



De la pandemia a la guerra y más allá: El bravío mundo de la política monetaria



José M. González-Páramo
5 de julio 2022



**Facultad de Ciencias
Económicas y Empresariales**
UNIVERSIDAD DE MÁLAGA

DE LA PANDEMIA A LA GUERRA Y MÁS ALLÁ: EL BRAVÍO MUNDO DE LA POLÍTICA MONETARIA

José M. González-Páramo
5 de julio 2022



Facultad de Ciencias
Económicas y Empresariales
UNIVERSIDAD DE MÁLAGA

**De la pandemia a
la guerra**

**La respuesta de la
política monetaria**

**Una tarea
pendiente:
Revisión de la
estrategia del BCE**

**¿Han llegado
tarde los bancos
centrales?**

**Los riesgos (I):
Inflación**

**Los riesgos (II):
Estanflación**

**Los riesgos (III):
Fragmentación**

**Los riesgos (IV):
Dominancia fiscal
y financiera**

**Comentario final:
El mundo bravío
de la política
monetaria**

**De la pandemia a
la guerra**

**La respuesta de la
política monetaria**

**Una tarea
pendiente:
Revisión de la
estrategia del BCE**

**¿Han llegado
tarde los bancos
centrales?**

**Los riesgos (I):
Inflación**

**Los riesgos (II):
Estanflación**

**Los riesgos (III):
Fragmentación**

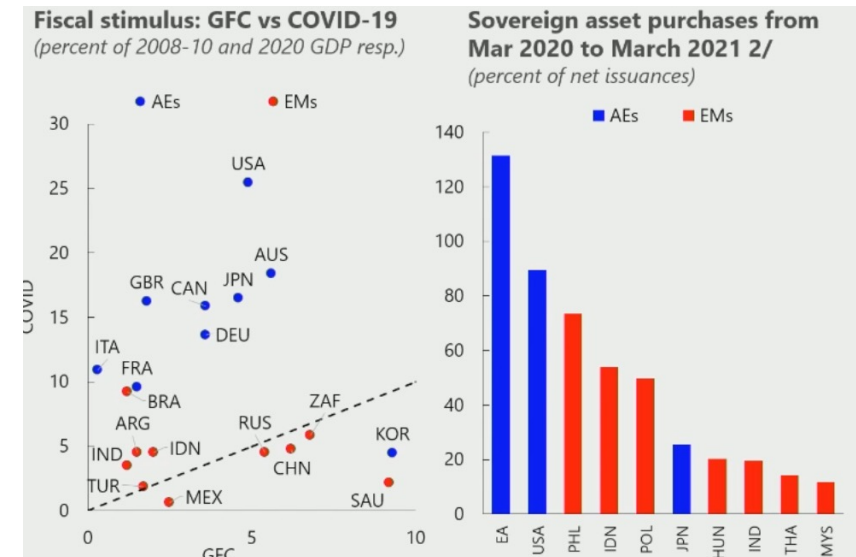
**Los riesgos (IV):
Dominancia fiscal
y financiera**

**Comentario final:
El mundo bravío
de la política
monetaria**

De la pandemia a la guerra

○ La pandemia

- Efecto deflacionario brutal (*shocks* oferta y demanda)
 - Ahorro forzoso
 - Precios de energía, materias primas y servicios
- Respuesta efectiva de los gobiernos (6% PIB)
 - Medidas monetarias, fiscales y financieras
 - Medidas sanitarias, laborales y de movilidad
 - (Cierta) cooperación internacional
- Rápida recuperación con riesgos inflacionarios
 - Menor incertidumbre
 - Efectos base (petróleo, bienes duraderos...)
 - Efectos retrasados de las políticas macro
 - Demanda embalsada
 - Disrupciones en la oferta (semiconductores, energía, ...)



○ La guerra

- Efecto estanflacionario (*shock* oferta)
 - Fuerte elevación de precios de energía, alimentos...
 - Retorno de la incertidumbre
 - Efectos contractivos sobre la demanda
- Canales de transmisión
 - Energético y de materias primas
 - Comercial (exposición y sanciones)
 - Financiero (volatilidad y condiciones financieras)
 - Confianza
- En pleno cambio de ciclo de políticas
 - Endeudamiento público elevado
 - Normalización de la política monetaria
 - Efectos retrasados de las políticas macro
 - Demanda embalsada
 - Disrupciones en la oferta (semiconductores, energía, ...)

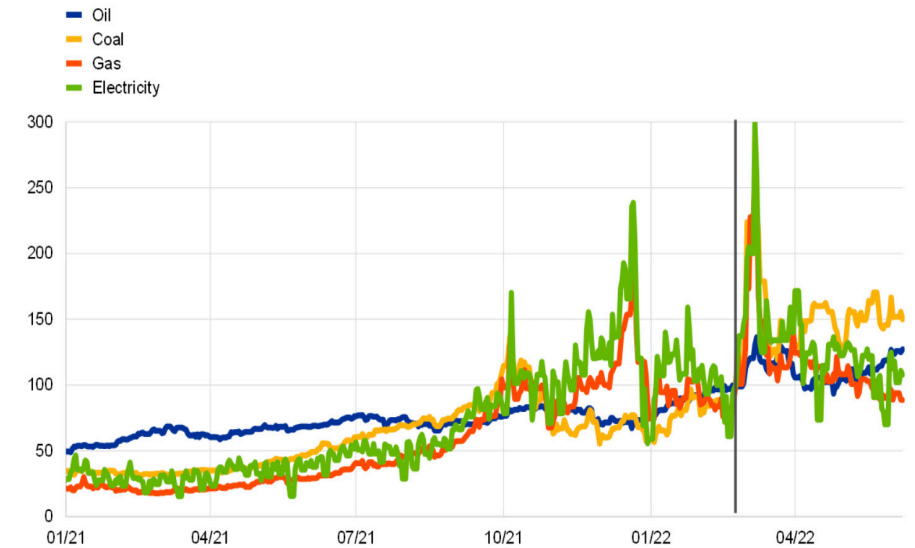
○ Horizonte incierto y difícil

- Evolución de la guerra y de la pandemia
- Políticas macro con márgenes limitados

Energy prices before and after the invasion of Ukraine

Energy prices

(index: 23 February 2022 = 100)



Sources: Refinitiv, Bloomberg and ECB staff calculations.

De la pandemia a
la guerra

La respuesta de la
política monetaria

Una tarea
pendiente:
Revisión de la
estrategia del BCE

¿Han llegado
tarde los bancos
centrales?

Los riesgos (I):
Inflación

Los riesgos (II):
Estanflación

Los riesgos (III):
Fragmentación

Los riesgos (IV):
Dominancia fiscal
y financiera

Comentario final:
El mundo bravío
de la política
monetaria

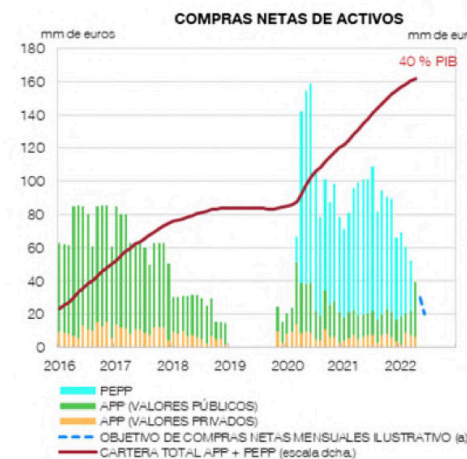
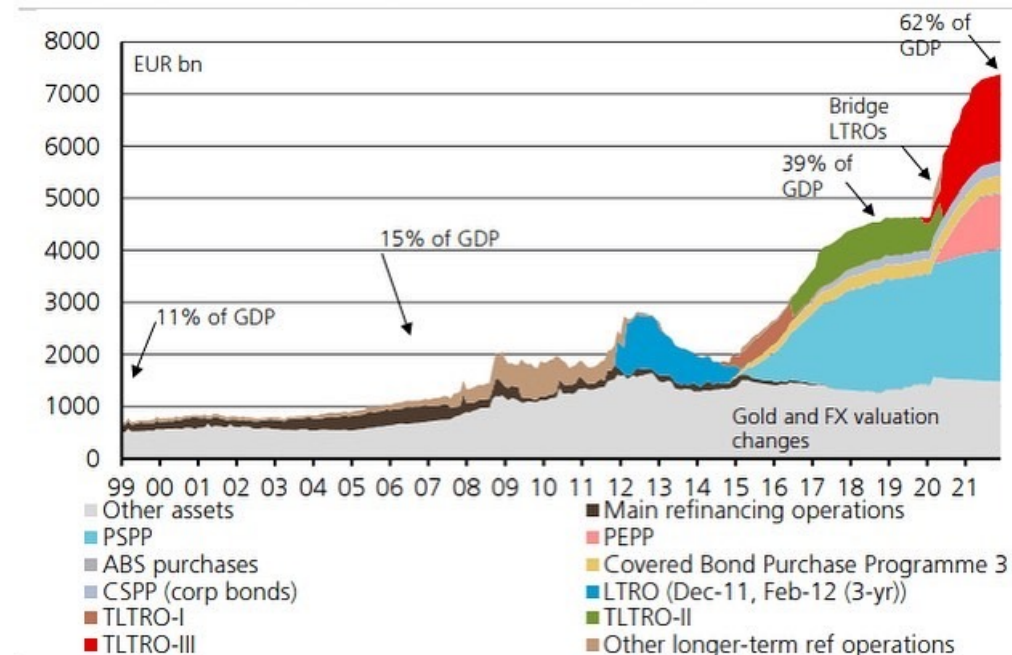
La respuesta de la política monetaria

