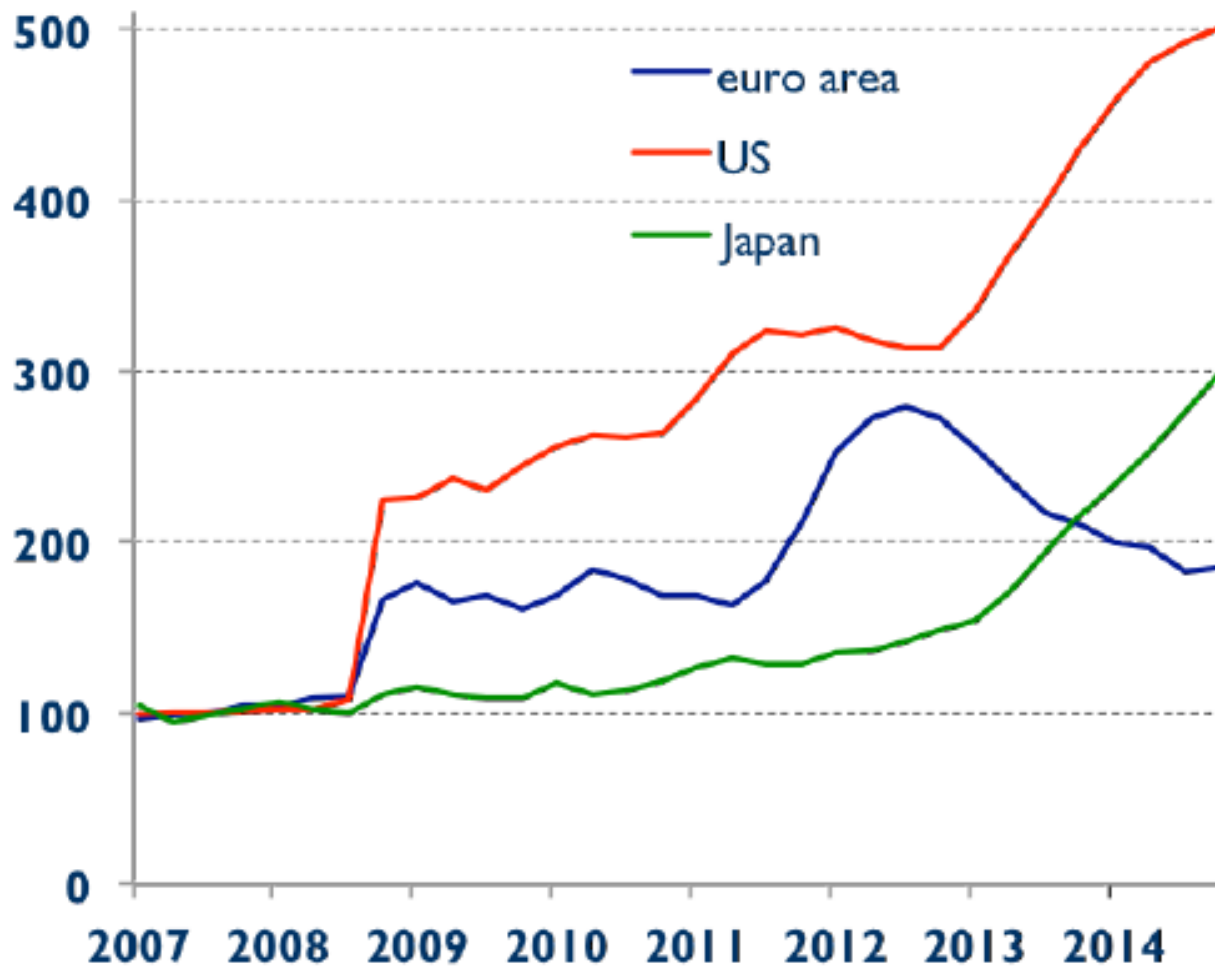
Respostes: BCE

- Injeccions extraordinàries de liquiditat al sector bancari
 - 2 LTRO's de tres anys
 - Targeted Long Term Refinancing Operations (TLTROs) (juny 2014)
- Programa de compra d'actius financers:
 - Securities Market Programme (maig 2010)
 - Outright Monetary Transactions (OMT) (setembre 2012)
 - Asset Purchase Programme (APP). 1.7 bil·lions d'euros fins sep-2017 (seguit de dues extensions).
 - Covered bonds (CBPP3), oct 2014
 - Asset-Backed securities (ABSPP), nov 2014
 - Deute Públic (PSPP), març 2015
 - Deute corporatiu (CSPP), juny 2016
- “Forward Guidance” (des de juliol 2013): “the key ECB interest rates will remain at present or lower levels for an extended period of time.”

