

El cortafuego del BCE contra la COVID-19

- Ante la exigencia de la COVID-19, en tan solo cuatro meses el BCE ha incrementado su balance en una magnitud parecida a la de los cuatro años de la crisis financiera mundial y la doble recesión de la eurozona de 2008-2012.
- La rapidez y la contundencia del BCE han conseguido aplacar el estrés financiero, restaurar el funcionamiento de los mercados y proteger las condiciones financieras. Sin embargo, tras desempeñar con éxito el papel de «apagafuegos», el BCE deberá mantenerse muy activo para apoyar la reactivación de la economía.

La política monetaria ha reaccionado rápida y contundentemente ante la COVID-19 y, desde marzo, el BCE ha elevado el tamaño de su balance en más de 1,6 billones de euros (+35%). Es decir, en poco más de cuatro meses, el BCE ha llevado a cabo el mismo incremento de balance que hace una década, con la crisis financiera mundial y la doble recesión de la eurozona, con la diferencia que entonces tardó cuatro años (2008-2012) en realizarlo. Esta enérgica acción se ha concentrado en tres grandes frentes: i) aplacar el estrés financiero y restablecer el buen funcionamiento de los mercados, ii) garantizar la abundancia de liquidez y el acceso favorable al crédito por parte de empresas y familias, y iii) anclar un entorno de bajos tipos de interés que dé cobertura a la actuación de la política fiscal. Como veremos a continuación, todo ello se ha conseguido con una batería de medidas amplia y agresiva.

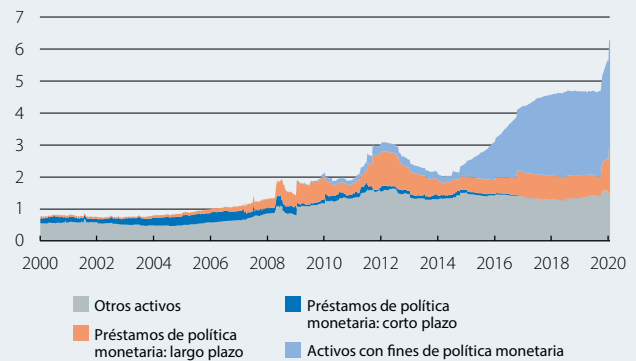
Una batería de medidas amplia y agresiva...

La eclosión de la COVID-19 no solo provocó un endurecimiento abrupto y severo del entorno financiero,¹ sino que también puso en riesgo la transmisión de la política monetaria en el conjunto de la eurozona. Este riesgo fue especialmente visible en los mercados de deuda soberana, con una fuerte divergencia de los tipos de interés. Sin embargo, la periferia de la eurozona llegó a vislumbrar el principio de una salida de capital por parte de los inversores internacionales, que se refugiaron en los países del núcleo. En concreto, las cuentas financieras de las balanzas de pagos muestran que, en marzo y abril, los inversores internacionales fueron vendedores netos de deuda periférica y compradores netos de deuda del núcleo, con unas salidas netas de la periferia que representaron algo más de un 0,50% del PIB en marzo y alrededor de un 0,25% en abril.²

Ante este doble embate, además de mantener los tipos oficiales en mínimos históricos, la rápida acción del BCE se centró en lanzar inyecciones de liquidez abundantes, recurrentes y con condiciones muy favorables (con subas-

