

26 de abril de 2021

“La respuesta de la política monetaria del Banco Central Europeo a la crisis del Covid-19”*

Publicado en la revista Economistas: “España 2020. Un balance”

Pablo Hernández de Cos, gobernador del Banco de España

*Las propuestas que se plantean en este artículo reflejan la opinión general del autor y no necesariamente las del Eurosistema. El artículo está cerrado con información a 7 de enero de 2021.

Introducción

El año 2020 será recordado por la inesperada irrupción del Covid-19, cuya expansión a escala global ha generado una crisis sanitaria y económica sin precedentes en la historia reciente. Su llegada a Europa a finales de febrero y comienzos de marzo propició un impacto económico nunca visto desde la Segunda Guerra Mundial, a causa de la brusca reducción tanto de la oferta como de la demanda de bienes y servicios (véanse gráficos 1 y 2).

GRÁFICO 1: CRECIMIENTO INTERTRIMESTRAL DEL PIB

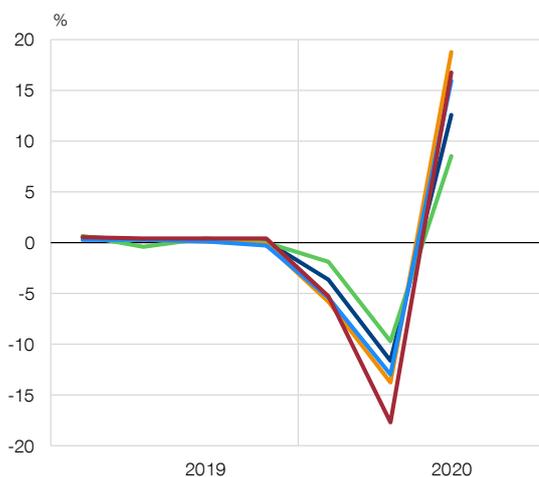
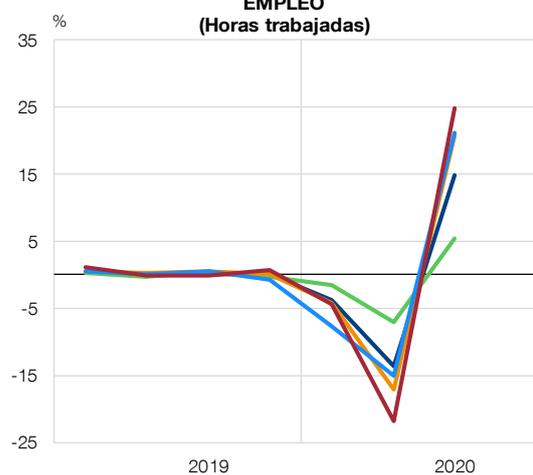


GRÁFICO 2: CRECIMIENTO INTERTRIMESTRAL DEL EMPLEO (Horas trabajadas)



Fuente: Eurostat. Última observación: Tercer trimestre de 2020

La gravedad de la perturbación ha requerido acciones de política económica contundentes a lo largo de todo 2020. En el área de la política monetaria, el Banco Central Europeo (BCE) ha desempeñado un papel crucial para estabilizar los mercados financieros y garantizar unas condiciones de financiación muy holgadas tanto para los Gobiernos como para las empresas y familias. Estas medidas han permitido a las autoridades públicas aplicar

medidas de apoyo a la economía sin precedentes y sin que surjan problemas de fragmentación financiera en el área del euro. Todo ello ha evitado un impacto más grave de la pandemia sobre la economía real y servirá también de soporte para la recuperación.

El objetivo de este artículo es hacer balance de la respuesta de la política monetaria del BCE a la pandemia, su motivación y su impacto en el área del euro. Para ello se proporciona un resumen de la actuación del BCE desde el inicio de la crisis. Se discuten en mayor detalle las medidas consideradas más relevantes para preservar unas condiciones financieras favorables y proteger la oferta de crédito. En paralelo, se ofrece una valoración de cómo han ayudado estas medidas a amortiguar el impacto financiero y económico de la crisis del Covid-19. Por último, se concluye analizando las perspectivas económicas actuales del área del euro y los desafíos a los que se enfrenta la política monetaria del BCE.

Las decisiones de política monetaria del BCE durante 2020

El objetivo de las medidas de choque de política económica adoptadas en primera instancia tras la irrupción del Covid-19 consistía en evitar que una perturbación tan severa, pero de carácter —en principio— temporal, generara efectos persistentes en el tiempo. La política fiscal es, sin duda, la herramienta más adecuada para actuar como primera línea de defensa en este contexto, dado que cuenta con los instrumentos para lograr ese objetivo con acciones inmediatas, focalizadas y que se acomoden a una duración incierta y heterogénea.

Con carácter general, la respuesta de los Gobiernos europeos ha estado a la altura de los retos que esta crisis planteaba. Una respuesta que, en esta ocasión, ha contado con un respaldo decidido de la Unión Europea (UE), sobre todo tras la aprobación por parte del Consejo Europeo del Fondo de Recuperación Europeo. Este respaldo de la acción supranacional europea se antoja fundamental, dado que es la vía más eficaz para garantizar que los efectos económicos de la pandemia sean superados en un plazo menor y a un coste más reducido por todos y cada uno de los países, particularmente en una situación en la que, aunque la crisis sea global, los efectos sobre las distintas economías están siendo asimétricos. Dada también la ausencia de una capacidad permanente de estabilización macroeconómica europea, el Fondo de Recuperación Europeo constituye una alternativa que puede lograr aquellos objetivos, además de constituir el embrión de ese marco institucional europeo que ahora echamos en falta.

Por su parte, la política monetaria ha actuado también de manera decidida. A la hora de entender las medidas adoptadas, hay que tener en cuenta que la irrupción del Covid-19 en el área del euro se produjo en un contexto de baja inflación y amplio estímulo monetario, con los tipos de interés de referencia en mínimos históricos, nuevas compras netas de activos bajo el programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés) y un calendario establecido de operaciones de refinanciación a plazo más largo con objetivo específico, las denominadas “TLTRO-III”.