- En la pandemia
 - Tres objetivos
 - Estabilizar los mercados
 - Crear condiciones de financiación favorables
 - Mitigar riesgos de fragmentación
 - Medidas
 - Financiación generosa (TTROs y PELTROs)
 - Compras de activos (APP y PEPP muy flexible)
 - Cooperación con otros Bancos Centrales
 - “Forward guidance”
 - Resultado análogo al *Whatever it takes*



La presidenta del BCE, Christine Lagarde. Europa Press

ECB balance sheet, with forecast until end-2021





○ La "normalización" y la guerra

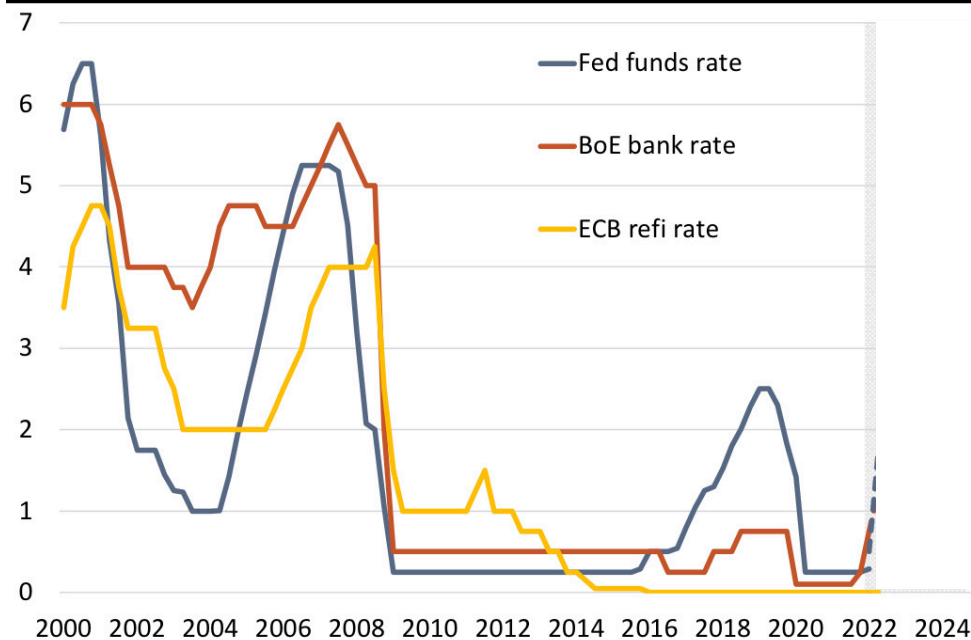
■ ¿Por qué?

- Riesgos al alza sobre las proyecciones de inflación
- Inflación total y subyacente claramente > 2%
- Expectativas inflacionarias alcistas
- Presiones sobre el euro (FED y BoE más agresivos)

■ Medidas anunciadas a partir de diciembre 21

- Fin de compras netas PEPP en marzo
- Fin compras netas APP al comienzo de julio
- Aumento de tipos a fin de julio (¿25%? ¿50%?)
- Cambio de ciclo: gradual, flexible y *data-dependent*
- (Posible) nuevo instrumento contra la fragmentación

Chart 10: Central bank rates and Berenberg projections



Sources: ECB, BoE, Fed, Bundesbank, Berenberg projections

De la pandemia a
la guerra

La respuesta de la
política monetaria

**Una tarea
pendiente:
Revisión de la
estrategia del BCE**

¿Han llegado
tarde los bancos
centrales?

Los riesgos (I):
Inflación

Los riesgos (II):
Estanflación

Los riesgos (III):
Fragmentación

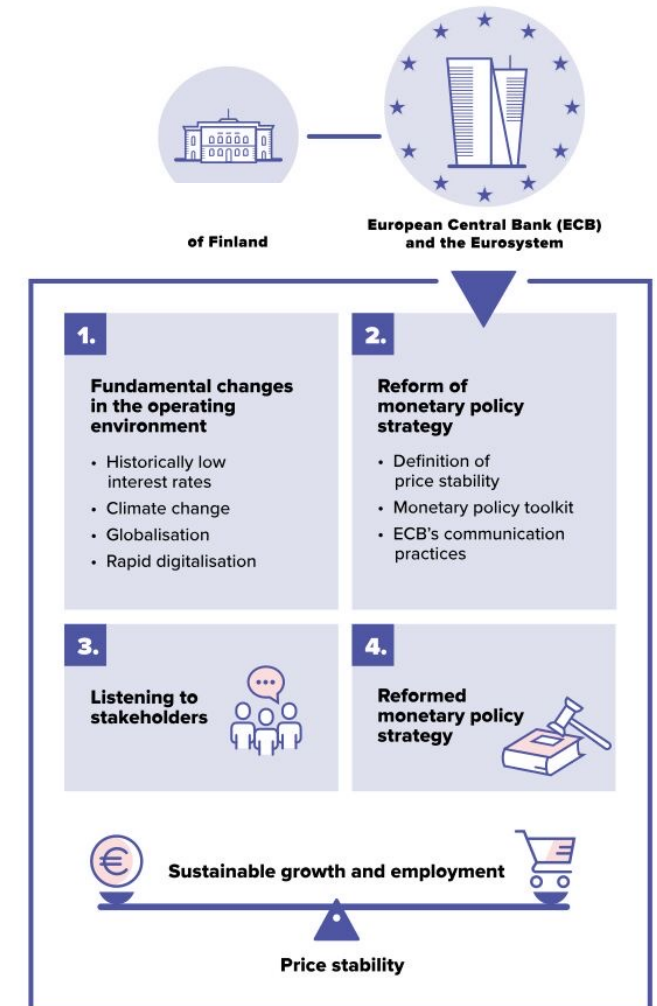
Los riesgos (IV):
Dominancia fiscal
y financiera

Comentario final:
El mundo bravío
de la política
monetaria

Una tarea pendiente: Revisión de la estrategia del BCE

- Estrategia vigente desde 2003
 - Tres pilares
 - Objetivo de inflación IAPC cercano pero $< 2\%$
 - Orientación a medio plazo (18 a 24 meses)
 - Dos pilares: económico y monetario (*cross-checked*)
 - Motivos de la revision (I): Menores g^* y r^*
 - Envejecimiento demográfico
 - Tendencia de la productividad
 - Efectos de la crisis financiera de 2008
 - Motivos de la revision (II): Otros factores
 - Digitalización de la economía
 - Sostenibilidad medioambiental
 - Cambios en la globalización

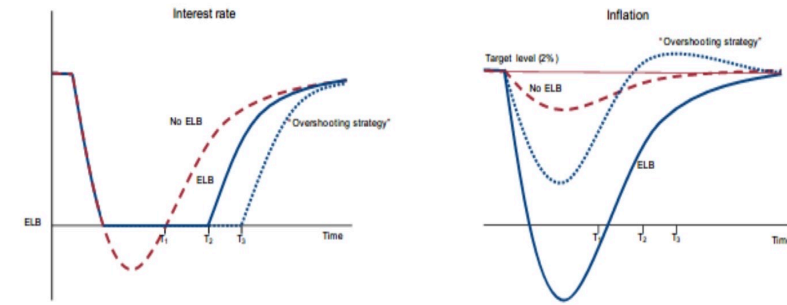
European Central Bank's strategy review
Why, what and how?



○ Elementos de la nueva estrategia de julio 2021

- Objetivo de inflación: 2% a medio plazo
 - ...pero simétrico
 - Especial contundencia cerca del límite inferior de tipos
 - IAPC ajustado por el coste de uso de la vivienda propia
 - Reconocimiento de una insuficiente reacción expansiva en el pasado
 - Admisión implícita de *trade-offs*: estabilidad financiera, proporcionalidad
 - Análisis económico y monetario integrados (fin de los “dos pilares”)
- Instrumentos
 - Papel central de los tipos de interés oficiales
 - “Nuevos instrumentos convencionales”: compras de activos, operaciones de financiación a largo, guía hacia adelante
 - Abierto a nuevos instrumentos (ie, mitigación de *spreads* excesivos)
- El cambio climático en la política monetaria
 - Ambicioso plan 2021-24
 - Omnipresente: modelización, instrumentación (pe, compras de activos, activos de garantía) y evaluación de riesgos
 - Controvertido protagonismo

CHART 4: OVERSHOOTING



Source: Own calculations.

De la pandemia a
la guerra

La respuesta de la
política monetaria

Una tarea
pendiente:
Revisión de la
estrategia del BCE

¿Han llegado
tarde los bancos
centrales?