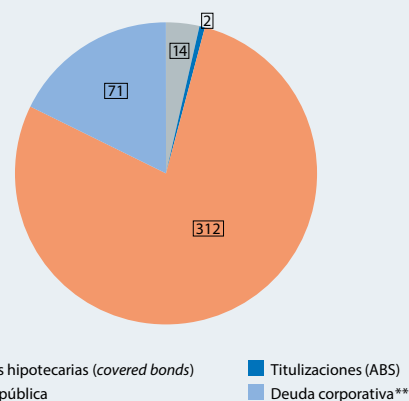
1. Véase el Focus «El coronavirus contagia a los mercados y la política monetaria actúa de urgencia» en el IM04/2020.
 2. Véase Lane, P. *The market stabilization role of the pandemic emergency purchase programme*, artículo del 22 de junio de 2020 en el blog oficial del BCE.
 3. Véase el recopilatorio de todas las medidas del BCE frente a la COVID-19 con sus detalles técnicos en el [Observatorio BCE del 13 de julio de 2020](#). Otras medidas importantes fueron la relajación de distintos requisitos regulatorios y las líneas de swap cambiarios para garantizar, en coordinación con otros bancos centrales, la abundancia de dólares y euros en los mercados internacionales.

BCE: composición de los activos del balance (Billones de euros)



Nota: Los préstamos de corto plazo y largo plazo consisten, esencialmente, en las operaciones MRO y TLTRO, respectivamente. Los activos con fines de política monetaria engloban, principalmente, las compras bajo los programas APP y PEPP y otros programas anteriores (CBPP y SMP). La categoría «otros activos» incluye oro, dinero en efectivo, reservas extranjeras, otras operaciones de política monetaria, etc.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BCE.

Distribución de las compras del BCE por la pandemia (programas APP y PEPP)* Acumulado desde marzo de 2020 (miles de millones de euros)



Notas: *APP: hasta finales de junio; PEPP: hasta finales de mayo.
 **Incluye pagarés de empresas no financieras.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BCE.

tas LTRO semanales, PELTRO mensuales y TLTRO-III trimestrales), y en comprar grandes cantidades de activos de deuda pública y corporativa (con los programas de compras APP y PEPP), que contribuyen tanto a reducir los costes de financiación como a garantizar la liquidez (y, por lo tanto, el buen funcionamiento) de los mercados.³ Así, como refleja el primer gráfico, en apenas cuatro meses los

préstamos que el BCE concede al sector financiero aumentaron en casi 1 billón de euros en términos netos (son responsables del 60% del incremento total del balance y representan un 25% de todos los activos del BCE) y se adquirieron activos de deuda pública y privada por un valor cercano a los 550.000 millones (es decir, el 33% del incremento total del balance), de los cuales unos 385.000 corresponden al PEPP y 165.000 al APP. Así, las compras de deuda pública y corporativa ya representan el 50% de todos los activos del balance del BCE.

Las compras de activos han estado dominadas por la adquisición de deuda pública en los mercados secundarios (véase el segundo gráfico), dado que los bonos soberanos son una referencia clave en los mercados financieros y, con sus compras, el BCE transmite la reducción de los tipos soberanos a todo el universo de tipos de interés. Es decir, con esta medida el BCE perseguía tanto relajar el conjunto de las condiciones financieras como garantizar una correcta transmisión de su política monetaria a todas las jurisdicciones y todos los mercados. Precisamente con este segundo fin, el BCE ha tenido que sesgar sus compras en favor de algunos activos: como muestra el tercer gráfico, ha comprado proporcionalmente más deuda periférica, y en especial deuda italiana, que del núcleo. De todos modos, los volúmenes de compras son muy elevados en todas las jurisdicciones, hasta el punto que se estima que la demanda de bonos soberanos indirectamente generada por el BCE podría absorber cerca del 75% de las necesidades de financiación pública de la eurozona en 2020-2021.⁴