Por su parte, la perturbación económica generada por la pandemia y las consiguientes medidas de contención se vio acompañada por un fuerte endurecimiento de las condiciones financieras en el área del euro. A medida que los diferentes Gobiernos anunciaban planes de contención de la enfermedad, los mercados financieros comenzaron a descontar fuertes caídas en la actividad económica y aumentos en el endeudamiento

público y privado. Esto impulsó al alza las primas de riesgo, es decir, la compensación que los inversores en bonos exigen por la probabilidad de impago del prestatario, con el consiguiente encarecimiento del coste de financiación para Gobiernos, familias y empresas, lo que necesariamente amplificaría la caída de la demanda agregada y, por ende, de la inflación (véanse gráficos 3 y 4).

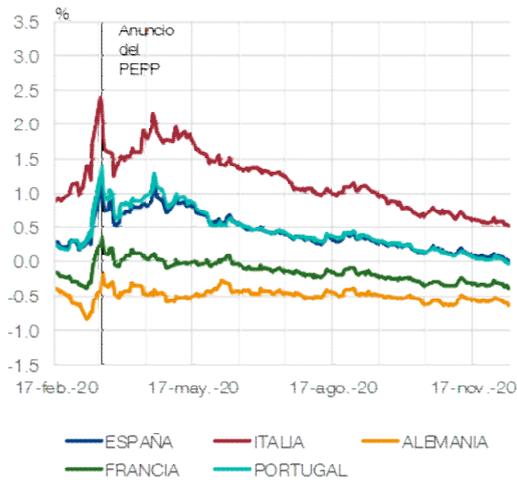
Ante esta situación, en el Consejo de Gobierno del BCE actuamos rápidamente, con el objetivo de revertir este endurecimiento en las condiciones de financiación de los distintos agentes económicos, para evitar de esta forma una mayor contracción económica y, posiblemente, un escenario deflacionario.

Un problema adicional específico del área del euro era el de la llamada “fragmentación” en la transmisión de la política monetaria común. Las condiciones de financiación de los Gobiernos varían de manera significativa entre países, como consecuencia de las diferentes primas de riesgo soberanas del área del euro. Ello afecta a su vez a las condiciones de financiación de empresas y entidades financieras, ya que en cada país el coste de la deuda del Gobierno suele actuar como “suelo” o “base” para la deuda corporativa y bancaria. Por ello, en aquellos países cuyos Gobiernos tengan mejores perspectivas de repago de su deuda y, por tanto, se financien en condiciones más favorables, las empresas y, a través del crédito bancario, los hogares también verán reducidos sus costes de endeudamiento.

La primera fase de la crisis del Covid-19 afectó de manera asimétrica a los países del área del euro, de modo que algunos, como Italia o España, que ya partían de niveles de deuda pública sustancialmente elevados, se vieron más afectados por la primera ola del virus, tanto epidemiológicamente como por su dependencia de sectores más vulnerables, como el turismo o la hostelería. La consecuencia fue un aumento de los costes de financiación mucho más pronunciado en estos países. Esta fragmentación incipiente suponía un desafío para la transmisión adecuada de la política monetaria común a todos los países del área.

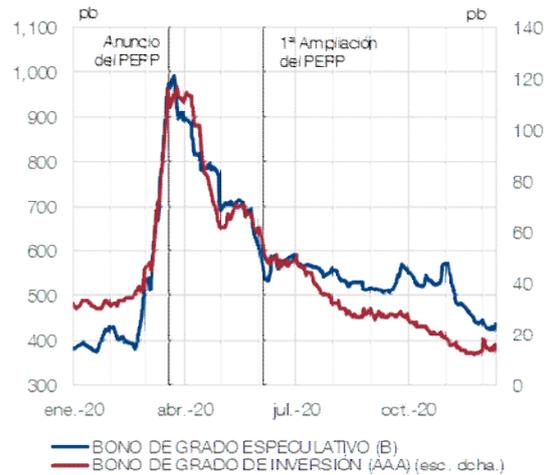
Ante esta situación, y con el doble objetivo de relajar las condiciones de financiación y reducir la fragmentación financiera entre los países del área, el Consejo de Gobierno del BCE introdujo en marzo un paquete integral de medidas que actuaron en dos dimensiones principales: la compra de activos y las operaciones de liquidez. Estas medidas se han ido ampliando con posterioridad, dada la persistencia de la pandemia y sus efectos negativos sobre la economía. A continuación, se discute cada una ellas.

GRÁFICO 3: TIPOS DE INTERÉS DE BONOS SOBERANOS A 10 AÑOS



Fuente: Thomson Reuters Datastream.
Última observación: 11/12/2020.

GRÁFICO 4: DIFERENCIALES DE TIPOS DE INTERÉS DE DEUDA CORPORATIVA RESPECTO A LA CURVA SWAP EN LA UEM



Fuente: Thomson Reuters Datastream.
Última observación: 11/12/2020.

Programa de compras de emergencia frente a la pandemia

El 18 de marzo anunciamos la puesta en marcha del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés). Este programa permite al BCE comprar bonos públicos y privados, así como otros instrumentos de deuda, y se dotó inicialmente con 750 mm de euros y una duración que alcanzaba hasta el final de 2020 (véase gráfico 5).

El BCE ya disponía de un programa de compra de activos, el APP, que aumentó de volumen al comienzo de la crisis. ¿Por qué necesitaba, entonces, un segundo programa? El APP mantiene una estructura relativamente rígida en cuanto a la distribución de las compras de activos tanto a lo largo del tiempo como por jurisdicciones. En cuanto al primer aspecto, bajo el APP se efectúan compras a un ritmo mensual aproximadamente constante. En cuanto al segundo aspecto, las compras del APP se distribuyen según la llamada “clave de capital”, un concepto que hace referencia al porcentaje del capital del BCE que posee cada banco central nacional, porcentaje que está ligado al peso económico y poblacional de cada país.

