

Alejandra Kindelán*
Antonio Cortina**

LA POLÍTICA MONETARIA DEL BANCO CENTRAL EUROPEO Y LA CRISIS DEL COVID-19

La política monetaria ha jugado un papel decisivo en la recuperación de la crisis pandémica a pesar del limitado margen de maniobra de sus instrumentos más ortodoxos. La actitud decidida del Banco Central Europeo (BCE) y la coordinación con las políticas fiscal y macroprudencial han sido fundamentales. El reto ahora es revertir las medidas expansivas sin trabar la recuperación.

The monetary policy of the European Central Bank and the COVID-19 crisis

Monetary policy has played a decisive role in recovering from the pandemic crisis despite the limited room for maneuver of its more orthodox instruments. The decisive attitude of the European Central Bank (ECB) and coordination with fiscal and macroprudential policies have been fundamental. The challenge now is to reverse the expansionary measures without hindering the recovery.

Palabras clave: macroprudencial, clima.

Keywords: macroprudential, weather.

JEL: E20, E44, E52, E61.

1. Introducción. Una crisis diferente, una respuesta distinta

La crisis económica causada por el COVID-19 ha sido única en la historia reciente por su origen —una pandemia—, por su intensidad y por su dimensión global. Esas características exigían una respuesta de política económica mucho más contundente y coordinada que las observadas durante la crisis financiera

y la del euro acaecidas entre los años 2009 y 2013, como así ha sido.

Una crisis diferente

La intensa recesión sufrida por la economía mundial en el año 2020 ha tenido unas características muy diferentes a las de la Gran Recesión de 2009. No había grandes desequilibrios económicos, ni burbujas inmobiliarias, ni excesos de endeudamiento público o privado, ni desajuste de competitividad, ni tampoco desequilibrios groseros de las balanzas de pagos o un sistema financiero frágil. Nada que ver con la situación de la eurozona una década antes.

La caída de la actividad era consecuencia de los confinamientos —primero, más indiscriminados;

* Directora del Servicio de Estudios, Public Policy y Relaciones Institucionales de Banco Santander.

** Director del Servicio de Estudios de Banco Santander.

Los autores agradecen los comentarios y aportaciones de Concepción Sanz y Tomás Riestra, economistas del Servicio de Estudios de Banco Santander.

Versión de enero de 2022.

<https://doi.org/10.32796/ice.2022.924.7354>

después, más selectivos— dirigidos a contener la expansión del virus y del estupor que esta inesperada situación provocó en los agentes públicos y privados, que se tradujo en una fuerte caída de la confianza. La intensidad y duración de la recesión era incierta. Dependía del tiempo que tomara desarrollar vacunas o al menos tratamientos eficaces contra la enfermedad, que era absolutamente impredecible. Dependía, también, de la capacidad de adaptación de la economía a unas circunstancias desconocidas. Y dependía, por último, del diseño y aplicación de una política económica adaptada a unas circunstancias muy peculiares:

- En primer lugar, la certeza de que la caída de la actividad iba a ser profunda y generalizada.
- En segundo lugar, la abrupta caída de ingresos de empresas y familias que se avecinaba, y que amenazaba con destruir tejido productivo de forma permanente.
- En tercer lugar, las consecuencias sectoriales de la pandemia, que podían ser mucho más intensas en los sectores que requieren de mayor contacto social.
- En cuarto lugar, el impacto sobre los precios, que *a priori* era ambiguo. Dependía de si el efecto del confinamiento y la desconfianza pesaba más sobre la oferta o sobre la demanda. La tesis dominante apuntaba a que el impacto sería desinflacionista.
- Por último, pero no menos importante, la desigualdad de renta y riqueza, que ya se había resentido durante la crisis anterior, amenazaba con agudizarse. Desigualdad, que podía tener consecuencias macroeconómicas adversas (por ejemplo, sobre el nivel de los tipos de interés reales y el potencial de crecimiento) y también sociales y políticas que podían dificultar acuerdos para afrontar de forma eficaz problemas complejos.

La respuesta de la política económica debía tener presente también los canales de transmisión de una perturbación de origen pandémico, para tratar de evitarlos o al menos contener su intensidad. Básicamente eran tres (Rungcharoenkitkul, 2021):

- La incertidumbre, el miedo y las preocupaciones por la salud generadas por un suceso tan atípico, que podían afectar a la confianza y contraer la demanda.
- Las medidas para contener los contagios, que reducirían la actividad económica, especialmente en los sectores que requieren de mayor interacción social, en general servicios.
- El carácter procíclico de la actividad financiera, que podía amplificar la contracción de la actividad de forma especialmente intensa.

Una respuesta distinta

La respuesta a la crisis, desde el punto de vista de la política económica, tenía que ser masiva y coordinada al menos en tres ámbitos: la política fiscal, la monetaria y la macroprudencial. Se trataba de crear confianza, lograr sinergias entre las tres patas y evitar que la política monetaria actuara de nuevo en solitario, como sucedió durante la crisis financiera.