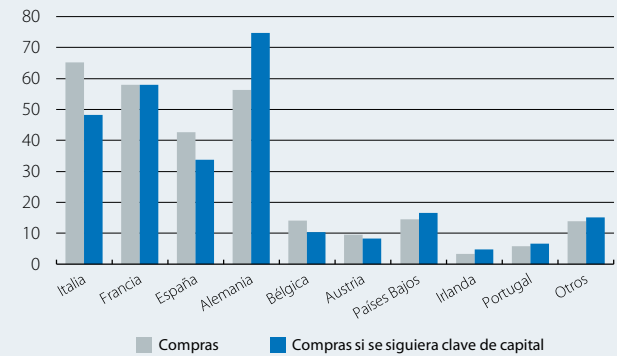
Por otro lado, el segundo gráfico también muestra que, para proteger de manera más directa el acceso a la financiación del sector empresarial, el BCE ha realizado importantes compras de deuda corporativa, con las que ha garantizado la liquidez en los mercados de bonos corporativos y de pagarés. En este sentido, hay que destacar que una parte importante de estas compras se han centrado en deuda corporativa de muy corto plazo (de hecho, el BCE rebajó el vencimiento mínimo de los pagarés elegibles dentro de las compras corporativas desde los seis meses a los 28 días).⁵

Por último, el BCE también tomó medidas⁶ para proteger el acceso del sector financiero a la liquidez inyectada

- Según la configuración actual de los programas (APP: 20.000 millones mensuales + dotación adicional de 120.000 millones a gastar antes de terminar 2020; PEPP: dotación de 1,35 billones), las compras totales serán equivalentes a cerca del 15% del PIB nominal de 2019 de la eurozona.
- Con datos hasta mayo, los pagarés representaban más del 75% de los 46.000 millones de euros de deuda corporativa adquirida bajo el PEPP.
- Destacan la ampliación del abanico de activos que se aceptan como colateral (por ejemplo, los préstamos a pymes y familias que se acogen a los esquemas de garantías públicas anunciados por los gobiernos en los últimos meses) y una reducción del *haircut* (descuento que el BCE hace al valorar los activos que sirven como colateral). Además, para mitigar la reducción de colateral que podría haber provocado una oleada de rebajas de la nota crediticia, el BCE acepta como colateral activos con «grado de inversión» a fecha de 07/04/2020, aunque lo pierdan posteriormente (siempre que la nota no caiga por debajo de BB).

BCE: compras netas de activos de deuda pública (programas APP y PEPP)*

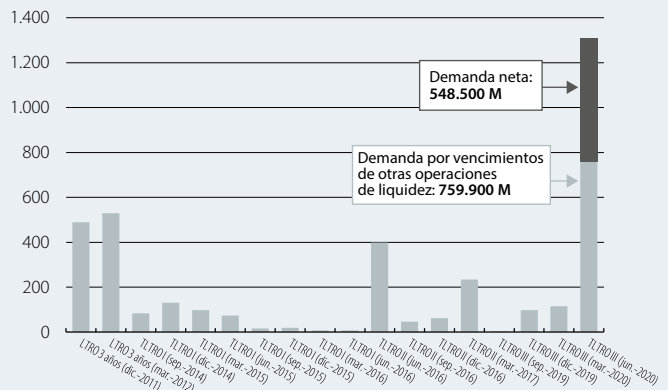
Acumulado desde marzo de 2020 (miles de millones de euros)



Nota: *APP: hasta finales de junio; PEPP: hasta finales de mayo.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BCE.

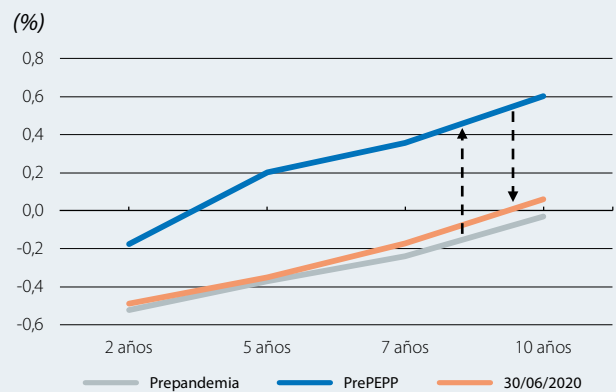
Inyecciones de liquidez a largo plazo del BCE: cantidades satisfechas

(Miles de millones de euros)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BCE.