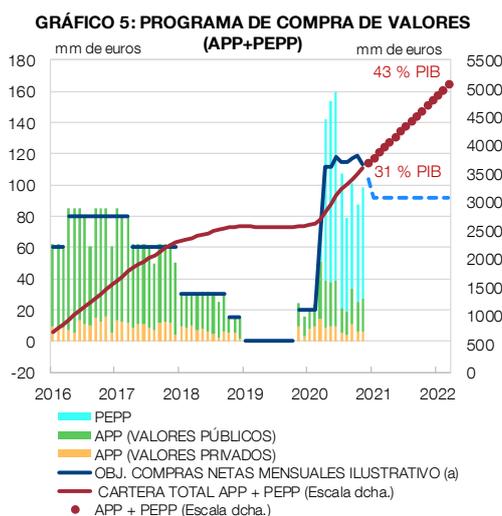
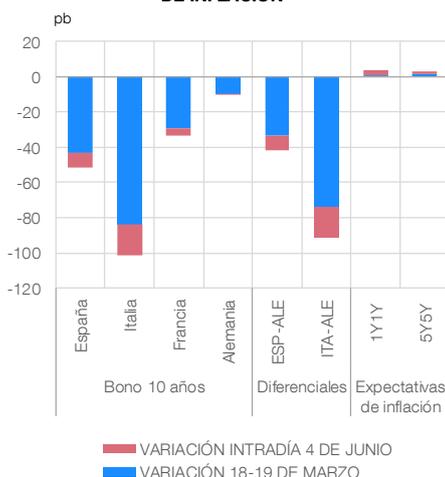


GRÁFICO 6: DEUDA SOBERANA Y EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN



FUENTES: BCE y Thomson Reuters Datastream. Última observación: noviembre, 2020.

Nota: En el objetivo de compras netas mensuales a partir de diciembre de 2020 (línea azul discontinua), a los 20 mm € mensuales aprobados el año anterior y ratificados en el Consejo de Gobierno de diciembre de 2020, se ha añadido el importe mensual correspondiente a las compras netas adicionales de 120 mm € del APP (aprobadas el 12 de marzo) que se realizarán hasta diciembre de 2020 y de 1850 mm € correspondientes al nuevo programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, aprobado el 18 de marzo y extendido y aumentado el 4 de junio y el 10 de diciembre), según el supuesto, a modo ilustrativo, de reparto uniforme de dichas compras hasta marzo de 2022 (en la práctica las compras podrán distribuirse de forma flexible en el tiempo).

Sin embargo, ante el severo deterioro de las condiciones financieras al comienzo de la crisis, la elevada incertidumbre sobre la evolución de la pandemia y los indicios de fragmentación financiera discutidos anteriormente, el BCE entendió que era necesario dotarse de una herramienta que le permitiera concentrar las compras de activos en determinados momentos de tiempo, así como en aquellas jurisdicciones con un mayor grado de tensionamiento de sus condiciones de financiación. El PEPP se diseñó precisamente con ese grado de flexibilidad en la distribución temporal y geográfica de las adquisiciones de activos, si bien para esta última la clave de capital continúa sirviendo de guía.

Gracias a esta flexibilidad, junto con el gran volumen de compra de activos previsto inicialmente, el anuncio de la creación del PEPP el 18 de marzo sirvió para reducir de manera sustancial los tipos de interés de la deuda soberana —en especial, la de países que en ese momento se estaban viendo más gravemente afectados por la crisis sanitaria, como Italia y España— y, por ende, de la bancaria y corporativa (véase gráfico 6).

En definitiva, el PEPP logró frenar en seco el deterioro de los mercados financieros del área del euro y dio paso a un proceso de relajación gradual de las condiciones de financiación que continúa hasta la actualidad. Esta relajación ha sido crucial para otorgar margen de actuación a las autoridades fiscales de todos los países del área, lo que les ha permitido desplegar actuaciones de sostenimiento de rentas de hogares y empresas y de apoyo al crédito sin precedentes.

No obstante, la evolución de la crisis económica generada por la pandemia exigió una ampliación del PEPP en junio de 2020 de 600 mm de euros, hasta los 1,35 billones de euros, y su duración se extendió hasta junio de 2021 (junto con el compromiso de reinversión de vencimientos hasta al menos el final de 2022).

Asimismo, una vez iniciada la fase de frágil recuperación en el tercer trimestre de 2020, y ante las posibles consecuencias económicas derivadas de la reactivación de la pandemia a finales de año, en el Consejo de Gobierno del BCE decidimos recalibrar nuevamente el PEPP en diciembre, mediante el incremento de su dotación en 500 mm de euros, hasta un total de 1,85 billones de euros, y mediante la ampliación del horizonte de compras netas al menos hasta finales de marzo de 2022. Asimismo, se prolongó el horizonte de reinversión de vencimientos hasta al menos el final de 2023¹.

Operaciones de provisión de liquidez

El BCE introdujo también una serie de medidas orientadas a fomentar la provisión de crédito bancario a la economía real en el contexto de la crisis del Covid-19. En el área del euro, los bancos constituyen la principal fuente de financiación de familias, trabajadores autónomos y empresas —en especial, las pymes, dada su menor capacidad para financiarse en los mercados de capitales—, por lo que era imprescindible evitar una contracción severa del flujo de crédito a la economía real. El riesgo de dicha contracción derivaba principalmente de dos factores: por un lado, la posibilidad de que los mercados monetarios se deteriorasen hasta el punto de comprometer el acceso a estos de los bancos y, por otro, la posible reticencia de las propias entidades bancarias a asumir nuevos riesgos en forma de préstamos en un contexto de enorme incertidumbre económica.

Para hacer frente al primero de estos riesgos, el BCE introdujo una línea de operaciones de refinanciación a plazo más largo (LTRO, por sus siglas en inglés). Estas operaciones proporcionaron a los bancos “financiación puente” en condiciones ventajosas hasta finales de junio de 2020, momento en que tendría lugar una importante subasta de liquidez, a la que haremos referencia posteriormente. Esta medida contribuyó a estabilizar los costes de financiación del sector bancario en la fase inicial de la pandemia (véase gráfico 7).

En previsión de que las LTRO fuesen necesarias para algunos bancos más allá de junio, el BCE introdujo unas nuevas operaciones de financiación a plazo más largo de emergencia frente a la pandemia (PELTRO, por sus siglas en inglés) a finales de abril. Estas operaciones tienen un coste superior a las LTRO, ya que se conciben solo para su uso en situaciones excepcionales².