Los riesgos (I):
Inflación

Los riesgos (II):
Estanflación

Los riesgos (III):
Fragmentación

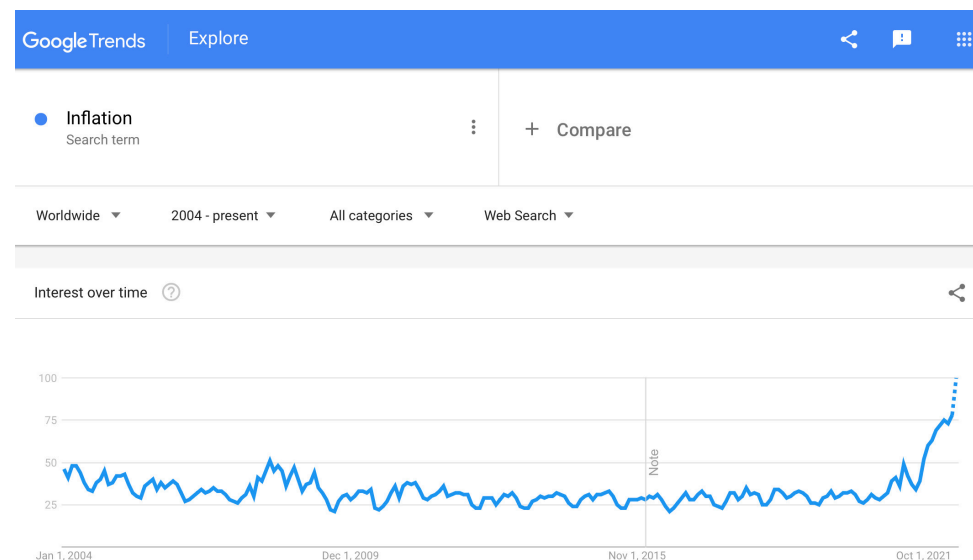
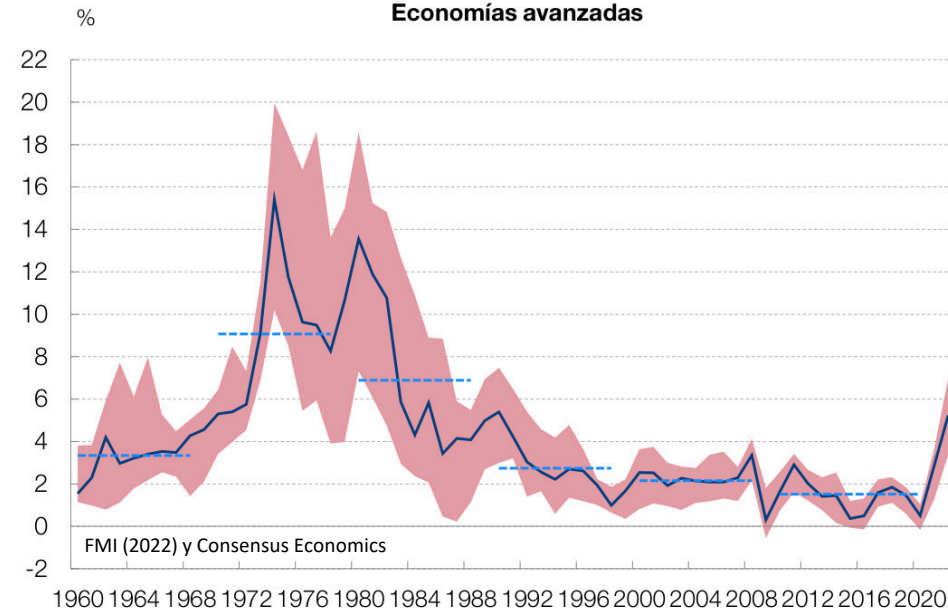
Los riesgos (IV):
Dominancia fiscal
y financiera

Comentario final:
El mundo bravío
de la política
monetaria

¿Han llegado tarde los bancos centrales?

- **La inflación antes de la pandemia: ¿Muerta, domada o hibernando?**
 - Factor institucional: Independencia de la banca central
 - Dominancia fiscal vs dominancia monetaria
 - Objetivos de inflación
 - Independencia y credibilidad antiinflacionista
 - Fuerzas estructurales:
 - Globalización: comercio, producción, trabajo, servicios, inversión
 - Demografía: fertilidad, esperanza de vida, participación laboral
 - Tecnología
 - ¿Buena suerte?
- **Verano/otoño 2022: ¿Se han infraestimado riesgos?:**
 - La recuperación pospandemia
 - El deslizamiento de las expectativas
 - La comunicación de estos riesgos
 - Agravado todo ello por los efectos de la guerra

LA INFLACIÓN EN PERSPECTIVA DE LARGO PLAZO (c)
Economías avanzadas



Noviembre 2021



- ☐ “Los riesgos de la recuperación se mantienen”... pero
- ☐ “La inflación, un fenómeno temporal”... pero
- ☐ “Las expectativas están ancladas”... pero

FINANCIAL TIMES

WORLD US COMPANIES TECH MARKETS CLIMATE OPINION WORK & CAREERS LIFE & ARTS HO

European Central Bank [+ Add to myFT](#)

Lagarde pushes back on eurozone rate rise bets

As other central banks tighten, ECB concludes surge in inflation is temporary after ‘soul-searching’



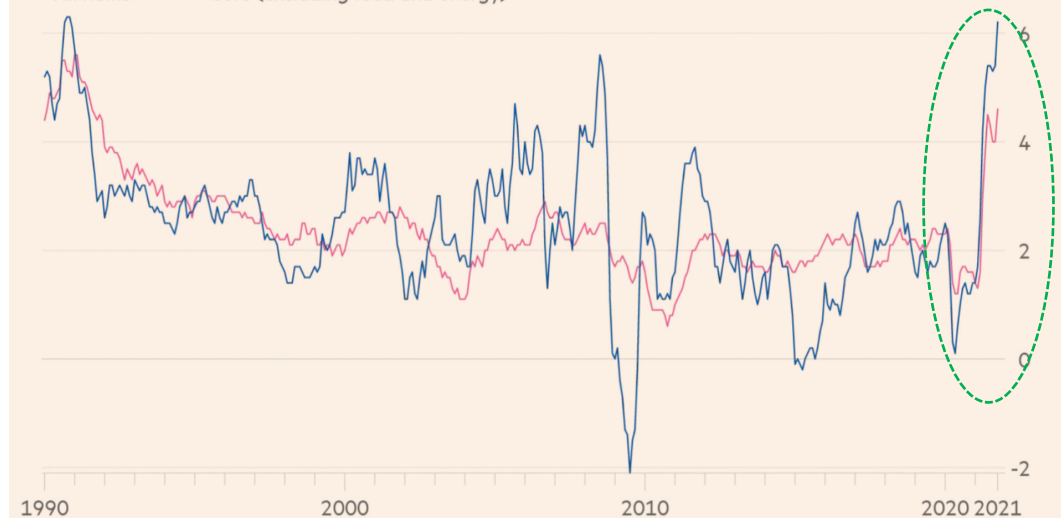
Christine Lagarde: ‘We foresee inflation rising further in the near term but then declining in the course of next year’ © Kai Pfaffenbach/Reuters

Noviembre 2021

US inflation at 31-year high

Annual % change in CPI

— All items — Core (excluding food and energy)



Source: Refinitiv
© FT

Strongest Since 2008

Euro-area inflation accelerated to 4.1% in October

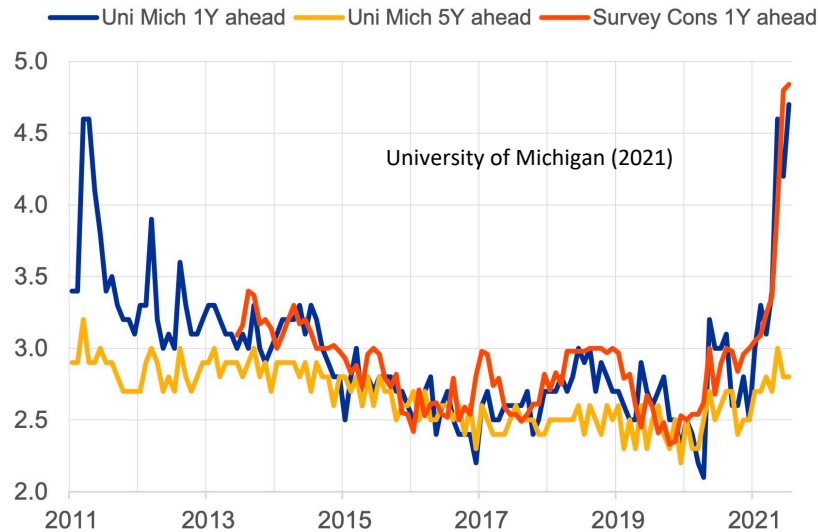
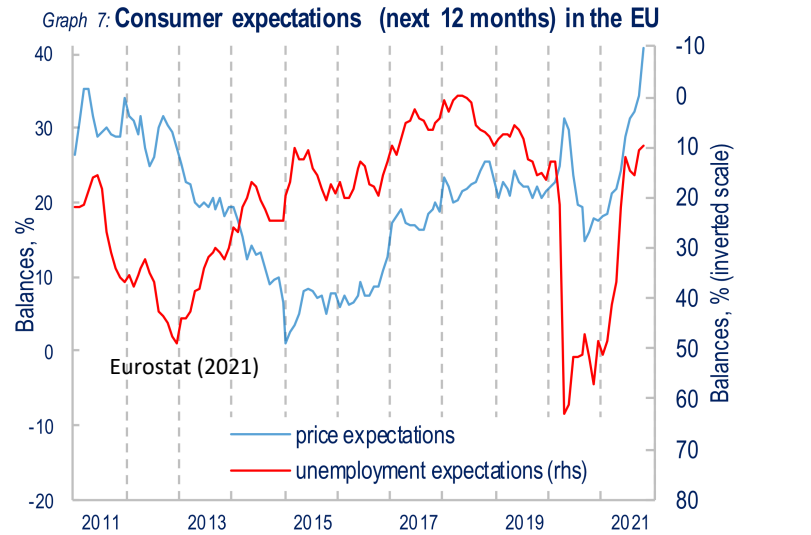
■ Inflation rate ■ Core inflation