Respostes: Fed

- “Quantitative easing” (QE, QE2, QE3)
 - Des. 2013: inici del “tapering”
- “Operation Twist”
- “Forward guidance”
 - Des. 2012: “threshold guidance” (u=6.5%, inf=2.5%)
- Desembre de 2015: primer augment del FFR

Balanç dels Bancs Centrals

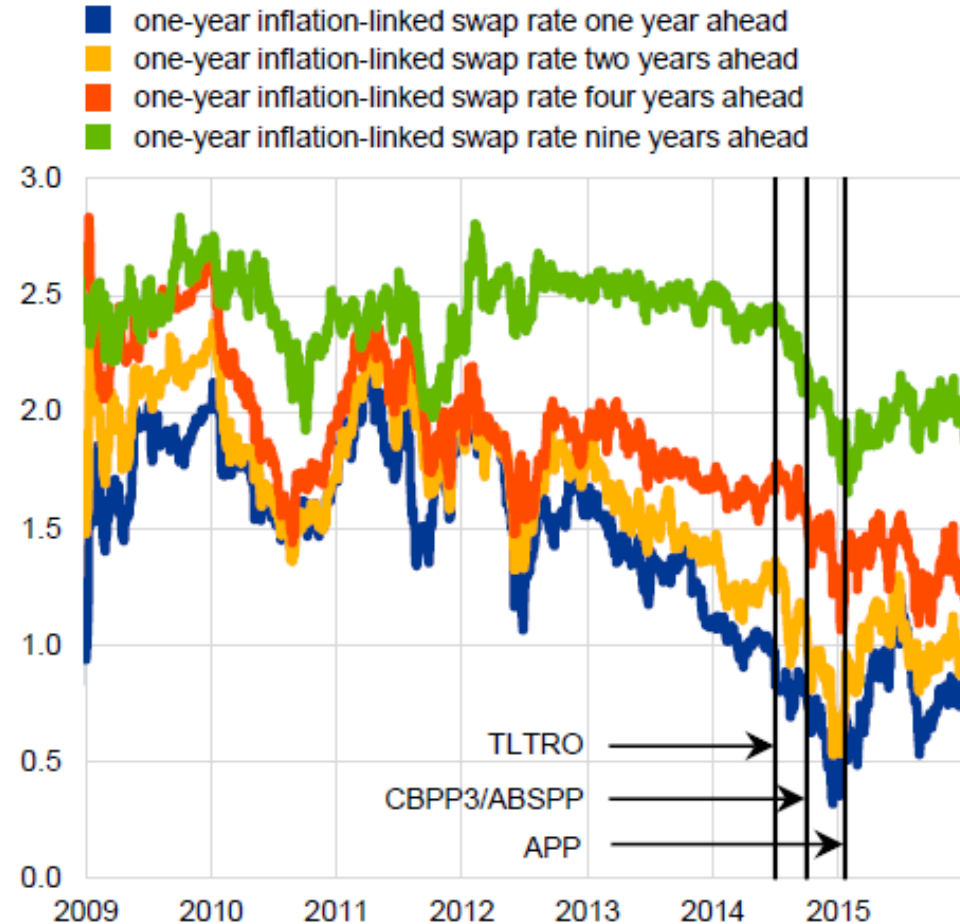


Sources: ECB, Federal Reserve Board, Bank of Japan and ECB staff

Efectes de les Polítiques No Convencionals

Market-based inflation expectations

(implied forward inflation-linked swap rates in percentages per annum)