Las políticas fiscales nacionales en la zona del euro han sido abiertamente expansivas. Las medidas se han adaptado a las peculiaridades de la crisis, que en una primera instancia no requería estimular la demanda, poco útil en una etapa de confinamiento, sino sostener rentas y asegurarse de que la financiación al sector privado fluyera para evitar efectos dominó. Las medidas clave han sido: *i*) los expedientes temporales de regulación de empleo (con variantes, aplicados en buena parte de la eurozona); *ii*) las transferencias directas dirigidas a cubrir parte de los costes fijos de las empresas (con intensidad especialmente desigual en los países de la eurozona); y *iii*) las ayudas para mantener el flujo de crédito al sector privado, en un contexto de enorme incertidumbre, a través de las garantías públicas, para apoyar así la eficacia de la política monetaria.

La política fiscal nacional se vio reforzada con la aprobación de los Fondos Europeos Next Generation (NGEU), que han ayudado a crear confianza en la Unión Europea y atenuar de algún modo la deficiencia institucional que implica la carencia de una política fiscal común.

Las medidas macroprudenciales y monetarias actuaron de forma decidida para atajar las perturbaciones en los mercados y en las condiciones de financiación de la economía, a la vez que ayudaron a que la política fiscal fuera más eficiente, como veremos a continuación.

Además, el carácter global de la crisis permitió a la Unión Europea establecer un marco temporal de ayudas de Estado, que aceptaba la ayuda directa a empresas, potenciando así la efectividad de las medidas fiscales.

2. Las políticas macroprudenciales

La crisis pandémica ha sido la primera en la que la política macroprudencial ha jugado un papel activo anticíclico (Andreeva *et al.*, 2021).

El Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, por sus siglas en inglés) y el Banco Internacional de Pagos de Basilea (BIS, por sus siglas en inglés) sentaron las bases, y los supervisores y reguladores nacionales concretaron las medidas en cada jurisdicción.

En la eurozona, la batería de medidas ha afectado, entre otros aspectos, a los requerimientos de capital y liquidez y a las normas contables.

Requerimientos de capital y liquidez

En primer lugar, se redujeron los colchones de capital, con objeto de estimular la oferta de crédito de la banca.

Como respuesta inmediata, el colchón de capital contracíclico se redujo al 0 %; además, una serie de países redujo el capital exigido a las entidades sistémicas y retrasó la entrada en vigor de medidas que implicaban recargos en capital. El BCE estima que estas medidas liberaron alrededor de 20.000 millones de euros de capital de los bancos supervisados por el Mecanismo Único de Supervisión (MUS).

En segundo lugar, el MUS acordó introducir medidas adicionales para relajar otros requerimientos de capital más relevantes. Por un lado, permitió a los bancos operar por debajo del colchón de Pilar 2 (P2G) y del

colchón de conservación, y utilizar instrumentos AT1 y T2 para el cálculo del P2R. Asimismo, permitió a los bancos operar con una ratio de cobertura de liquidez por debajo del 100 %.

Con estas medidas el BCE estimó que liberaba 120.000 millones de euros más que, sobre el papel, permitirían aumentar en hasta 1,8 billones de euros los préstamos al sector privado por parte de los bancos de la eurozona.

No obstante, las entidades financieras no hicieron uso de esta relajación de los colchones de capital. De hecho, las ratios de capital de mayor calidad (CET1, Common Equity Tier 1, por sus siglas en inglés) aumentaron de manera generalizada hasta situar la media ponderada de la eurozona a finales de 2020 en el 15,6 % (1,4 puntos porcentuales por encima del nivel prepandemia).

El hecho de que existiera poco colchón puramente macroprudencial¹ y que, aun así, apenas se usase, ha abierto un debate sobre la actual regulación financiera y la conveniencia de reconsiderar la configuración de los requerimientos de capital, para simplificarlos y dotarlos de un mayor carácter contracíclico.

Las causas por las que no se han usado los colchones son varias. El BCE identifica dos tipos de razones (Behn *et al.*, 2020). Por un lado, factores de mercado: el potencial estigma para el primero en usarlos, el previsible aumento en los costes de financiación en los mercados de capitales y el riesgo de rebajas de calificación crediticia por parte de las agencias de *rating*. Por otro lado, factores regulatorios y prudenciales: la posibilidad de una restricción a la distribución de dividendos cuando se opera por debajo de ciertos umbrales, un aumento del escrutinio supervisor o la incertidumbre sobre el periodo de reconstrucción de los colchones, especialmente en un periodo de reducida rentabilidad y valoración de las entidades por debajo del valor en libros.

¹ Solo siete países de la eurozona habían creado este colchón (la crisis anterior estaba demasiado reciente) de modo que la liberación de capital por esta vía era limitada.