En cuanto al segundo riesgo, la reticencia de los bancos a extender nuevos préstamos en un entorno económico tan complejo, el BCE ya disponía de un instrumento para incentivar a los bancos a proporcionar crédito: las operaciones de refinanciación a plazo más largo

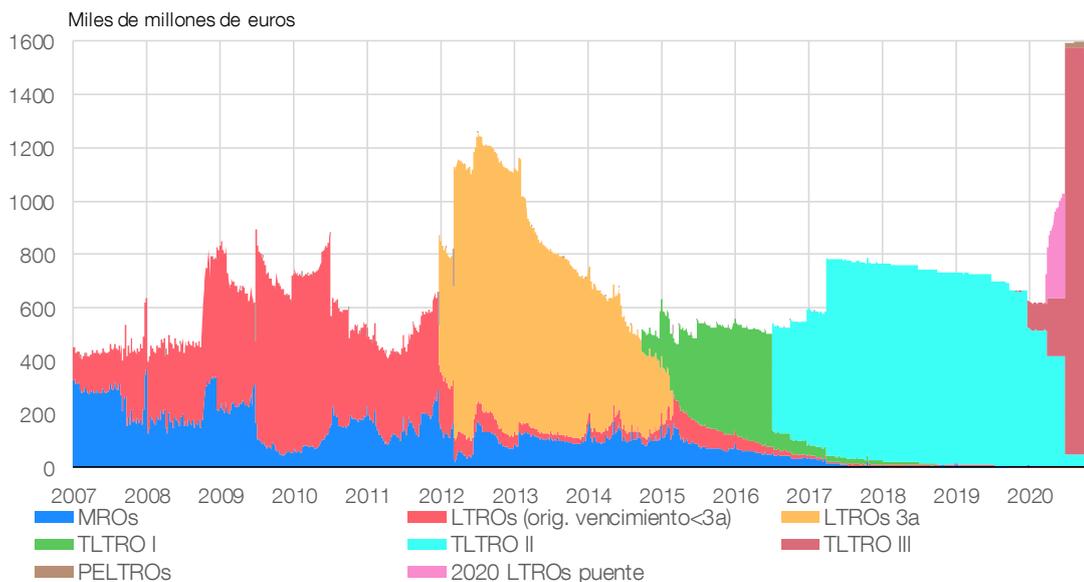
¹ En la reunión del Consejo de Gobierno del BCE del 10 de diciembre de 2020 se decidió también, en el marco del APP, continuar con las compras netas a un ritmo mensual de 20 mm de euros durante el tiempo que sea necesario para reforzar el impacto acomodaticio de sus tipos oficiales y que finalicen poco antes de que comience a subir los tipos de interés oficiales del BCE. Adicionalmente, se seguirá reinvertiendo íntegramente el capital de los valores adquiridos que vayan venciendo durante un período prolongado tras la fecha en la que comience a subir los tipos de interés oficiales del BCE.

² En particular, se decidió llevar a cabo siete operaciones, comenzando en mayo de 2020, con plazos de vencimiento escalonados en el tercer trimestre de 2021. Estas operaciones se han venido efectuando mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena, a un tipo de interés 25 puntos básicos (pb) inferior al tipo MRO medio vigente durante la vida de cada PELTRO.

con objetivo específico (TLTRO, por sus siglas en inglés)³. Este programa otorga a los bancos financiación en condiciones especialmente ventajosas, siempre y cuando cumplan con unos objetivos de concesión de crédito a empresas y hogares (en este último caso, excluyendo el crédito para compra de vivienda). Con la llegada de la pandemia, este programa se modificó con el objetivo de hacerlo aún más atractivo para los bancos, permitiéndoles obtener financiación de forma temporal a un tipo de interés tan bajo como el -1 % con la condición de no reducir su volumen de crédito elegible.

Para obtener liquidez en las operaciones de refinanciación del Eurosistema, incluidas las TLTRO, los bancos participantes, no obstante, deben presentar activos de garantía, el llamado “colateral”, con el fin de proteger el Eurosistema ante eventuales quiebras bancarias⁴. Por ello, para favorecer que los bancos pudieran obtener una mayor cantidad de financiación en estas operaciones, el BCE relajó las condiciones de su marco de colateral. Entre las medidas adoptadas, cabe destacar la reducción del recorte (*haircut*) medio que se aplica sobre el valor de los activos de garantía y la aceptación como elegibles de activos de mayor riesgo, incluidos créditos garantizados por los distintos programas de las autoridades nacionales, como los avales del Instituto de Crédito Oficial (ICO) en el caso de España. De esta manera, los bancos comerciales podían aumentar la liquidez obtenida del Eurosistema usando como garantía sus préstamos a la economía real.

GRÁFICO 7: OPERACIONES DE REFINANCIACIÓN DEL EUROSISTEMA (SALDOS VIVOS)



Fuente: Altavilla, Barbiero, Boucinha, Burlon (2020) The Great Lockdown: Pandemic Response Policies and Bank Lending Conditions, ECB Working Paper No. 2465. Última observación: 30 de octubre de 2020.

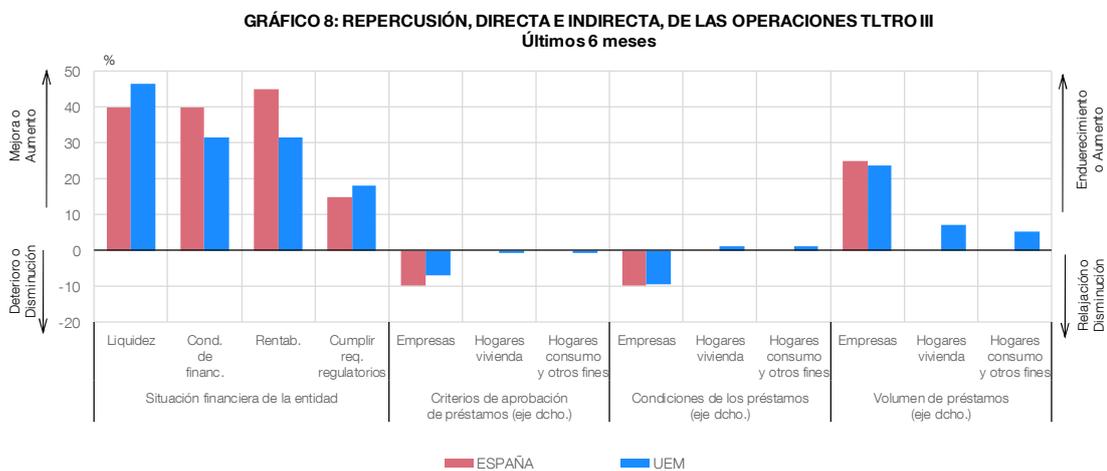
En diciembre de 2020, en un contexto marcado por el recrudecimiento de la pandemia en el área del euro, en el Consejo de Gobierno decidimos reajustar algunas de estas medidas de provisión de liquidez al menos en tres dimensiones. En primer lugar, decidimos recalibrar las condiciones de las TLTRO, ampliando en doce meses, hasta junio de 2022, el período