Source: Eurostat

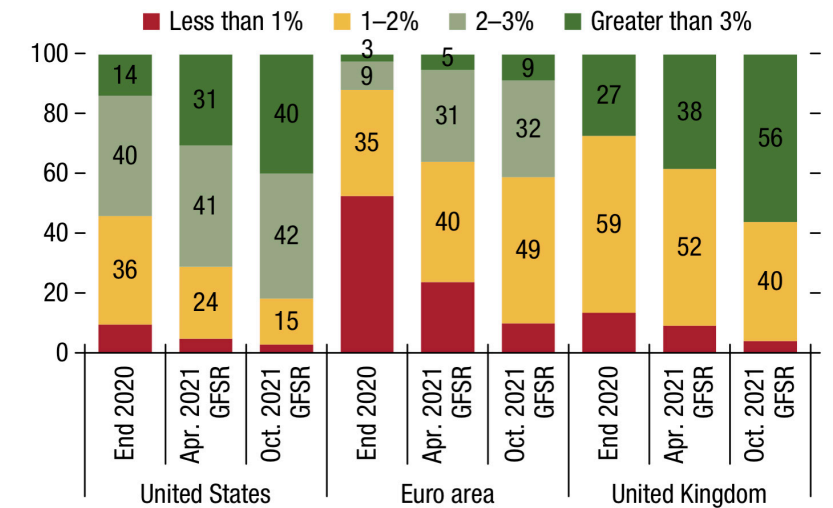
Bloomberg

Noviembre 2021



Inflation options indicate that risks remain skewed to the upside for the United States and United Kingdom.

5. Market-Implied Probability of Inflation Outcomes (Percent, over five years)



- ❑ En diciembre 2021, sube el Banco de Inglaterra
- ❑ En marzo 2022, la Reserva Federal
- ❑ Y en julio 2022 el BCE abandona compras y sube tipos (25 pb al menos)

De la pandemia a
la guerra

La respuesta de la
política monetaria

Una tarea
pendiente:
Revisión de la
estrategia del BCE

¿Han llegado
tarde los bancos
centrales?

**Los riesgos (I):
Inflación**

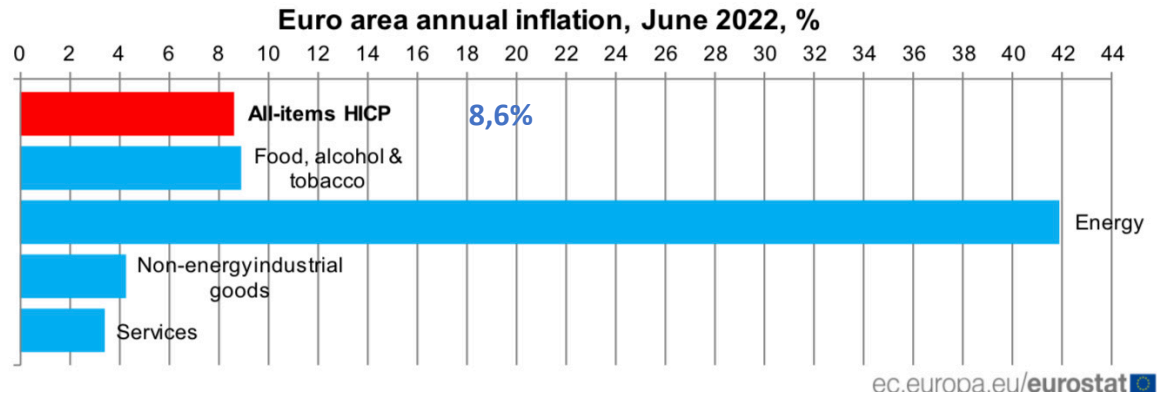
Los riesgos (II):
Estanflación

Los riesgos (III):
Fragmentación

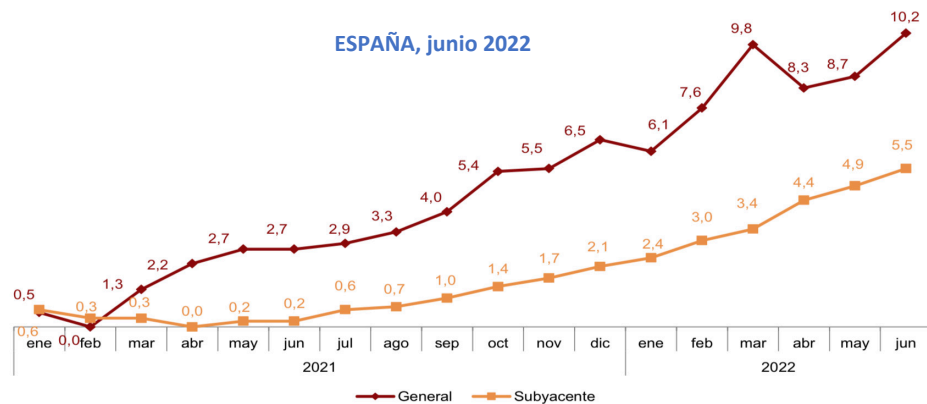
Los riesgos (IV):
Dominancia fiscal
y financiera

Comentario final:
El mundo bravío
de la política
monetaria

Los riesgos (I): Inflación



Evolución anual del IPC¹
Índice general y subyacente. Porcentaje



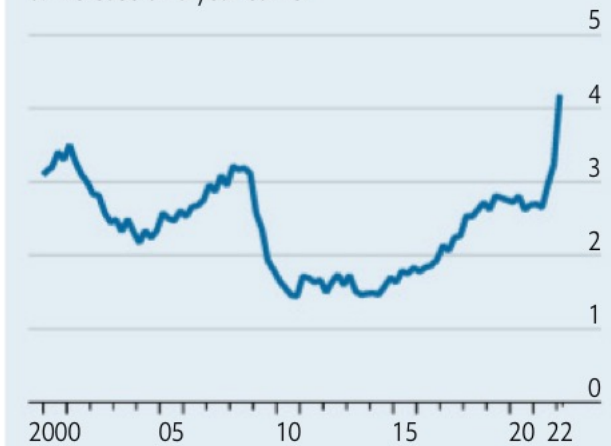
¹ El último dato se refiere al indicador adelantado

Sticker shock

Inflation-surprise index
Advanced economies



G10 countries, wages
% increase on a year earlier



Sources: Citigroup; Goldman Sachs

○ ¿Por qué son importantes los riesgos inflacionarios?

Inflación = $f(\text{Output gap, inflación esperada})$

- Destruyen poder adquisitivo (rentas bajas)
- Con expectativas ancladas en el objetivo del banco central (credibilidad), podría no requerirse acción
- Una inflación persistente puede debilitar la credibilidad (desanclaje) y exigir más restricción

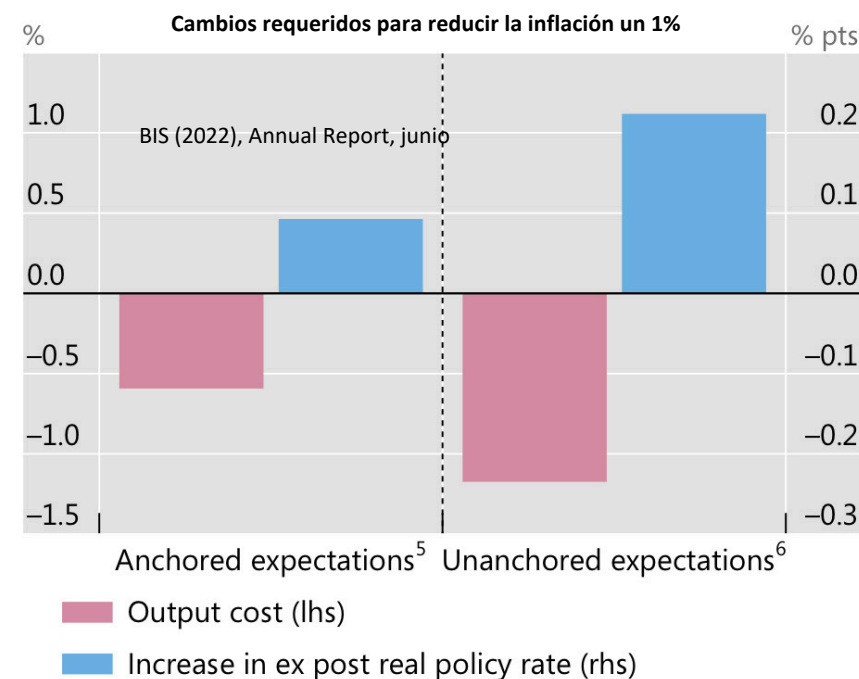
○ Presiones inflacionistas post-Covid-19 (post-vacunas)...