Así, la crisis ha abierto un debate sobre la necesidad de recalibrar los requerimientos de capital. Se considera en algunos ámbitos la posibilidad de reducir el colchón de conservación en favor del colchón contracíclico (Restoy, 2021).

Normas contables

La relajación de normas contables ha afectado a dos aspectos:

- Flexibilidad en el tratamiento contable y supervisor, para permitir que las medidas de política fiscal (moratorias y préstamos garantizados por el Estado) no tuviese un impacto automático en las provisiones.
- Los criterios de la normativa de provisiones, que ante una caída muy abrupta de la actividad que *a priori* parecía transitoria (debido a su naturaleza y a las cuantiosas ayudas públicas), podían exagerar su carácter procíclico y agudizar la recesión. La idea fue calcularlas a partir de escenarios económicos que incorporaran los posibles daños permanentes, obviando, en cierto modo, la fase más aguda de la crisis.

Los cambios contables ayudaron a que las entidades europeas fueran ágiles en la canalización de la política fiscal. En el segundo trimestre de 2020 entraron en moratoria en la eurozona préstamos por valor de 768.000 millones de euros y hasta el primer trimestre de 2021 se concedieron 378.000 millones de euros de nueva financiación con garantía pública.

Igualmente, la evolución de la mora avala los cambios introducidos. La morosidad se ha comportado de una manera muy diferente a la histórica, rompiendo su relación con el PIB y el desempleo en la mayor parte de economías. En la eurozona, los préstamos en mora se han reducido durante el confinamiento y la salida de la pandemia (la tasa de mora media de los bancos de la zona euro se situaba en junio de 2021 en el 2,3 %, 0,6 puntos menos que un año antes). Es cierto que hay medidas de alivio de rentas y de carga financiera que, una vez desaparezcan, podrían dar lugar a un afloramiento de la morosidad «asintomática», pero probablemente será

muy inferior a la prevista hace un año, porque llegará en un escenario de recuperación económica.

Otras medidas

Otras medidas relevantes en el ámbito macroprudencial fueron las siguientes:

- Suspensión de la aplicación de medidas que supusieran aumentos en los requerimientos de capital o cargas operativas, como la realización de test de estrés. Esta última medida reconocía el ingente consumo de recursos que suponen las pruebas de resistencia y trataba de centrar a las entidades en la concesión de crédito.
- Restricción a la distribución de dividendos y a la recompra de acciones. La medida se introdujo en marzo de 2020 con el objetivo de aumentar la capacidad de los bancos para absorber el choque e impulsar el crédito (Abad & Repullo, 2020). El impacto, sin embargo, como muestra un análisis del BCE, fue una caída de la capitalización de las entidades financieras un 7 % mayor a la del resto de sectores y un 12 % mayor en las entidades bancarias que tradicionalmente han distribuido más dividendos. El análisis concluye que el impacto negativo se explica por la incertidumbre en cuanto a la posibilidad de futuras restricciones a la distribución de dividendos más que la suspensión *per se*. Es importante que se vea esta medida como algo excepcional y que el mercado no considere que es una herramienta macroprudencial a futuro.

Esto es especialmente relevante en la eurozona, donde la mayoría de las entidades cotizaban por debajo de valor en libros, algo que dificulta el recurso al mercado para ampliar capital. Además, la medida fue más restrictiva y duradera que en otras áreas geográficas, lo que también tuvo un impacto diferencial en valoraciones (Hardy, 2021).

En resumen, la respuesta a la crisis derivada del COVID-19 fue rápida, coordinada y permitió que las entidades colaboraran de manera decisiva a distribuir financiación y ayudas al sector privado no financiero.

Aun así, dado lo excepcional de la actual crisis derivada de la pandemia, no permite evaluarla como un primer test de la reforma regulatoria derivada de la crisis financiera de 2008. El hecho de ser una crisis exógena y global ha permitido tomar medidas que serían difíciles de ver en una crisis económica que afectase a una economía (por ejemplo, sería más difícil que se aceptasen medidas relativas al marco de ayudas de Estado y la flexibilidad regulatoria).

Lo que sí ha permitido ver es la necesidad de tener más herramientas contracíclicas y de reducir la prociclicidad regulatoria. A pesar de que la política macroprudencial está en una fase incipiente, se ha convertido en un instrumento fundamental de la política económica.

3. La política monetaria durante la pandemia

La pandemia llegó en un contexto en el que la política monetaria afrontaba cambios profundos en el contexto económico y financiero que ponían en cuestión su función de reacción y reducía su margen de maniobra con los instrumentos tradicionales.

El punto de partida

Ya antes de la pandemia, la política monetaria tenía grandes retos, pues operaba en un marco económico y financiero de creciente complejidad, caracterizado por un descenso sostenido de los tipos de interés reales, unas expectativas de inflación bajas firmemente asentadas y una creciente importancia de las consideraciones de estabilidad financiera.