³ La actual línea de operaciones TLTRO, denominada “TLTRO-III”, al ser la tercera de estas líneas implementada por el BCE desde 2014, fue introducida en septiembre de 2019. En lo sucesivo, usaremos “TLTRO” para referirnos a las TLTRO-III.

⁴ Véase el recuadro 3.2 del Informe Anual 2019 del Banco de España para más información.

durante el que se aplicará el tipo de interés bonificado para los bancos que cumplan con el objetivo de concesión de crédito, programando tres operaciones trimestrales adicionales entre junio y diciembre de 2021, y aumentando la cuota máxima de fondos TLTRO que cada entidad puede obtener desde el 50 % hasta el 55 % de sus préstamos elegibles⁵. En segundo lugar, decidimos ampliar hasta junio de 2022 la duración de las medidas de flexibilización del marco de colateral descritas anteriormente, con el objetivo de favorecer que las entidades puedan continuar participando en las operaciones de liquidez del Eurosistema, especialmente en las TLTRO⁶. Y, en tercer lugar, se decidió ofrecer otras cuatro operaciones PELTRO en 2021, que seguirán proporcionando apoyo a la liquidez de las entidades bancarias.

La combinación de estas medidas está resultando ciertamente exitosa. Las operaciones semanales LTRO proporcionaron cantidades importantes de liquidez a los bancos en los meses más duros de la pandemia. Por su parte, en la operación TLTRO de junio, los bancos participantes recibieron financiación por un importe total de 1,31 billones de euros, récord histórico en las operaciones de refinanciación del Eurosistema. Y, lo que es más importante, la evidencia reciente disponible sugiere que los bancos participantes (tanto los españoles como los del área del euro en su conjunto) han utilizado una parte sustancial de la financiación recibida para seguir proporcionando crédito a la economía real⁷ (véase gráfico 8). En definitiva, todas estas operaciones han desempeñado un papel fundamental a la hora de preservar la oferta de crédito bancario en el área del euro, contribuyendo al vigor mostrado desde el comienzo de la pandemia por las nuevas operaciones de financiación, en especial en el caso del crédito dirigido a empresas y autónomos, y a mantener los tipos de interés de los préstamos en niveles históricamente bajos (véanse gráficos 9 y 10).



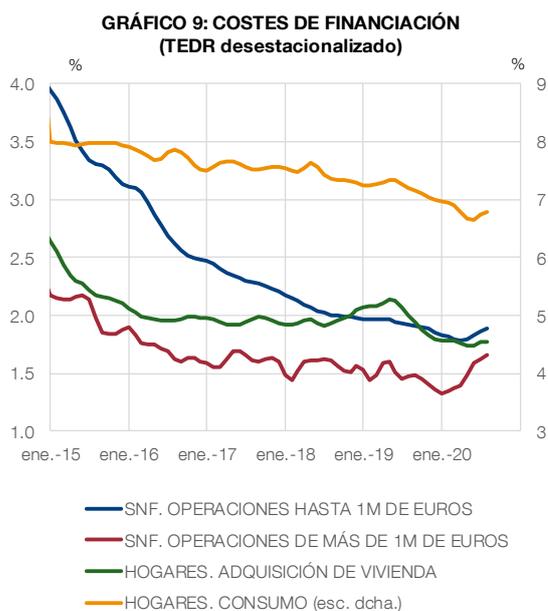
Fuentes: Banco Central Europeo y Banco de España. Encuesta de préstamos bancarios de octubre de 2020.

⁵ Con el objetivo anteriormente mencionado de ofrecer un incentivo a las entidades para mantener el nivel actual de crédito bancario, las condiciones de financiación reajustadas de las TLTRO se aplicarán únicamente a las entidades que alcancen un nuevo objetivo de concesión de préstamos.

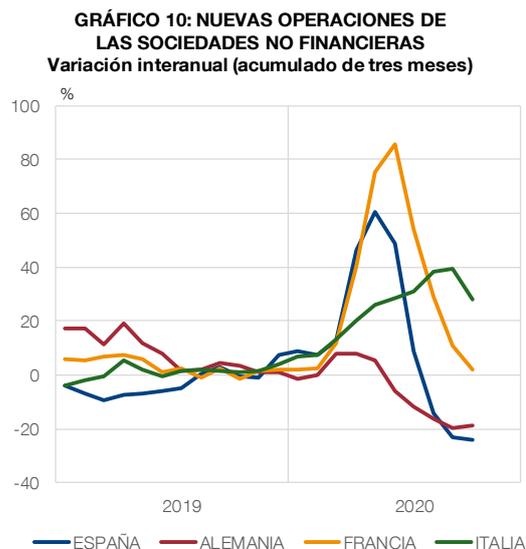
⁶ En el Consejo de Gobierno del BCE nos hemos comprometido a reevaluar las medidas de flexibilización de los criterios de admisión de activos de garantía antes de junio de 2022, asegurando que la participación de las entidades de contrapartida del Eurosistema en las operaciones TLTRO no se vea afectada negativamente.

⁷ Véase, por ejemplo, la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB) del mes de octubre. Un resumen de los resultados de la encuesta para los bancos españoles participantes puede verse en [Menéndez-Pujadas y Mulino \(2020\)](#).