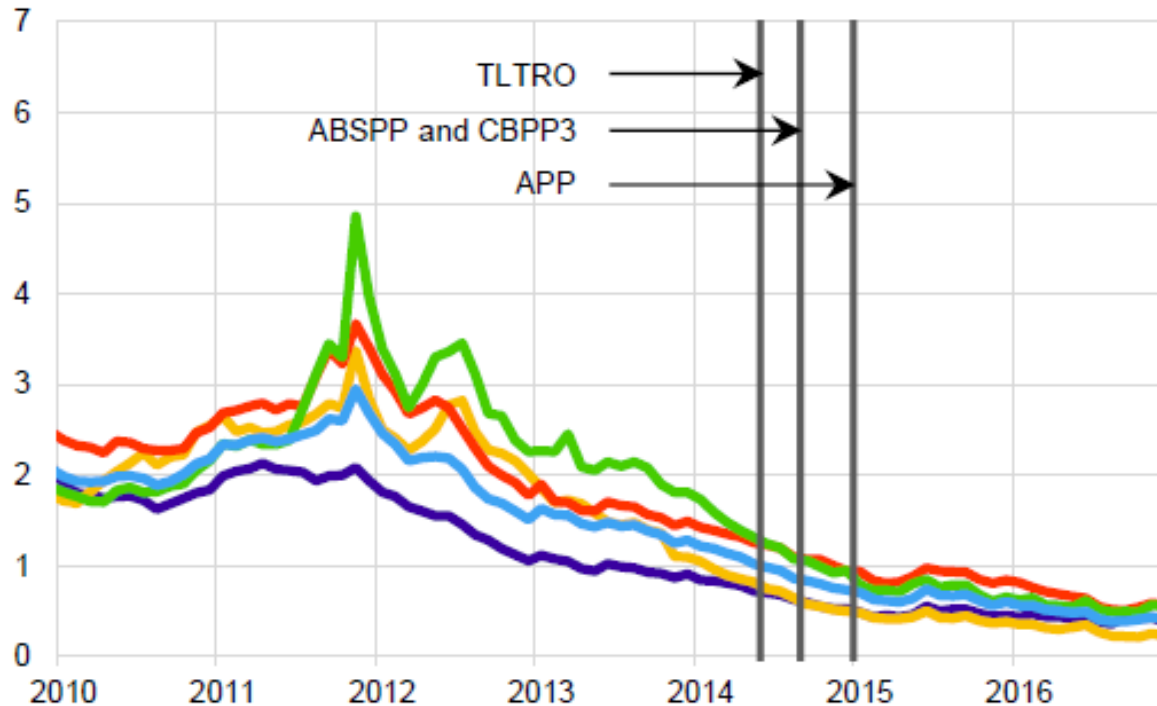
Sources: Reuters and ECB calculations

Efectes de les Polítiques No Convencionals

Composite cost of debt financing for banks

(composite cost of deposit and non-secured market debt funding; percentages per annum)

- Germany
- Spain
- France
- Italy
- euro area



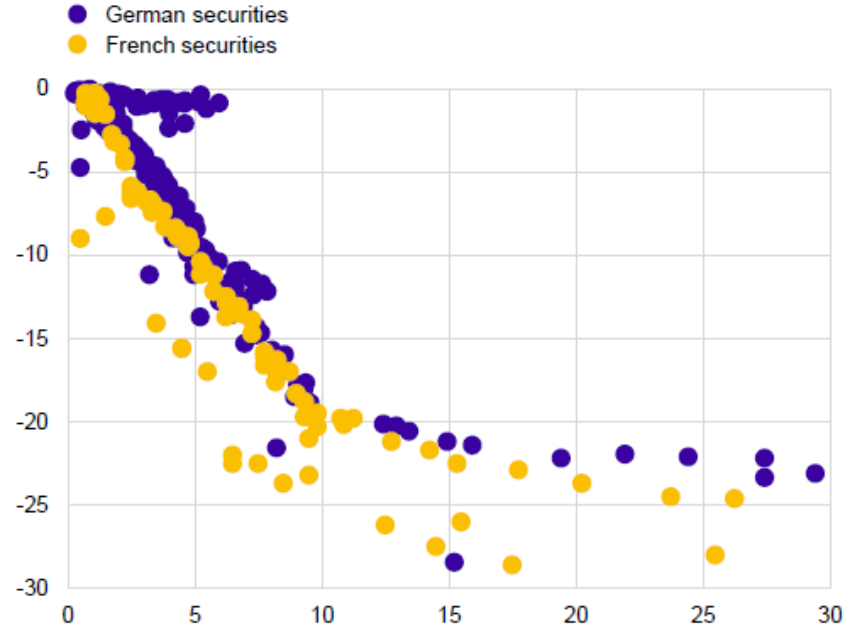
Sources: ECB, Merrill Lynch Global Index and ECB calculations.

Efectes de les Polítiques No Convencionals

Chart D

Changes in yields of German and French securities following the announcement of the APP on 22 January 2015

(basis points; years to maturity)

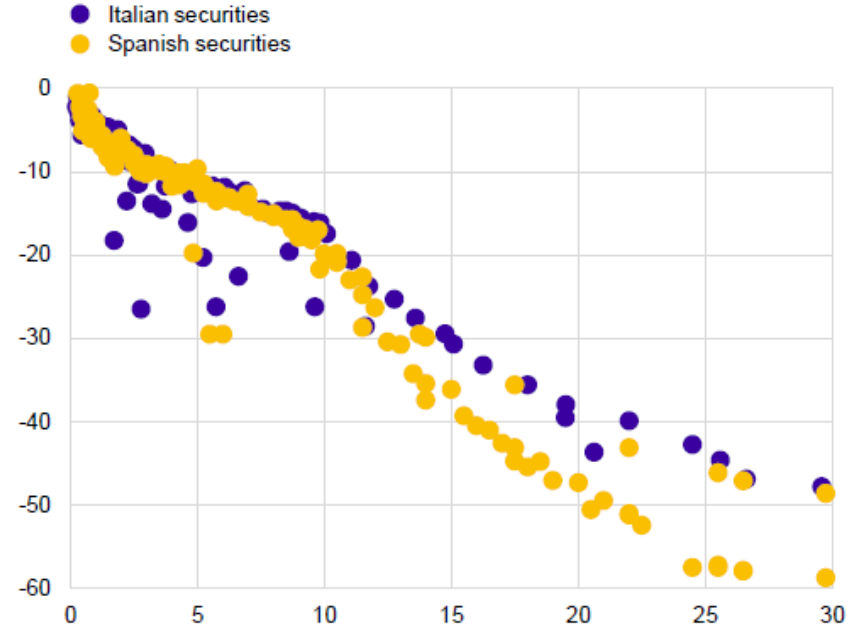


Source: ECB calculations.

Chart E

Changes in yields of Italian and Spanish securities following the announcement of the APP on 22 January 2015

(basis points; years to maturity)



Source: ECB calculations.