- La inflación ha bajado de forma sistemática en las últimas décadas. En la eurozona se ha situado de manera persistente por debajo del objetivo oficial sin apenas sensibilidad a las fases del ciclo. Esta situación de baja inflación obedece a factores estructurales de largo recorrido como la globalización o la digitalización².

- La tradicional curva de Philips, que relaciona el *output gap* con el crecimiento de los salarios ha perdido pendiente y, por tanto, ha perdido calidad como guía para la toma de decisiones de la política monetaria.

- Los tipos de interés reales, los más relevantes a efectos de marcar el tono de la política monetaria, así como los tipos de interés nominales, han caído desde los años ochenta y se encontraban en vísperas de la pandemia en sus mínimos históricos. Esta situación combinada reducía el margen de maniobra de la política monetaria de forma estructural.

Las causas de ese descenso sostenido de los tipos de interés en general se atribuyen a factores de naturaleza estructural, ajenos a la política monetaria, como la moderación del crecimiento potencial de la economía, o al aumento de la esperanza de vida, que estimula el ahorro, o el cambio en la composición de la inversión, menos intensiva en capital físico.

Una visión alternativa, o al menos complementaria, a la hora de explicar el descenso del tipo de interés real de equilibrio, atribuye parte de la responsabilidad a las propias decisiones de la política monetaria (Borio, 2021). La idea es que la resistencia de la inflación a subir cuando la economía funciona por encima de su potencial hace que los bancos centrales encuentren pocos motivos para subir los tipos de interés en las fases de expansión y, por el contrario, encuentren razones para bajarlos en las recesiones. Eso introduce una asimetría que tiende a que los tipos de interés sean cada vez más bajos.

Además, el sesgo expansivo de la política monetaria tiende a promover el endeudamiento, lo que realimenta la inestabilidad financiera y el sesgo asimétrico de la política monetaria: con más deuda, estimular el crecimiento exigirá impulsos más expansivos y frenar las expansiones será cada vez menos costoso.

- Por otro lado, complica la gestión de la política monetaria. Coordinar estabilidad financiera y estabilidad económica a veces plantea dilemas. El tipo de interés real apropiado para la estabilidad de precios puede no serlo para la estabilidad financiera.

² Ver Forbes (2019) respecto al papel de la globalización en la dinámica de la inflación y Csonto *et al.* (2019) para el impacto de la digitalización.

Por ejemplo, unos tipos de interés nominales muy reducidos podrían inducir una sobrevaloración de activos financieros y/o reales. Esta situación pone de manifiesto la necesidad de reforzar la política macroprudencial.

- Por último, la caída del tipo de interés real de equilibrio cuando se combina con una inflación baja hace más difícil todo. La economía puede alcanzar lo que se ha denominado el límite inferior efectivo de los tipos de interés, que es un tipo de interés por debajo del cual aparecen efectos contraproducentes sobre la oferta de crédito. Llegar a una situación como esta implica la necesidad de ampliar los instrumentos de política monetaria porque el manejo de los tipos de interés (la herramienta tradicional) deja de ser efectivo. También puede ser necesario revisar la estrategia de política monetaria, redefiniendo los objetivos y analizando su relación con los instrumentos monetarios.

Además, en la medida en que la caída de los tipos de interés de equilibrio ponga de manifiesto debilidades en el crecimiento económico de medio plazo, para que la política monetaria recupere margen de maniobra se necesitan actuaciones que la trasciendan, y que deben venir del ámbito de la política fiscal, de las reformas estructurales y de las reformas institucionales en la zona euro que mejoren el marco institucional de la política fiscal común y la unión bancaria.

Con todo esto, la política monetaria a principios de 2020 tenía los tipos de interés oficiales negativos y en mínimos históricos (la facilidad de depósito se encontraba en el -0,50 %). Además, el BCE reforzaba las perspectivas de tipos de interés bajos a través de anuncios sobre la orientación futura de la política monetaria, indicando que los tipos de interés permanecerían en esos niveles durante un periodo de tiempo prolongado. También proporcionaba liquidez a largo plazo a los bancos en condiciones financieras muy favorables si la entidad otorgaba un determinado volumen de crédito al sector privado (con las TLTRO-III). Finalmente, estaba en marcha el

programa de compras de activos públicos y privados denominado «programa de compra de activos» (APP, por sus siglas en inglés) por el que adquiría todos los meses 20.000 millones de euros netos.

Las medidas

La pandemia hizo necesarias medidas todavía más expansivas. El BCE no defraudó, actuó con contundencia desde el inicio de los confinamientos y fue acomodando su respuesta a la severidad de la crisis durante los siguientes meses.

Dichas medidas abordaron tres aspectos: la estabilización de los mercados financieros, el mantenimiento del flujo del crédito al sector privado y la acomodación de la expansión fiscal que se iba a producir enseguida.