Curva de tipos de interés soberanos de la eurozona*



Nota: * Promedio de las principales 10 economías de la eurozona ponderado por el PIB. Prepandemia = 19/02/2020; PrePEPP = 18/03/2020.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg y Eurostat.

mediante operaciones de refinanciación (las LTRO, PELTRO y TLTRO-III comentadas anteriormente). Así, estas medidas y la mejora de las condiciones con las que el BCE ofrece sus inyecciones de liquidez⁷ explican que las subastas de junio obtuvieran una demanda récord y muy superior a cualquier otra subasta de liquidez a largo plazo jamás realizada (véase el cuarto gráfico). Esto no solo contribuye a dotar de mayor resiliencia al sector financiero y a favorecer que el crédito a empresas y familias siga fluyendo en términos favorables (el BCE carga menores tipos de interés a aquellos bancos que no reduzcan su cartera de crédito elegible), sino que, indirectamente, también ayuda a mantener un entorno de bajos tipos de interés (tanto por la generación de exceso de liquidez como por inducir una demanda indirecta de bonos soberanos).

... aplaca el estrés, restablece el funcionamiento de los mercados y ancla las condiciones financieras en terreno acomodaticio

El último gráfico y la tabla anexa muestran cómo, después de las fuertes turbulencias iniciales (es decir, hasta mediados de marzo, cuando el BCE lanzó el grueso de sus medidas), la rapidez y la contundencia del BCE consiguieron aplacar el estrés financiero (los tipos de interés se han reducido sostenidamente, tanto para la deuda soberana como para la corporativa y los préstamos interbancarios, mientras que las bolsas han ido recuperándose paulatinamente) y anclar un entorno de bajos tipos de interés por un largo periodo de tiempo (véase el cambio en el euríbor 3 meses esperado por los inversores para diciembre de 2022).

Sin embargo, el entorno económico y financiero es muy exigente (por ejemplo, las bolsas siguen muy por debajo de sus cotizaciones de principios de año y las primas de riesgo se mantienen en cotas significativamente más elevadas). En esta coyuntura, el BCE puede dejar atrás el papel de «apagafuegos» descrito en este artículo y que ha desempeñado con éxito. Pero todo apunta a que, en ausencia de una vacuna o un tratamiento efectivo contra la COVID-19, en los próximos trimestres la reactivación económica seguirá siendo incompleta, por lo que el BCE deberá mantenerse muy activo, con el objetivo de sustentar un entorno financiero favorable que respalde a empresas y familias y dé cobertura a la necesaria acción de la política fiscal.

Adrià Morron Salmeron

7. En concreto, destacan los bajos tipos de interés (la TLTRO-III de junio ofrecía financiación a un tipo entre el -1,0% y el -0,5% entre 2020 y 2021, que luego subirá hasta el -0,5%-0% para el resto de vida del préstamo) y el incremento de la cantidad máxima a solicitar del 30% al 50% de la cartera de crédito elegible.

Variables financieras seleccionadas

Variación (según unidades indicadas)

	21/02 a 18/03	18/03 a 01/05	01/05 a 30/06	2020
Tipos de interés (p. b.)				
Euríbor 3 meses	1	14	-15	-3
Forwards del euríbor 3 meses a dic. de 2022	19	-28	1	-33
Alemania: tipo de interés a 10 años	20	-35	13	-27
Prima de riesgo de la periferia *	110	-25	-53	19
Prima de riesgo corporativa **	433	-205	-84	145
Tipo de cambio (%)				
EUR/USD	0,6	0,6	2,3	0,3
Cesta de 19 divisas	3,4	-1,5	2,9	3,1
Índices bursátiles (%)				
Stoxx 600 Europa	-34,7	20,6	6,8	-13,0
Sector financiero	-42,4	6,9	5,9	-34,4

Notas: * Promedio ponderado de España, Italia y Portugal. ** Diferencial entre deuda HY e IG. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.