La complementariedad de estas medidas y las adoptadas tanto por los Gobiernos nacionales —en particular, los programas de avales públicos a la concesión de crédito— como por las autoridades prudenciales —orientadas a permitir a las entidades financieras el uso de algunos de los colchones de capital acumulados en los últimos años— ha resultado determinante para facilitar el flujo de financiación a la economía durante la crisis. A modo de ejemplo, en España el coste del crédito a empresarios individuales llegó a caer cerca de 80 pb en los meses iniciales de la pandemia, condicionado en parte por la introducción de la primera línea de avales del ICO, la cual ha permitido a autónomos y a empresas financiarse a menor coste y a un mayor plazo de amortización⁸.



Fuente: Banco de España. Última observación: julio, 2020.
 Nota: TEDR (tipo efectivo definición restringida) no incluyen gastos ni comisiones ligados al préstamo.



Fuente: Banco de España. Última observación: octubre, 2020.

Efectos macroeconómicos de las medidas de política monetaria

Más allá de su impacto sobre las condiciones de financiación de empresas, hogares y Gobiernos, es preciso valorar si todas estas medidas han servido para su fin último, que no es sino apoyar la actividad económica del área del euro y, de esta forma, favorecer el ajuste de la inflación hacia su objetivo de medio plazo, caracterizado como una inflación inferior, pero cercana, al 2 %, conforme al mandato de estabilidad de precios que tiene asignado el BCE.

Para evaluar la efectividad macroeconómica de las medidas de política monetaria, es posible utilizar diversos modelos macroeconómicos. Así, estimaciones realizadas por investigadores del Banco de España sugieren que el PEPP tendría un impacto positivo de primer orden sobre la inflación y sobre la tasa de crecimiento del PIB durante el período 2020-2022, tanto en el conjunto del área del euro como en España⁹. El impacto sobre el PIB

⁸ Para más detalle sobre la evolución de la financiación a empresas y hogares en el contexto de la crisis del Covid-19, véase *Alves et al. (2020)*.

⁹ Véase *Aguilar et al. (2020)*.

sería superior en el caso de la economía española, debido principalmente al mayor efecto del programa sobre el coste de la deuda soberana española que sobre el del resto del área.

No obstante, cabe señalar la dificultad de cuantificar con precisión el grado de deterioro financiero y económico que se habría producido de no haberse llevado a cabo el PEPP y el resto de las medidas, y, por tanto, de estimar el efecto total que habrían tenido aquellas sobre la evolución macroeconómica del área del euro. En efecto, uno de los principales efectos de las medidas de política monetaria, en un entorno tan adverso como el que se produjo en los primeros momentos de la crisis pandémica, es evitar interrupciones en los mercados financieros que acaben generando crisis económicas más profundas y persistentes¹⁰.

Por otra parte, las decisiones de política monetaria adoptadas por el BCE, y en especial las relativas al PEPP, tienen una especial relevancia desde el punto de vista de la política presupuestaria de los países del área del euro, dado que han otorgado margen de actuación a las autoridades fiscales, para mantener las medidas de apoyo a la economía. Esto es particularmente importante en países como España, que se ha visto especialmente afectada por la crisis del Covid-19 y que partía de niveles de déficit y deuda pública elevados. La actuación del BCE está permitiendo evitar un aumento de los costes de financiación que, en su caso, habría limitado significativamente la capacidad de las autoridades fiscales nacionales de apoyar la economía.

Retos a corto plazo para la economía del área del euro y la política monetaria del BCE

En todo caso, a principios de 2021 resulta evidente que aún es pronto para dar por concluida la crisis económica derivada del Covid-19. Si bien las noticias sobre la disponibilidad de las vacunas a finales de 2020 son bienvenidas y reducen la probabilidad de los escenarios más severos, el recrudescimiento reciente de la pandemia y la reimposición de medidas de contención sirven como señales de advertencia de que el camino de la recuperación seguirá siendo largo y estará lleno de riesgos.

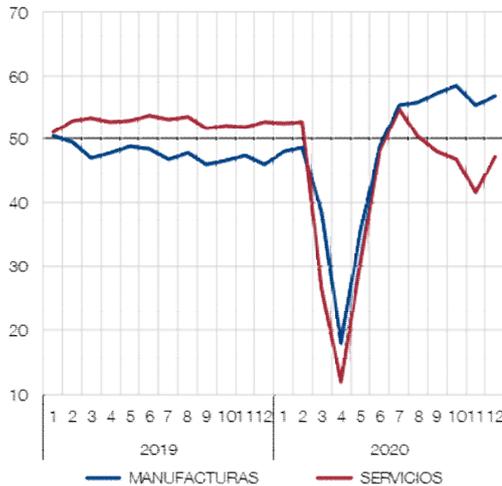
Es cierto que la actividad económica repuntó en el tercer trimestre, tras una caída del PIB del área del euro en el segundo trimestre sin precedentes. Sin embargo, esta recuperación, aún parcial, presenta una elevada heterogeneidad, tanto por áreas geográficas como por ramas de actividad. Así, el nivel de PIB alcanzado durante el tercer trimestre fue todavía un 4,4 % inferior al observado en el último trimestre de 2019. Por países, dentro de las cuatro economías con mayor tamaño de la Unión Económica y Monetaria, la pérdida de producto en relación con el nivel de finales de 2019 fue más pronunciada en España —un 9,1 %— que en Italia, Alemania y Francia (que registraron caídas del 4,7 %, el 4 % y el 3,7 %, respectivamente).

Además, la recuperación es frágil, dados el recrudescimiento de la pandemia en los últimos meses de 2020 y la reintroducción de medidas de contención. Los indicadores de actividad, como el PMI o el índice de sentimiento económico de la Comisión Europea, reflejaron desde

¹⁰ Para un análisis de los efectos del PEPP en los mercados financieros, véase el [recuadro 3.3 del Informe Anual 2019 del Banco de España](#). Para un análisis sobre cómo afecta el programa de compras del sector corporativo a la financiación de empresas no financieras, véase *Arce et al. (2020)*.