- En marzo de 2020 se precipitaron los cierres en la actividad económica que provocaron una enorme incertidumbre. Se anticipaba una recesión económica de gran dimensión y un aumento del endeudamiento de los agentes. Todo ello dio pie a alteraciones en el funcionamiento de los mercados de financiación mayorista y riesgos de fragmentación financiera entre los países del euro. En este sentido, resultó inquietante que los tipos de interés del euríbor a 12 meses subieran (de -0,35 % a comienzos de marzo pasaron a -0,09 % a mediados de abril), ya que no respondía a las perspectivas de tipos de interés oficiales (que eran bajistas), sino al del riesgo de crédito y de iliquidez en los mercados de financiación interbancaria.

Además, las primas de riesgo de los países periféricos se elevaron en pocos días de forma alarmante: el diferencial de la deuda pública española a diez años frente a la alemana pasó de 65 puntos básicos (pb) en febrero a 150 pb a mitad de marzo, la italiana de 130 pb a 260 pb y la francesa de 20 pb a 50 pb. Esto era una señal indudable de que había riesgos de fragmentación financiera entre los países del euro que, como sucedió en la crisis financiera, podría haber llevado a heterogeneidad en los costes de financiación por países, muy dañina para la transmisión de la política

monetaria. Esta fragmentación incipiente no solo se debía a una percepción de los mercados financieros, sino también a que la primera ola de COVID-19 afectó con más dureza a Italia y España, países que partían de unos niveles de deuda pública elevados y tenían alta exposición al turismo.

- Paralelamente, el cierre repentino de la actividad económica generó unas necesidades de financiación en el sector privado que era vital atender para evitar un efecto dominó en la caída de la demanda. En consecuencia, resultaba muy urgente actuar para estabilizar los mercados financieros.

En síntesis, resultó necesario tomar medidas de choque en el ámbito de los mercados financieros y para proteger la oferta de crédito al sector privado.

- Estas urgencias iniciales, que movieron la política monetaria en los meses de marzo y abril de 2020, dieron paso a necesidades de apoyo a la economía de mayor calado y más prolongadas ya que, según pasaban las semanas, fuimos siendo conscientes de que la pandemia iba a ser duradera. La política fiscal tendría que aumentar su potencia y duración. En definitiva, surgió la necesidad de que la política monetaria acomodase la expansión fiscal para potenciar su impacto sin que desplazara a la financiación que también necesitaba el sector privado.

El BCE reaccionó con rapidez, poniendo en marcha varias medidas³. Sus primeras decisiones en marzo de 2020 fueron: *i*) aumentar las compras de activos bajo el programa que ya estaba en marcha, el programa de compra de activos (APP), al que dotó de 120.000 millones de euros adicionales hasta finales de 2020; *ii*) mejorar las condiciones de las operaciones de financiación a largo plazo para la banca (las TLTRO-III); y *iii*) convocar otras operaciones de provisión de liquidez de mayor frecuencia, para asegurar que la banca tuviera acceso a toda la liquidez que necesitara y a un coste estable. Este tipo de operaciones se han

revisado en varias ocasiones, mejorando las condiciones cuando resultaba evidente que la pandemia se prolongaba⁴. Con las TLTRO las entidades pueden llegar a recibir hasta un 1 % de interés si se cumplen ciertas condiciones ligadas a la concesión de crédito a empresas y familias, lo que incentiva que la liquidez proporcionada a los bancos potencie la oferta de crédito.

A los pocos días reforzó su actuación creando un programa excepcional de compras de activos que llamó «Programa de compras de emergencia para la pandemia de COVID-19» (PEPP, por sus siglas en inglés) y que probablemente haya sido el instrumento más efectivo de todos⁵. Este programa era diferente del APP en que las compras de activos se podían realizar de manera flexible, tanto por jurisdicciones como por tipos de activos, lo que hizo que fuera muy potente para evitar que se ampliaran las primas de riesgo país⁶. En aquel momento, marzo de 2020, el PEPP se dotó con 750.000 millones de euros. Posteriormente el PEPP se ha ampliado en dos ocasiones (a 1.350.000 millones en junio y a 1.850.000 en diciembre), si bien para entonces el objetivo ya no era combatir la fragmentación financiera, sino que había evolucionado hacia dar

⁴ Dado que las TLTRO (Targeted Longer-term Refinancing Operations) se realizaban cada tres meses, entre marzo de 2020 y junio de 2020 se complementaron con operaciones semanales de LTRO (Long-term Refinancing Operation) que actuaran como fuente de liquidez intermedia mientras llegaba la fecha de TLTRO de junio. Además, en abril de 2020 se añadió una línea de liquidez extraordinaria que se denominó «operaciones de refinanciación a largo plazo de emergencia para la pandemia» (PELTRO, por sus siglas en inglés) que tenían un tipo de interés más elevado que las TLTRO pero no estaban sujetas a condiciones de otorgar crédito. Posteriormente, en diciembre de 2020, se ampliaron las TLTRO hasta junio de 2022, se recalibraron las condiciones y se extendió el marco de colaterales flexibilizado.

