

# LA POLÍTICA MONETARIA DEL BANCO CENTRAL EUROPEO FRENTE A LA CRISIS PANDÉMICA

Pablo AGUILAR

Ana ARENCIBIA

James COSTAIN

Samuel HURTADO

Jaime MARTÍNEZ-MARTÍN

Galo NUÑO

Carlos THOMAS

*Banco de España*

La irrupción del COVID-19 en el área del euro ha generado una crisis sanitaria y económica sin precedentes en la historia reciente. En el ámbito de la política monetaria, ha planteado al menos tres grandes desafíos para el Banco Central Europeo (BCE): estabilizar los mercados financieros del área del euro, proteger la oferta de crédito a la economía real, y contrarrestar el impacto adverso de la pandemia en la senda de inflación proyectada a medio plazo.

Ante esta situación, la reacción de las autoridades económicas ha resultado enérgica y contundente. En particular, el BCE ha desempeñado un papel muy notable a la hora de hacer frente al endurecimiento inicial de las condiciones financieras producido por la crisis pandémica y, de esta forma, evitar un impacto más severo de esta sobre la economía real. Una respuesta de política monetaria insuficiente habría implicado un deterioro mucho más pronunciado de las condiciones de financiación y un período más largo de inflación baja, poniendo en riesgo la convergencia a su objetivo de inflación y debilitando así —a través de unos tipos de interés reales más altos— la recuperación de la inversión y el consumo.

El objetivo de este artículo es resumir las medidas adoptadas por el BCE para hacer frente a la crisis pandémica, con especial énfasis en las operaciones de refinanciación con objetivo específico (*TLTRO*, por sus siglas en inglés) y el Programa de Compras de Emergencia frente a la Pandemia (*PEPP*, por sus siglas en inglés), explicar la motivación que llevó a adoptarlas y analizar sus efectos financieros y económicos. Para ello se proporciona, en primer lugar, detalle de las diversas medidas tomadas por el BCE desde marzo de 2020 hasta la fecha de cierre de este documento, algo más de dos años después. Tras ello, se analiza, mediante diversas herramientas cuantitativas, cuál ha sido el posible impacto económico y financiero, tanto en España como en el área del euro en su conjunto, de la principal medida adoptada: el *PEPP*.

Un primer grupo de medidas tuvo por objeto las operaciones de refinanciación del BCE con las entidades bancarias. La combinación de operaciones de provisión de liquidez a largo plazo (*LTRO*, *TLTRO-III* y *PELTRO*) ha jugado un papel fundamental a la hora de preservar la oferta de crédito bancario en el área del euro, contribuyendo al vigor mostrado por las nuevas operaciones de financiación desde el comienzo de la pandemia y a mantener los tipos de interés de los préstamos en niveles históricamente bajos. La subasta *TLTRO-III* de junio de 2020, por ejemplo, alcanzó los 1,3 billones de euros adjudicados a los bancos del área del euro, récord histórico en las operaciones de financiación del BCE.

El segundo gran bloque de medidas tuvo como protagonistas a sus programas de compras de activos (*APP* y *PEPP*). Para ofrecer una aproximación cuantitativa del impacto del *PEPP* sobre los mercados financieros y la macroeconomía del área del euro y, más en particular, de España se emplean diferentes metodologías.

En primer lugar, se lleva a cabo un «análisis de eventos» con objeto de identificar el impacto inmediato de los anuncios del *PEPP* sobre los mercados financieros. Los resultados indican que tanto el anuncio inicial del *PEPP* como, en menor medida, el de la ampliación de junio –que estaba en parte descontada por los mercados– tuvieron un efecto positivo en los principales índices bursátiles del área del euro y de España, así como en los correspondientes subíndices del sector bancario, y también que redujeron la volatilidad bursátil. Asimismo, ambos anuncios causaron fuertes caídas de las rentabilidades de la deuda soberana, sobre todo de la italiana y la española, así como de sus diferenciales respecto al bono alemán.

A continuación, para entender los mecanismos de transmisión del impacto del *PEPP* en los mercados financieros y, en particular, en los rendimientos de la deuda soberana, se emplea un modelo estructural de curva de tipos. Los resultados del modelo sugieren que el impacto principal del anuncio del *PEPP* se produjo a través de una importante reducción en la prima de riesgo crediticio soberano. Ello se debe a una disminución de la probabilidad de impago y también a la extracción del mercado de una cantidad sustancial de bonos con riesgo crediticio, todo lo cual habría reducido la compensación exigida por los inversores privados para absorber el riesgo de crédito restante.

Por último, se utilizan modelos macroeconómicos para estimar los efectos del *PEPP* sobre las principales variables macroeconómicas, con especial atención a la inflación y el PIB. En particular, se utilizan un modelo dinámico y estocástico de equilibrio general (*DSGE*, por sus siglas en inglés) y un modelo autorregresivo vectorial y estructural (*SVAR*, por sus siglas en inglés). Los resultados de los modelos macroeconómicos sugieren que el *PEPP* habría tenido un efecto de primer orden sobre la actividad económica, el empleo y la inflación en el área del euro y en España. No obstante, es importante destacar el grado de incertidumbre en estas estimaciones, sobre todo en el caso español.

En conclusión, la respuesta de la política monetaria del BCE a la crisis pandémica ha sido efectiva, en la medida en que el paquete de medidas adoptadas ha sido capaz de mantener unas condiciones de financiación favorables en el área del euro. Se ha tratado de una reacción de política monetaria ágil y decidida, que a la postre ha resultado crucial para mitigar el impacto económico y financiero de la pandemia en hogares y empresas. En particular, el *PEPP* ha tenido un papel destacado, dada su contribución decisiva a estabilizar los mercados financieros, revertir el impacto adverso de la pandemia en la senda de inflación proyectada y hacer frente a las dinámicas de fragmentación observadas al comienzo de la crisis, garantizando así la correcta transmisión de la política monetaria del BCE a todos los países del área del euro. El análisis presentado en este artículo proporciona evidencia en esta dirección.