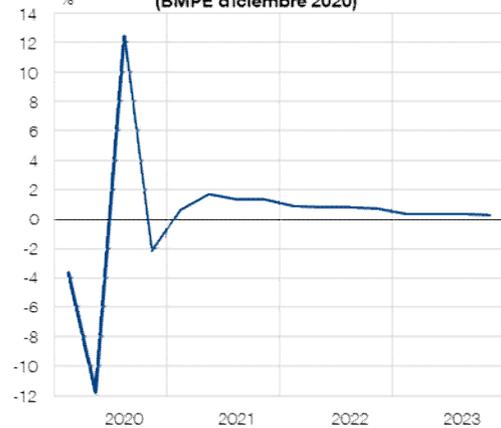
agosto una cierta ralentización de la actividad, sobre todo en el sector de servicios. Como resultado, la recuperación sigue sometida a una notable incertidumbre (véase gráfico 11). De hecho, en su último ejercicio de proyecciones, publicado en diciembre, el Eurosistema espera una leve contracción en el último trimestre de 2020 (véase gráfico 12).

GRÁFICO 11: PMI DE PRODUCCIÓN DE LA UEM



Fuente: Markit Economics.
Última observación: Diciembre 2020 (preliminar)

GRÁFICO 12: PREVISIONES DE CRECIMIENTO INTERTRIMESTRAL DE LA UEM (BMPE diciembre 2020)

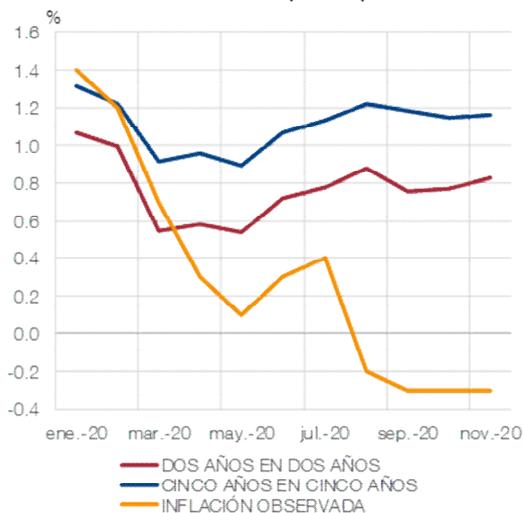


Fuente: Banco Central Europeo

Asimismo, las proyecciones del Eurosistema muestran un empeoramiento de las expectativas de crecimiento para 2021. En concreto, el escenario central contempla una disminución del PIB del área del euro de un 7,3 % en 2020, seguida de un aumento del 3,9 % en 2021, 1,1 puntos porcentuales por debajo del que se esperaba en septiembre. Además, los riesgos para este este escenario central se mantienen a la baja, aunque, dadas las noticias mencionadas sobre las vacunas, serían de magnitud algo inferior a la de septiembre. Por otra parte, el nivel del PIB previo a la crisis no se alcanzaría hasta el final de 2022.

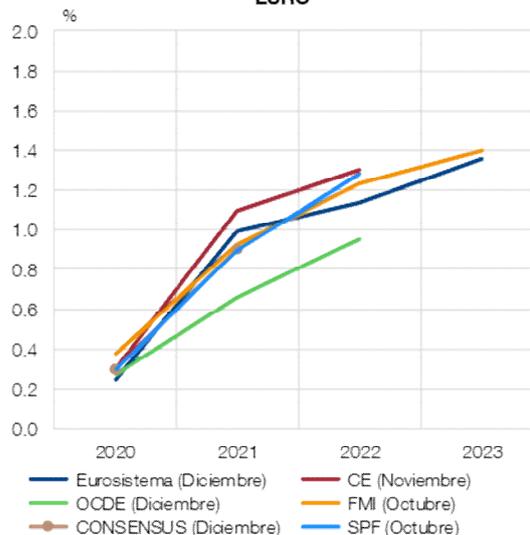
En cuanto a la inflación, esta se situó en diciembre en el $-0,3\%$, y su componente más estable, que excluye la energía y los alimentos, se situó en un nivel muy reducido, del $0,2\%$, mínimo histórico de la serie. En conjunto, las proyecciones del Eurosistema prevén un avance de solo un $0,2\%$ en 2020, que se elevaría hasta el 1% en 2021. Si bien las proyecciones apuntan a una aceleración adicional de los precios en 2022 ($1,1\%$) y 2023 ($1,4\%$), estas tasas aún permanecerían muy alejadas del objetivo de medio plazo de estabilidad de precios del BCE (véanse gráficos 13 y 14).

GRÁFICO 13: UEM: INFLACIÓN Y EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN (SWAPS)



Fuente: Thomson Reuters Datastream.
Última observación: noviembre, 2020.

GRÁFICO 14: PREVISIONES DE INFLACIÓN DEL ÁREA DEL EURO



Fuente: Thomson Reuters Datastream.

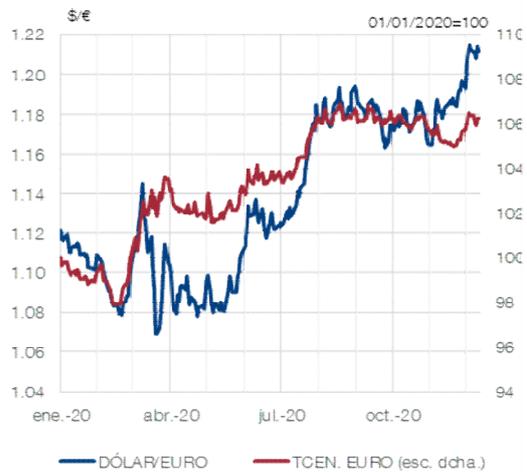
Este es el contexto en el que el Consejo de Gobierno del BCE decidió en diciembre la ampliación de las medidas mencionadas. Con la recalibración realizada, buscamos mantener unas condiciones financieras favorables durante la pandemia y evitar la reaparición de fragmentación financiera en los próximos trimestres, así como continuar preservando la provisión de financiación bancaria a empresas y a hogares, lo que respaldará la actividad económica y salvaguardará la estabilidad de precios a medio plazo.