⁵ Aguilar *et al.* (2020) concluyen que el PEPP fue efectivo para estabilizar los mercados financieros y, además, ha tenido impactos de primer orden sobre la actividad económica, el empleo y la inflación en la eurozona y en España.

⁶ Bajo el APP las compras se realizan a un ritmo mensual constante, distribuyéndose por países en función del capital que cada uno tiene en el BCE (que se denomina la clave de capital), el cual está determinado por su peso económico. Ello implica que las compras de bonos tienen una estructura rígida en el tiempo y por jurisdicciones. Con el PEPP se pueden concentrar las compras en un momento temporal y también en un país determinado, y aunque la clave de capital sigue actuando como guía, este diseño hace que el PEPP tenga mucha potencia para reducir el riesgo de fragmentación financiera.

³ Una exposición de la motivación y relación de medidas del BCE puede verse en Lane (2020).

apoyo a la expansión del gasto público de los países del euro⁷.

De forma complementaria, el BCE flexibilizó los criterios de admisión de activos de garantía en las operaciones de financiación del eurosistema para aumentar la capacidad de los bancos de conseguir liquidez en el BCE. Entre dichos criterios había uno muy novedoso destinado a mitigar el posible impacto de bajadas de *rating* provocadas por la crisis, que consistía en permitir que todos los activos que a 7 de abril de 2020 fueran elegibles como colateral seguirían siéndolo mientras su calificación crediticia fuera, al menos, BB.

Además, aceptó como garantía activos de mayor riesgo, dando cabida a los créditos garantizados por los programas nacionales (en el caso de España, los avales del ICO⁸) y también a la deuda pública griega.

Un elemento fundamental en la actuación del BCE ha sido la consistencia de sus mensajes y la de los propios miembros de su Consejo, en una situación compleja que requería el uso de instrumentos heterodoxos.

Otra característica de la actuación del BCE en esta crisis, que marca la diferencia con la respuesta en otras crisis, como ya se ha señalado, ha sido la actuación combinada de medidas de política monetaria con medidas macroprudenciales y fiscales. La oferta de crédito bancario se expandió porque la política monetaria proporcionó liquidez, la macroprudencial relajó los requisitos regulatorios y la fiscal aportó garantías. La política fiscal pudo expandirse porque la financiación se realizó sin problemas, en buena medida gracias a que el BCE puso en marcha el PEPP. Esta interrelación, que ha sido muy efectiva durante la pandemia, abre cuestiones en torno al diseño de dichas políticas en el periodo pospandemia sobre cuándo es conveniente dicha coordinación y sobre los riesgos que

implica, algo que va a marcar las decisiones que se tomen para revertir medidas.

La reversión de las medidas

El uso intensivo de medidas de expansión cuantitativa ha resultado en una expansión adicional del balance del BCE, que casi se ha duplicado desde marzo de 2020 y cuadruplicado desde 2015. Esto implica cuestiones en torno a los posibles riesgos de inflación en el futuro y respecto a las interferencias que pueden surgir entre la política monetaria y la fiscal cuando sea necesario elevar los tipos de interés (lo que se conoce como dominancia fiscal) (Dabrowski, 2021).

En primer lugar, la situación se hace más compleja si consideramos el reciente afloramiento de tensiones inflacionistas. Estas presiones sobre los precios, inéditas en al menos una década, obedecen a la rápida recuperación de la demanda, las tensiones en las cadenas de suministros, el alza de los precios de las materias primas y la energía, o los cambios en la composición de la demanda, en un contexto de intensa recuperación del gasto que ha seguido a los desconfinamientos.

Cabe esperar que estos factores reviertan a lo largo del año 2022, sobre todo cuando aún existe una apreciable infrautilización de la capacidad instalada y el empleo está lejos de haber recuperado los niveles pre-COVID-19. No obstante, existe un riesgo nada despreciable de que su prolongación sea lo suficientemente duradera como para que se produzcan efectos de segunda ronda que compliquen la situación. Especialmente si consideramos que: *i*) la pandemia ha acelerado transformaciones que exigen intensos reajustes en la asignación de factores productivos (incluyendo el empleo); *ii*) la globalización podría experimentar cierta reversión (tensiones geopolíticas, vulnerabilidad de cadenas de valor que priman los costes sobre la resiliencia); y *iii*) la transición a una economía descarbonizada puede tener implicaciones sobre los precios de la energía.

⁷ Las compras de activos bajo el PEPP iban acompañadas de compromisos de reinvertir los vencimientos que también se fueron alargando. En la actualidad, el BCE se ha comprometido a reinvertir los vencimientos, al menos, hasta el final de 2023.