- Cuellos de botella en cadenas de suministro (2/3 UE)
- Gasto acelerado por desahorro (exceso acumulado)
- Efectos retrasados de la expansión monetaria y fiscal
- Recuperación de precios energéticos
- Mitigantes (Europa): menor indiciación salarial (???)

○ ... y los efectos de la Guerra de Ucrania

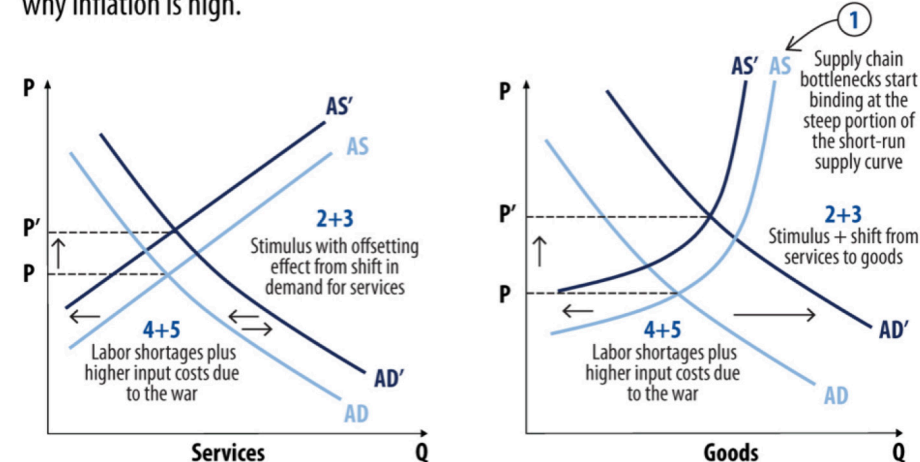
- Fuerte elevación de precios del petróleo y el gas...
- ... y de los alimentos (cereales)
- Incertidumbre sobre su duración

B. Disinflation will be more costly if expectations de-anchor⁴

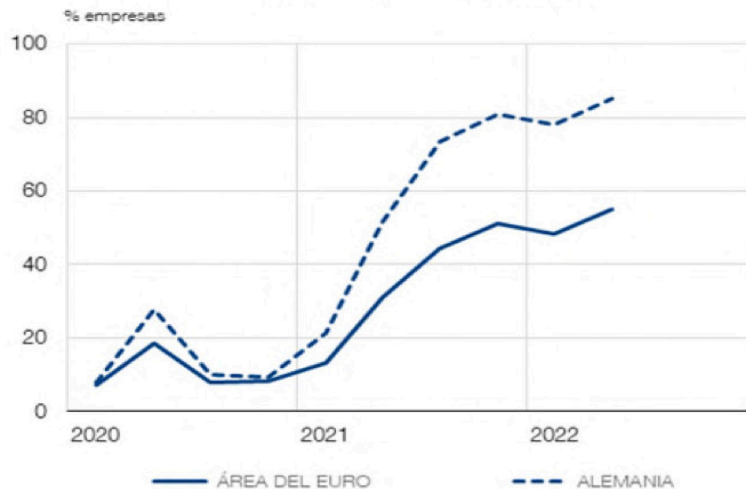


Why is inflation high?

An old-school aggregate supply–aggregate demand (AS-AD) curve illustration of why inflation is high.

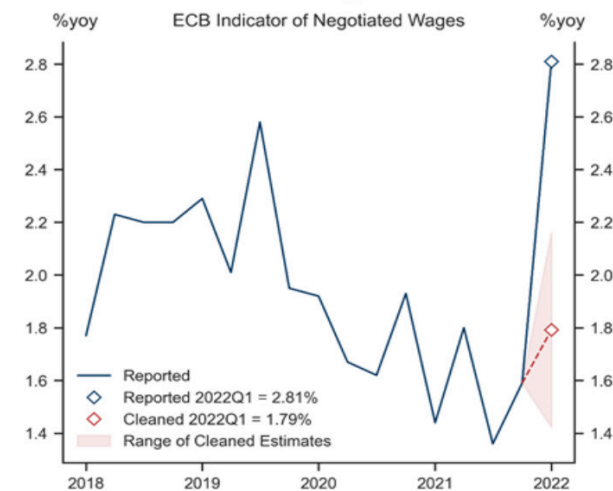


CUELLOS DE BOTELLA EN LAS MANUFACTURAS DEL ÁREA DEL EURO ESCASEZ DE MATERIAL O EQUIPO



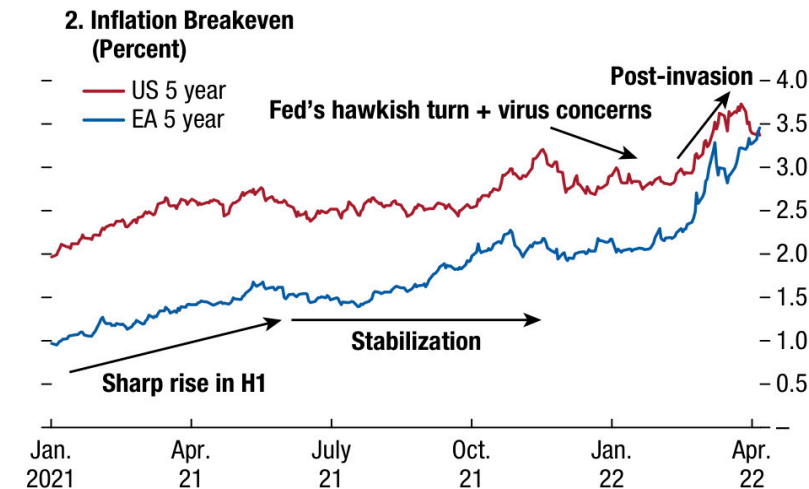
FUENTES: Comisión Europea y Refinitiv.

Exhibit 2: Overwhelming Area-wide Pressure



Source: Goldman Sachs Global Investment Research, H

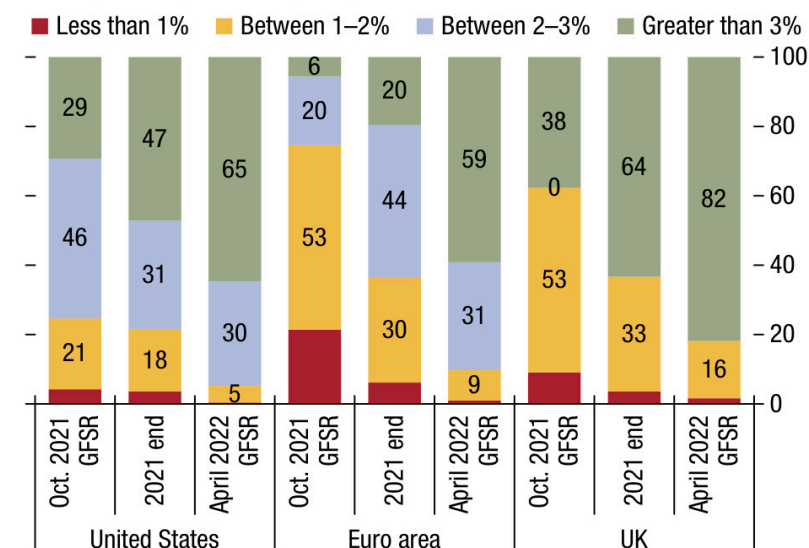
Five-year inflation breakevens have increased sharply since the invasion ...



The probability of high inflation outcomes has increased notably since the previous GFSR.

IMF (2022), GFSR, abril

4. Market-Implied Probability of Inflation Outcomes (Percent, over five years)



- El gran reto de los bancos centrales: Reanclar las expectativas de inflación en línea con su mandato
 - Habiendo empezado (quizá) con retraso...
 - ... cuando muchos factores inflacionistas siguen presionando (energía, cuellos de botella)...
 - ...cuando la “inatención racional” a la inflación ha dejado de ser la actitud general...
 - ... sin hundir a las economías en la recesión...
 - ... y sin ceder a la tentación de la dominancia fiscal y/o financiera

○ Riesgos a medio y largo plazos: Reversión de 4 tendencias seculares

■ Globalización -> *Slow-balización*

- Retroceso de la integración comercial (desde hace una década)
- Protectionismo (fricciones en el comercio y políticas antiinmigración)
- Acortamiento y diversificación de cadenas de aprovisionamiento: JIT -> JIC