De cara al futuro, la elevada incertidumbre y fragilidad de la recuperación del área del euro, una inflación prevista a medio plazo que se encuentra muy por debajo de nuestro objetivo y una evolución del tipo de cambio efectivo nominal que en los últimos meses ha contrarrestado una buena parte de nuestro estímulo (véase gráfico 15) permiten concluir que no cabe margen para la complacencia en relación con la política monetaria. Por ello, desde el Consejo de Gobierno del BCE hemos enfatizado que seguimos dispuestos a ajustar todos nuestros instrumentos según proceda, a fin de asegurar que la inflación avance hacia su objetivo de forma sostenida, en línea con nuestro compromiso de simetría. También seguiremos haciendo un seguimiento de la evolución del tipo de cambio en relación con sus posibles efectos para las perspectivas de inflación a medio plazo.

En el caso del PEPP, el objetivo es mantener unas condiciones de financiación favorables durante el período ampliado (véase gráfico 16), lo que implica que se realizarán las compras con flexibilidad, de acuerdo con las condiciones de mercado, y con vistas a evitar un endurecimiento de las condiciones de financiación que impida contrarrestar el impacto a la baja de la pandemia en la senda de inflación proyectada. Por otra parte, se mantendrá la flexibilidad de las compras a lo largo del tiempo, entre distintas clases de activos y entre jurisdicciones, de manera que se garantice la correcta transmisión de la política monetaria y se eviten problemas de fragmentación financiera. Si las condiciones de financiación favorables pueden mantenerse con unos flujos de compras de activos que no agoten la dotación del programa durante el horizonte de las compras netas del PEPP, no será necesario utilizarla íntegramente. Por el contrario, el volumen aprobado puede recalibrarse adicionalmente si resultara necesario para mantener unas condiciones de financiación

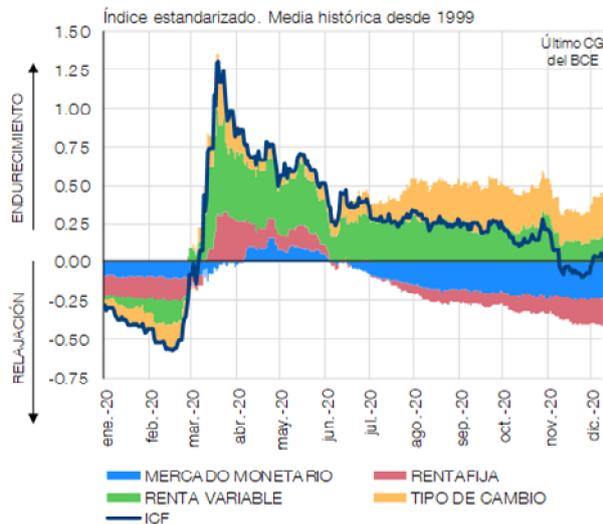
favorables que contribuyan a contrarrestar el impacto negativo de la pandemia en la senda de la inflación. En todo caso, se efectuarán compras netas hasta que el Consejo de Gobierno considere que la fase de crisis del coronavirus ha terminado.

GRÁFICO 15: TIPOS DE CAMBIO



Fuente: Banco de España. Última observación: 11/12/2020.

GRÁFICO 16: ÍNDICE DE CONDICIONES FINANCIERAS (Nivel y componentes)



Fuentes: Bloomberg, Datastream y elaboración propia. Última observación: 11/12/2020

La ampliación de las compras del PEPP permitirá una presencia continuada en el mercado y un respaldo más duradero del estímulo monetario. El mantenimiento de unas condiciones de financiación favorables durante el período de la pandemia contribuirá a reducir la incertidumbre y a fomentar la confianza, lo que estimulará el gasto en consumo y la inversión empresarial, y, en última instancia, respaldará la recuperación económica y ayudará a contrarrestar el impacto a la baja de la pandemia en la senda de inflación proyectada.

Por su parte, los tipos de interés oficiales del BCE continuarán en los niveles actuales, o en niveles inferiores, hasta que observemos una convergencia sólida de las perspectivas de inflación hasta un nivel suficientemente próximo, aunque inferior, al 2 % en nuestro horizonte de proyección, y dicha convergencia se haya reflejado de forma consistente en la evolución de la inflación subyacente.

Asimismo, en el marco del programa APP las compras netas continuarán, a un ritmo mensual actual de 20 mm de euros, durante el tiempo que sea necesario para reforzar el impacto acomodaticio de nuestros tipos oficiales. Se espera que estas compras netas finalicen poco antes de que comencemos a subir los tipos de interés oficiales del BCE. Asimismo, prevemos seguir reinvertiendo íntegramente el principal de los valores adquiridos en el marco del APP que vayan venciendo durante un período prolongado tras la fecha en la que comencemos 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.

Finalmente, el resto de las autoridades económicas, nacionales y europeas, deben entender que, dada la incertidumbre sobre la evolución futura de la pandemia y, por tanto, sobre la solidez de la recuperación económica, es fundamental mantener las medidas de estímulo,

ahora de una manera más selectiva y focalizada. Una retirada prematura de estas supondría unos perjuicios para el tejido productivo del área del euro y, potencialmente, para nuestro sistema financiero que exceden los posibles costes a medio plazo de mantenerlas en el tiempo.

Bibliografía

- Aguilar, P., Ó. Arce, S. Hurtad, J. Martínez-Martín, G. Nuño y C. Thomas (2020). «La respuesta de la política monetaria del Banco Europeo frente a la crisis del Covid-19», Documento Ocasional, n.º 2026, Banco de España.
- Altavilla, C., F. Barbiero, M. Boucinha y L. Burlon (2020). *The Great Lockdown: Pandemic Response Policies and Bank Lending Conditions*, Documento de Trabajo n.º 2465, Banco Central Europeo.
- Alves, P., R. Blanco, S. Mayordomo, F. Arrizabalaga, J. Delgado, G. Jiménez, E. Pérez Asenjo, C. Pérez Montes y C. Trucharte (2020). «Evolución reciente de la financiación y del crédito bancario al sector privado no financiero», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 4/2020, Banco de España.
- Arce, Ó., R. Gimeno y S. Mayordomo (2020). «Making room for the needy: the credit-reallocation effects of the ECB's corporate QE», de próxima publicación en *Review of Finance*.
- Banco de España (2020). «El papel de las políticas económicas ante la pandemia en el plano internacional» capítulo 3, *Informe Anual 2019*.
- Menéndez-Pujadas, Á., y M. Mulino (2020). «Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: octubre de 2020», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 4/2020, Banco de España.