⁸ Instituto de Crédito Oficial.

En segundo lugar, un factor relevante, más de lo habitual, es acertar con el ritmo y combinación de retirada de las medidas fiscales y monetarias. Contar con un plan de ajuste fiscal antes de que la política monetaria comience a normalizarse es muy relevante. Sobre todo, para los países con una posición fiscal más vulnerable. Además, rehacer un margen de maniobra monetario y fiscal tan pronto como sea posible es igualmente fundamental.

En tercer lugar, dotar de un marco institucional adecuado a la unión monetaria es cada vez más necesario, y pasa por completar la unión bancaria y sentar las bases para que los NGEU se conviertan en un verdadero germen de una política fiscal.

Por último, mejorar el potencial de crecimiento de las economías europeas a través de reformas estructurales es imprescindible para evitar que la recuperación y expansión sea demasiado desigual y para mejorar la eficiencia de la política monetaria y la estabilidad económica y financiera.

La revisión estratégica del BCE

En julio del año 2021, el BCE dio a conocer su nueva estrategia de política monetaria⁹. Como hemos visto, esta revisión se produce tras un periodo de cambios estructurales que han conducido a un descenso de los tipos de interés reales de equilibrio y a una inflación muy baja de forma prolongada. Dicho entorno había generado pérdida de efectividad de la política monetaria al acercarse sus tipos de intervención al límite inferior efectivo de los tipos de interés nominales¹⁰. En el caso de la eurozona, un hecho indicativo de que

probablemente se ha alcanzado dicho límite es que durante la pandemia el BCE no recurrió a bajar sus tipos de interés (cuya principal referencia para los mercados financieros, que es el tipo de interés de la facilidad de depósito, estaba en 0,50 %).

Las novedades introducidas se pueden agrupar en tres grupos:

a) El objetivo de inflación se ha fijado en el 2 % a medio plazo, entendido de forma simétrica, esto es, tan poco deseable es una desviación al alza como a la baja. Tras años en los que el riesgo en la eurozona ha sido más bien la deflación que la inflación, este cambio era muy esperado. En comparación con el anterior objetivo (inflación inferior al 2 % pero cerca de ese nivel), el nuevo objetivo resulta más entendible, a la vez que elimina una asimetría que denotaba cierta permisividad ante situaciones de inflación muy baja. Además, el BCE ha indicado que podrá aceptar desviaciones temporales de la inflación por encima del objetivo, en particular, cuando se proviene de una situación en que sus tipos de intervención pueden estar cercanos al límite inferior efectivo.

La variable sobre la que se define este objetivo de inflación es el IPC armonizado. El BCE preferiría que el IPC incluyera el coste de la vivienda en propiedad, pero esto requiere cambios estadísticos que corresponden a las oficinas de estadística de los países y llevan tiempo. Mientras tanto, el BCE se propone hacer estimaciones propias.

b) El instrumento principal sigue siendo el tipo de interés. El BCE expresa que mantiene en su caja de herramientas los anuncios sobre la orientación futura de la política monetaria, los programas de compras de activos y las inyecciones de liquidez a largo plazo en el sistema bancario.

Resulta llamativo que, tras años en que las inyecciones de liquidez a la banca y las compras de activos han sido piezas clave de la política monetaria, esta revisión estratégica se haya resuelto dando primacía a los tipos de interés y simplemente diciendo que el resto de herramientas estarán disponibles. Se trata de

⁹ Más detalle en ECB, European Central Bank (2021).

¹⁰ El límite efectivo de los tipos de interés nominales define a aquel tipo de interés por debajo del cual la política monetaria deja de ser expansiva porque provoca distorsiones en el funcionamiento del sistema financiero. Durante años se creyó que ese límite estaba en cero. Ahora se piensa que el límite es algo inferior y algunos bancos centrales, entre ellos el BCE, han llegado a bajar sus tipos de interés oficiales a negativo. No obstante, en ese terreno la política monetaria pierde efectividad y, con frecuencia, los bancos centrales han tenido que articular mecanismos compensadores.

instrumentos cuyo uso ha sido fundamental para estabilizar los mercados financieros, para atajar problemas de liquidez, cuando surgían riesgos de fragmentación financiera y, durante la pandemia, para poner en marcha la política fiscal. Es posible que la razón esté en que los programas de compras de deuda pública están relacionados con las interrelaciones que surgen entre la política monetaria y la política fiscal, y los posibles desincentivos al control del gasto público.