■ La Gran Reversión Demográfica

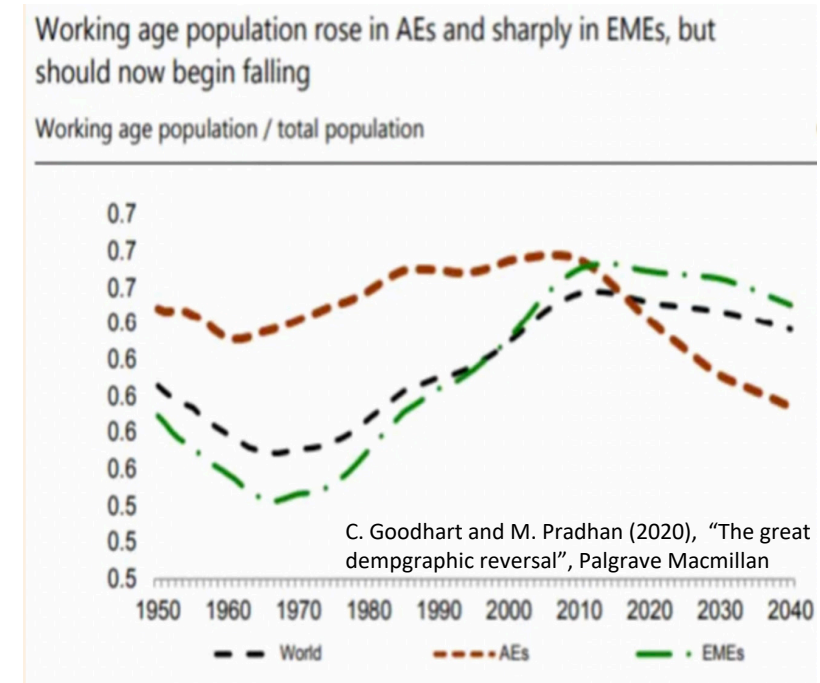
- Aumento de la dependencia
- Menos población en edad de trabajar
- Implicaciones macro
 - Mayores consumo (desahorro de los mayores) y gasto público
 - Más presión de los costes laborales (¿retorno de la sindicación?)
 - Más inversiones ahorradoras de trabajo
 - Mayores inflación y tipos de interés reales

■ La Transición Verde: Un severo choque de oferta

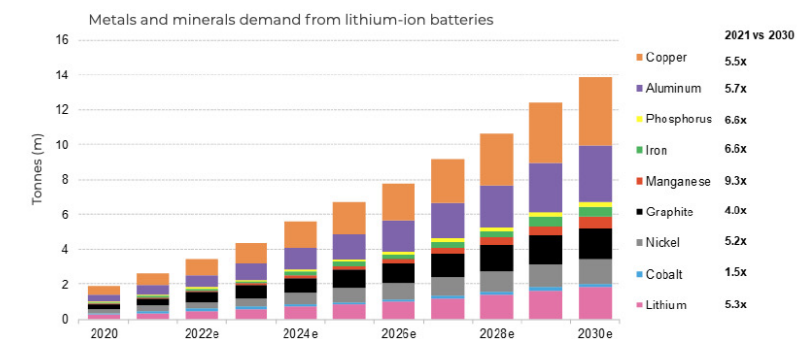
- Los precios de CO₂, cobre, litio, cobalto... aumentarán durante años
- NGFS: Impacto inflacionario >1% durante la presente década

■ Dominancia e independencia de los bancos centrales

- Riesgos de dominancia fiscal: c. 25% de la deuda pública en manos de BCs
- *Trampa de la deuda* y dominancia financiera
- Economía política: Poderes más amplios demandan mayor control político



PEDAL TO THE METAL



Source: BloombergNEF. Note: Metals demand occurs at mine mouth, one-year before battery demand. All metals expressed in metric tons of contained metal, except lithium, which is in lithium carbonate equivalent (LCE).

De la pandemia a
la guerra

La respuesta de la
política monetaria

Una tarea
pendiente:
Revisión de la
estrategia del BCE

¿Han llegado
tarde los bancos
centrales?

Los riesgos (I):
Inflación

Los riesgos (II):
Estanflación

Los riesgos (III):
Fragmentación

Los riesgos (IV):
Dominancia fiscal
y financiera

Comentario final:
El mundo bravío
de la política
monetaria

Los riesgos (II): Estanflación

- **Estanflación: ¿escenario extremo o escenario base?**
 - BCE: Recesión solo en escenario muy adverso
 - Número creciente de analistas (Berenberg, UBS, Goldman Sachs, IIF...): escenario central
 - Motivos:
 - Expectativas de inflación elevada y persistente
 - Indicios de efectos de segunda ronda
 - Política monetaria contractiva
 - Perturbaciones de oferta sostenidas (precios energéticos, disrupción de suministros...)
 - Bajo crecimiento de China
 - Vulnerabilidades macrofinancieras (endeudamiento privado cerca de máximos históricos en casi todos los países)
 - Incertidumbre

Baseline projections and downside scenario for euro area

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	June 2022 baseline projections			Downside scenario		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Real GDP	2.8	2.1	2.1	1.3	-1.7	3.0
Unemployment rate (percentage of the labour force)	6.8	6.8	6.7	7.1	8.3	8.6
HICP	6.8	3.5	2.1	8.0	6.4	1.9
HICP excluding energy and food	3.3	2.8	2.3	3.3	3.2	2.0

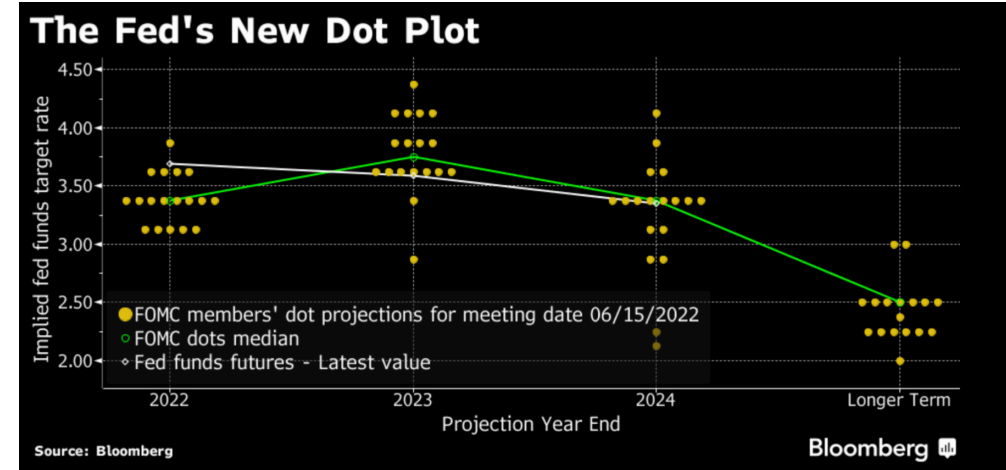
Source: June 2022 Eurosystem staff macroeconomic projections.

Table 1: The impact of the shocks – revisions to GDP forecasts

	2022			2023			2024		
	New	Old	Change	New	Old	Change	New	Old	Change
US	1.9	2.5	-0.6	-0.4	1.7	-2.1	1.0	1.8	-0.8
Eurozone	2.3	2.6	-0.3	-0.8	2.1	-2.9	2.1	2.3	-0.2
Germany	1.1	1.7	-0.6	-1.0	2.1	-3.1	2.2	2.4	-0.2
France	2.0	2.4	-0.4	-0.4	2.2	-2.6	2.1	2.4	-0.3
Italy	2.4	2.6	-0.2	-0.9	1.5	-2.4	1.3	1.5	-0.2
Spain	3.8	4.5	-0.7	-0.9	3.3	-4.2	1.9	2.3	-0.4
UK	2.8	3.8	-1.0	-1.0	1.5	-2.5	1.7	1.7	0.0

Berenberg projections for the yoy change in real GDP on 21 June versus 15 June 2022, difference in ppt
Source: Berenberg

- **La contribución de la política monetaria**
 - Cuando los riesgos inflacionistas son de tamaño “normal” y están equilibrados → Gradualismo
 - Si las expectativas se comienzan a desanclar y hay indicios de posibles efectos de segunda ronda (salarios, márgenes) → Subidas más agresivas
 - Beneficio del anclaje nominal > Coste a corto plazo de una desaceleración de la demanda



¿POSIBLES EFECTOS DE SEGUNDA VUELTA SOBRE LA INFLACIÓN?

Ministerio de Trabajo y Banco de España

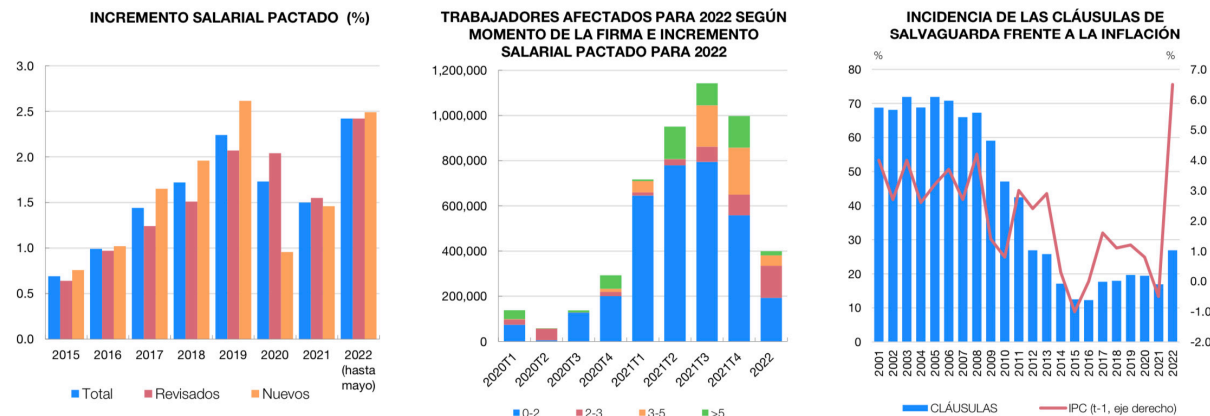
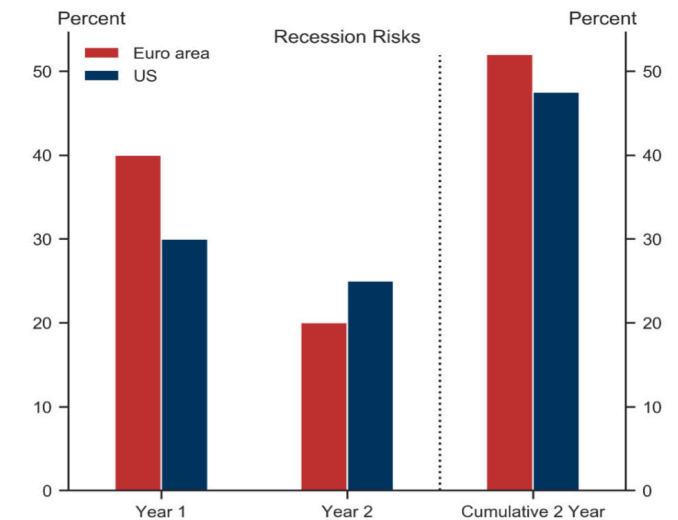