Por otra parte, la revisión estratégica no ha entrado en las implicaciones que puede tener el enorme tamaño adquirido por el balance del BCE, que implica la gestión de unos riesgos de crédito nada despreciables¹¹.

c) El BCE ha identificado que el cambio climático tiene implicaciones en la dinámica de precios y, de forma más amplia, en la economía y el sistema financiero, que justifican acciones en diferentes niveles. Por ello, se ha comprometido a incorporar estas consideraciones en sus referencias de política monetaria, en los instrumentos que utiliza (compras de activos y colaterales), en la evaluación de riesgos y en sus reportes y divulgación de información. Esto se va a plasmar en el desarrollo de modelos para el análisis teórico y empírico de los riesgos, construcción de indicadores, establecimiento de requisitos de información para que ciertos activos tengan un tratamiento diferenciado por ser verdes (colaterales y bonos elegibles para los programas de compras de activos), pruebas de estrés al balance del eurosistema e incorporación de los riesgos climáticos en sus calificaciones crediticias internas.

4. Conclusiones

En el momento en el que escribimos este artículo, con la pandemia aun sin concluir, la política económica y, en particular, la monetaria aplicada durante la

pandemia en la eurozona ha cumplido con los objetivos. La reacción ha sido rápida, masiva y coordinada y ha contribuido decisivamente a que la recuperación haya sido más temprana que en crisis anteriores y los daños permanentes limitados. El próximo reto será la retirada coordinada de esas políticas sin que la expansión se vea amenazada.

Referencias bibliográficas

- Abad, J. & Repullo, R. (2020). The relaxation of bank capital and liquidity requirements in the wake of the coronavirus crisis. Economic Governance Support Unit. *European Parliament*. [https://www.cemfi.es/~repullo/pdf/IPOL_IDA\(2020\)651373_EN.pdf](https://www.cemfi.es/~repullo/pdf/IPOL_IDA(2020)651373_EN.pdf)
- Aguilar, P., Arce, Ó. J., Hurtado, S., Martínez-Martín, J., Nuño, G. & Thomas, C. (2020). La respuesta de la política monetaria del Banco Europeo frente a la crisis del Covid-19. *Documentos Ocasionales del Banco de España* n.º 2026.
- Andreeva, D., Bochmann, P., Mosthaf, J. & Schneider, J. (2021). Evaluating the impact of dividend restrictions on euro area bank valuations. *ECB, European Central Bank*, 13. Macroprudencial Bulletin. https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/macprudencial-bulletin/html/ecb.mpbu202106_3~88f86aa6f1.en.html
- Behn, M., Rancoita, E. & Rodriguez d'Acri, C. (2020). Macroprudencial capital buffers – objectives and usability. *ECB, European Central Bank*, 11. Macroprudencial Bulletin. https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/macprudencial-bulletin/html/ecb.mpbu202010_1~01c4f1a5f4.en.html
- Borio, C. (2021). Navigating by r^* : safe or hazardous? Keynote Lecture, Bocconi OeNB workshop on How to rise r^* . *SUERF Policy Note*, 255.
- Csonto, B., Huang, Y. & Tovar, C. E. (2019). *Is Digitalization Driving Domestic Inflation?* IMF, International Monetary Fund, Working Paper No. 19/271. <https://www.imf.org/en/Publications/Publications-By-Author?author=Yuxuan++Huang&name=Yuxuan%20%20Huang>
- Dabrowski, M. (2021, September 27). Monetary arithmetic and inflation risk. *Bruegel Blogs*.
- ECB, European Central Bank. (2021, July 8). *The ECB's monetary policy strategy statement*. https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/ecb.strategyreview_monpol_strategy_statement.en.html
- Forbes, K. J. (2019). Has globalization changed the inflation process? *BIS, Bank for International Settlements*, Working Papers No. 791.

¹¹ Una discusión detallada sobre los aspectos que han quedado pendientes en la revisión estratégica del BCE puede encontrarse en Reichlin *et al.* (2021).

- Hardy, B. (2021, March). Covid-19 bank dividend payout restrictions: effects and trade-offs. *BIS, Bank for International Settlements*, Bulletin No. 38.
- Lane, P. (2020). *The ECB's monetary policy in the pandemic: meeting the challenge*. Discurso en el 62 NABE Annual Meeting "Global Reset? Economics, Business, and Policy in the Pandemic".
- Reichlin, L., Adam, K., McKibbin, W. J., McMahon, M., Reis, R., Ricco, G. & Weder di Mauro, B. (2021). The ECB strategy: The 2021 review and its future. *CEPR, Center for Economic and Policy Research*. <https://voxeu.org/content/ecb-strategy-2021-review-and-its-future>
- Restoy, F. (2021, May 27). Prudential policy after the pandemic. *BIS, Bank for International Settlements*. Speech given at the 33rd Annual Conference of the Group of Banking Supervisors from Central and Eastern Europe, Astana, Kazakhstan. <https://www.bis.org/speeches/sp210527.pdf>
- Rungcharoenkitkul, P. (2021). Macroeconomic effects of Covid-19: A mid-term review. *Pacific Economic Review*, 26(4), 439-458.