Exhibit 3: Elevated Recession Risk



Source: Goldman Sachs Global Investment Research

De la pandemia a
la guerra

La respuesta de la
política monetaria

Una tarea
pendiente:
Revisión de la
estrategia del BCE

¿Han llegado
tarde los bancos
centrales?

Los riesgos (I):
Inflación

Los riesgos (II):
Estanflación

Los riesgos (III):
Fragmentación

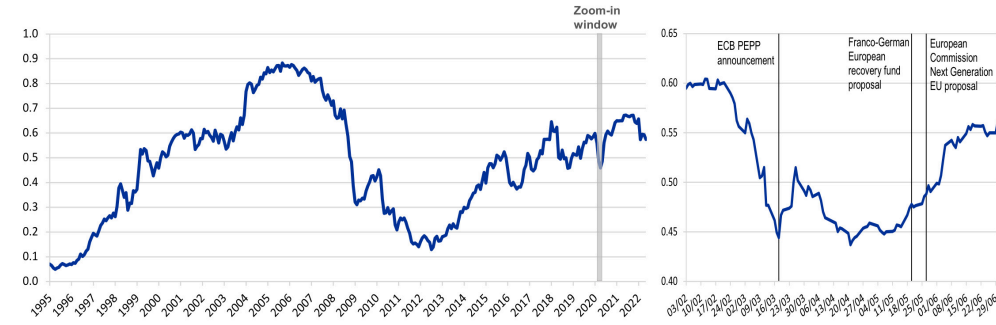
Los riesgos (IV):
Dominancia fiscal
y financiera

Comentario final:
El mundo bravío
de la política
monetaria

Los riesgos (III): Fragmentación

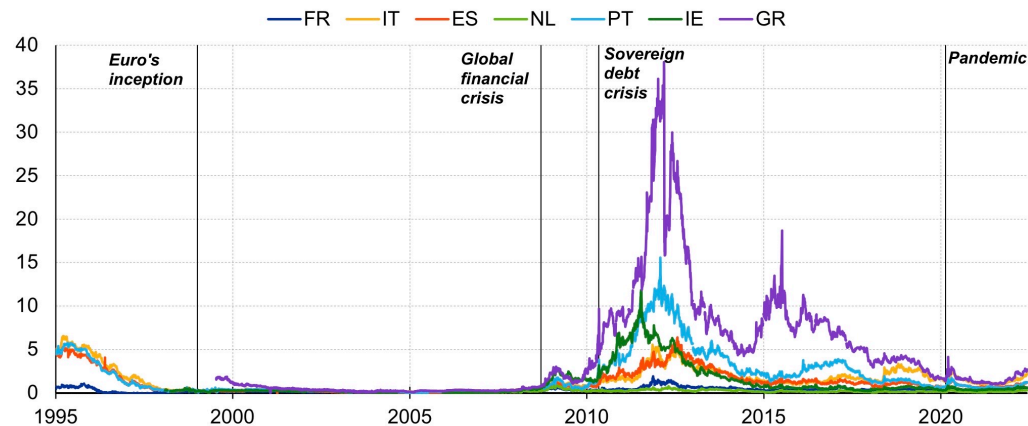
- **Fragmentación financiera: activos similares tienen precios distintos, no justificados por riesgos fundamentales**
 - Dificulta la transmisión de la política monetaria
 - Surge por las debilidades macroeconómicas excesivas...
 - Deuda y déficit excesivos, problemas estructurales (pensiones, competencia, mercado laboral, etc) y bajo crecimiento
 - Gobiernos débiles para darles solución
 - Sospechosos habituales: IT, ES, GR, PT, CY
 - ... y la ausencia de mecanismos de absorción de riesgos adecuados (presupuesto EZ, unión financiera)

Euro area price-based financial integration indicator
(monthly data, January 1995 – May 2022; zoom in window: daily data, 3 February 2020 – 30 June 2020)



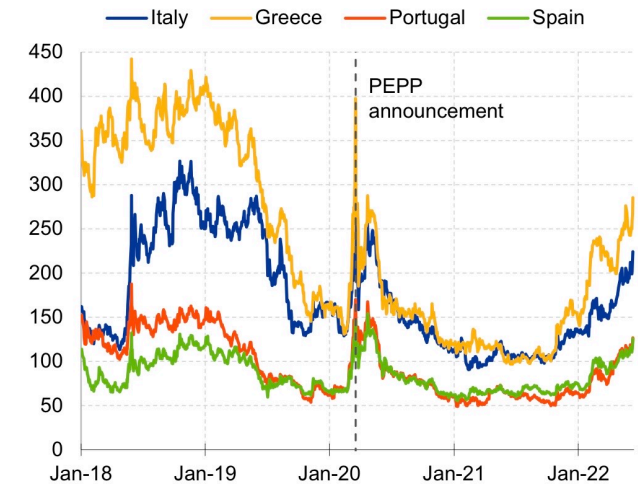
Sources: ECB Report on Financial Integration and Structure in the Euro Area, April 2022.
Notes: The price-based composite indicator of financial integration is a high-frequency version (daily readings) of the one by Hoffmann et al. (2019), described in Borgioli et al. (2020). The indicator is calibrated to vary between 0 and 1.

Euro area 10-year sovereign spreads
(percentage points)



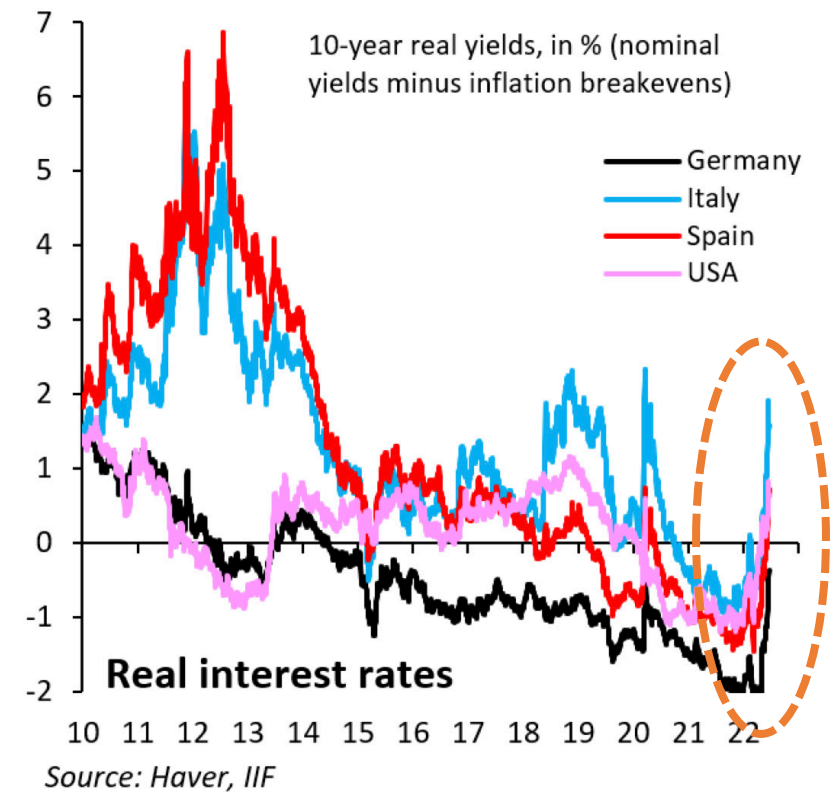
Sources: Haver

Sovereign bond spreads
(basis points)



Source: Bloomberg.

- **Hasta que estos mecanismos estén listos, la rapidez del fenómeno reclama medidas del BCE**
 - En julio de 2012, OMT (“Whatever it takes” de Draghi)
 - Financiación ilimitada, adicional y a corto plazo
 - Condicionalidad y límites de intervención sin especificar
 - BCE anunciará a fines de julio de 2022 sus planes. Tres opciones:
 1. Utilizar la flexibilidad del PEPP para redirigir las amortizaciones a compras en países tensionados
 2. OMT 2: condicionalidad más ligera, financiación a más plazos y esterilización de su efecto monetario
 3. ¿Un mecanismo novedoso?
- **Riesgos no menores**
 - Litigiosidad: ¿es proporcionada y constitucional una ayuda a países concretos? (TC alemán)
 - Determinación de los *spreads* adecuados
 - Imagen de “dominancia fiscal”, negativa para la credibilidad del BCE



De la pandemia a
la guerra

La respuesta de la
política monetaria

Una tarea
pendiente:
Revisión de la
estrategia del BCE

¿Han llegado
tarde los bancos
centrales?

Los riesgos (I):
Inflación

Los riesgos (II):
Estanflación

Los riesgos (III):
Fragmentación

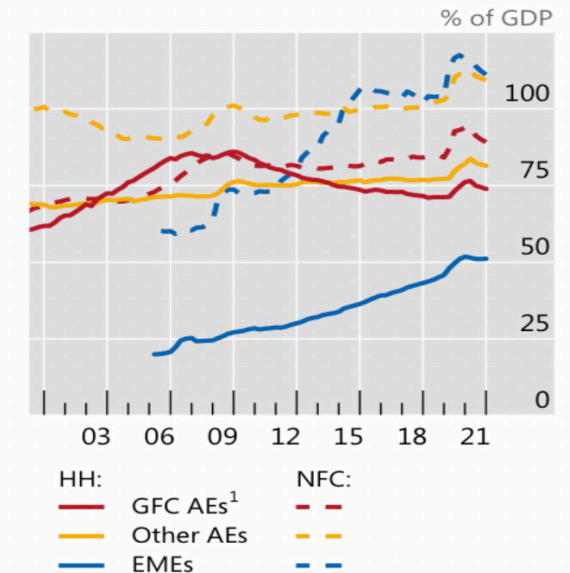
Los riesgos (IV):
Dominancia fiscal
y financiera

Comentario final:
El mundo bravío
de la política
monetaria

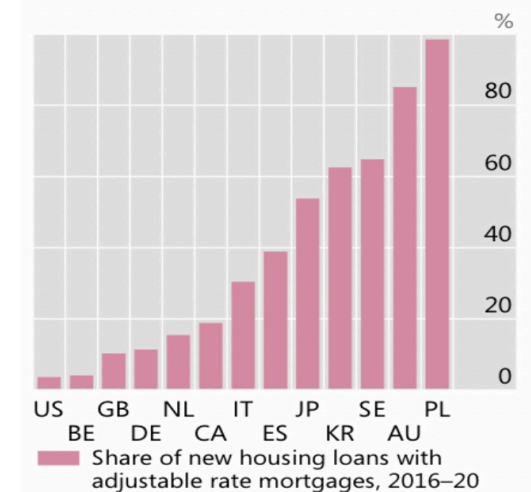
Los riesgos (IV): Dominancia fiscal y financiera

- Tras la Gran Crisis Financiera, la deuda global total ha crecido casi 60 puntos, hasta 264% PIB (US: 281%; EZ: 279%; Avanzados: 289%; Emergentes: 228%). Razones:
 - Endeudamiento de gobiernos y, en menor medida, empresas y hogares
 - Rescates financieros y pandemia
 - Crecimiento modesto
 - Tipos de interés históricamente bajos
- Riesgos de una deuda elevada:
 - Vulnerabilidad ante elevaciones fuertes/inesperadas de los tipos (apetito del mercado, condiciones monetarias): primas de riesgo
 - Arriesga la viabilidad de gastos, inversiones y proyectos: Sostenibilidad
 - Puede generar una recesión (norma desde los 80)
 - Limita la efectividad de la política monetaria (*debt trap*)

A. Private sector debt-to-GDP near historical highs in most countries



C. Floating rate housing loans pose a risk when rates rise



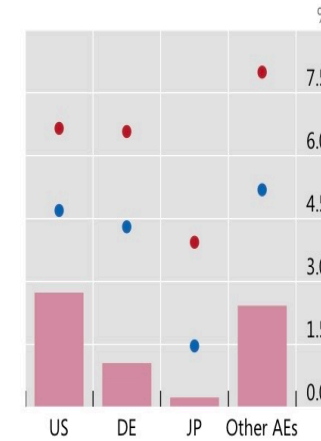
○ ¿Remedios?:

- Crecimiento económico (reformas)
- Consolidación fiscal
- Reestructuración
- ¿Inflación?

○ Riesgo dominancia financiera o fiscal:

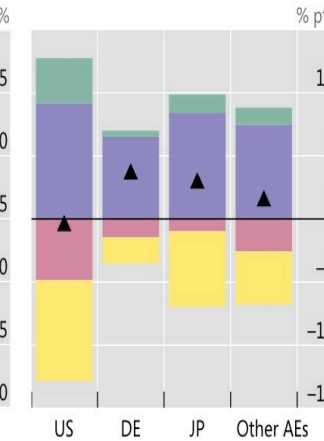
- Cuando la deuda es muy alta, el mercado puede asignar una cierta probabilidad a que el banco central renuncie a sus objetivos de inflación, manteniendo tipos bajos
- Mayor cuanto más vulnerabilidades financieras (bancos, deuda privada, bolsas...) y mayor la deuda pública
- Mayor cuanto menor sea la independencia legal y efectiva del banco central
- ¿Indicios? No, pero es necesaria la vigilancia:
 - Desanclaje de expectativas de inflación > 2%
 - Retraso en el ciclo de subidas de tipos y depreciación del euro
 - Diseño específico del “instrumento antifracturación”
 - Presiones explícitas o implícitas sobre el BCE

A. Markets expect modest long-run policy rate normalisation



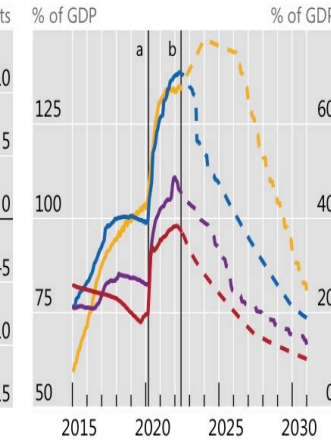
10-year sovereign bond yield:
 ■ 30 May 2022
 ● 1990-99 average
 ● 2000-07 average

B. Higher inflation and GDP growth limited rise in public debt in 2021



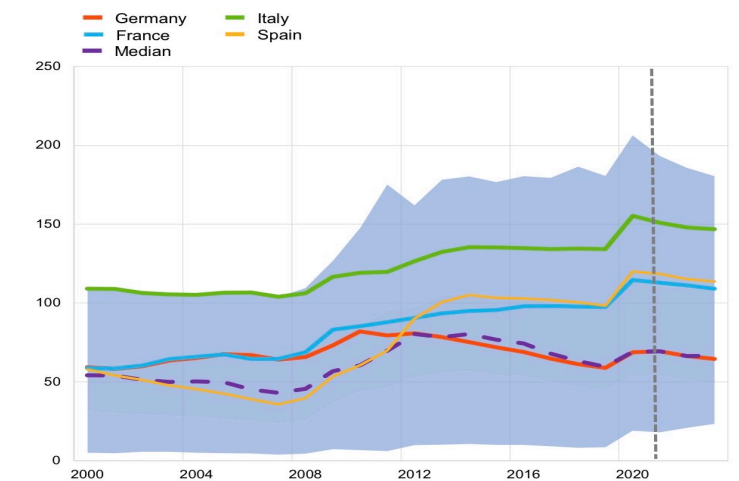
▲ Increase in public debt-to-GDP ratio
 Contribution of:
 ■ Primary deficit
 ■ Nominal interest payments
 ■ Inflation
 ■ Real GDP growth

C. Central bank balance sheet reduction will probably take time¹



Actual: Lhs: BoJ, Fed, ECB, BoE
 Projection: Lhs: BoJ, Fed, ECB, BoE
 Rhs: BoJ, Fed, ECB, BoE

Government debt in selected countries
(percent of GDP)



Sources: European Commission

De la pandemia a
la guerra

La respuesta de la
política monetaria

Una tarea
pendiente:
Revisión de la
estrategia del BCE

¿Han llegado
tarde los bancos
centrales?

Los riesgos (I):
Inflación

Los riesgos (II):
Estanflación

Los riesgos (III):
Fragmentación

Los riesgos (IV):
Dominancia fiscal
y financiera

Comentario final:
El mundo bravío
de la política
monetaria

Comentario final: El mundo bravío de la política monetaria

- **A punto de cumplir sus primeros 25 años, el BCE se enfrenta a una combinación de riesgos sin precedentes: inflación, recesión, fragmentación y dominancia financiero-fiscal**
- **¿Puede controlarse la inflación sin contribuir a un “aterrizaje duro”? Difícil...**
 - Elevados niveles de endeudamiento privado y público
 - Bajos tipos de interés de partida (muy negativos)
 - *Shock* de oferta persistente
- **...Pero no imposible**
 - Dos activos
 - Sistema bancario solvente
 - Un banco central independiente y experimentado
 - Otras políticas necesarias
 - Pacto de rentas (salarios y márgenes)
 - Políticas de oferta (competencia, liberalización comercial, transición verde ordenada...)
 - Política fiscal TTT (timely, targeted & temporary)
 - Comunicación clara del BCE al público y a los mercados
 - Avances en la integración económica europea (unión financiera y política fiscal común)