

## El tallafoc del BCE contra la COVID-19

- Davant l'exigència de la COVID-19, en només quatre mesos, el BCE ha incrementat el balanç en una magnitud semblant a la dels quatre anys de la crisi financera mundial i de la doble recessió de la zona de l'euro del 2008-2012.
- La rapidesa i la contundència del BCE han aconseguit neutralitzar l'estrès financer, restaurar el funcionament dels mercats i protegir les condicions financeres. No obstant això, després d'exercir amb èxit el paper de «tallafoc», el BCE s'haurà de mantenir molt actiu per donar suport a la reactivació de l'economia.

La política monetària ha reaccionat de forma ràpida i contundent davant la COVID-19, i, des del març, el BCE ha incrementat la dimensió del seu balanç en més d'1,6 bilions d'euros (el +35%). És a dir, en poc més de quatre mesos, el BCE ha dut a terme el mateix increment de balanç que fa una dècada, amb la crisi financera mundial i la doble recessió de la zona de l'euro, amb la diferència que llavors va trigar quatre anys (2008-2012) a realitzar-lo. Aquesta acció tan enèrgica s'ha concentrat en tres grans fronts: i) neutralitzar l'estrès financer i restablir el bon funcionament dels mercats; ii) garantir l'abundància de liquiditat i l'accés favorable al crèdit per part de les empreses i de les famílies, i iii) ancorar un entorn de tipus d'interès baixos que doni cobertura a l'actuació de la política fiscal. Com veurem tot seguit, tot això s'ha aconseguit amb una bateria àmplia i agressiva de mesures.

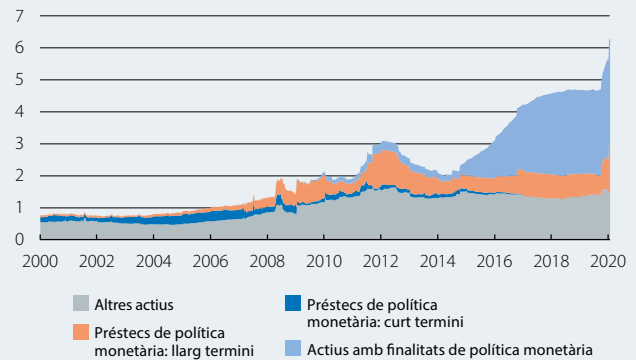
### Una bateria àmplia i agressiva de mesures...

L'eclosió de la COVID-19 no solament va provocar un enduriment abrupte i sever de l'entorn financer,<sup>1</sup> sinó que també va posar en risc la transmissió de la política monetària al conjunt de la zona de l'euro. Aquest risc va ser especialment visible als mercats de deute sobirà, amb una forta divergència dels tipus d'interès. No obstant això, la perifèria de la zona de l'euro va albirar l'inici d'una sortida de capital per part dels inversors internacionals, que es van refugiar als països del nucli. En concret, els comptes financers de les balances de pagaments mostren que, al març i a l'abril, els inversors internacionals van ser venedors nets de deute perifèric i compradors nets de deute del nucli, amb unes sortides netes de la perifèria que van representar una mica més del 0,50% del PIB al març i al voltant del 0,25% a l'abril.<sup>2</sup>

Davant aquest doble embat, a més de mantenir els tipus oficials en mínims històrics, l'acció ràpida del BCE es va centrar a llançar injeccions de liquiditat abundants, recur-

### BCE: composició dels actius del balanç

(Bilions d'euros)

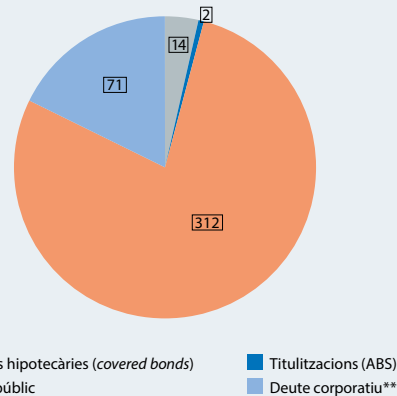


**Nota:** Els préstecs a curt termini i a llarg termini consisteixen, essencialment, en les operacions MRO i TLTRO, respectivament. Els actius amb finalitats de política monetària engloben, principalment, les compres sota els programes APP i PEPP i altres programes anteriors (CBPP i SMP). La categoria «altres actius» inclou or, diners en efectiu, reserves estrangeres, altres operacions de política monetària, etc.

**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades del BCE.

### Distribució de les compres del BCE per la pandèmia (programes APP i PEPP) \*

Acumulat des del març del 2020 (milers de milions d'euros)



**Notes:** \* APP: fins al final de juny; PEPP: fins al final de maig.  
\*\* Inclou els pagarés d'empreses no financeres.

**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades del BCE.

rents i amb condicions molt favorables (amb subhastes LTRO setmanals, PELTRO mensuals i TLTRO-III trimestrals) i a comprar grans quantitats d'actius de deute públic i corporatiu (amb els programes de compres APP i PEPP), que contribueixen tant a reduir els costos de finançament com a garantir la liquiditat (i, per tant, el bon funcionament) dels mercats.<sup>3</sup> Així, com ho reflecteix el primer gràfic, en tot just quatre mesos, els préstecs que el BCE concedeix al

1. Vegeu el Focus «El coronavirus contagia els mercats i la política monetària actua d'urgència», a l'IM04/2020.  
2. Vegeu Lane, P., «The market stabilization role of the pandemic emergency purchase programme», article del 22 de juny del 2020 al blog oficial del BCE.  
3. Vegeu el recopilatori de totes les mesures del BCE per fer front a la COVID-19, amb els seus detalls tècnics, a l'Observatori BCE del 13 de juliol del 2020. Altres mesures importants van ser el relaxament de diferents requisits reguladors i les línies de swaps canviaris per garantir, en coordinació amb altres bancs centrals, l'abundància de dòlars i d'euros als mercats internacionals.

sector financer van augmentar en gairebé 1 bilió d'euros en termes nets (són responsables del 60% de l'increment total del balanç i representen el 25% de tots els actius del BCE), i es van adquirir actius de deute públic i privat per un valor proper als 550.000 milions (és a dir, el 33% de l'increment total del balanç), dels quals uns 385.000 corresponen al PEPP i 165.000, a l'APP. Així, les compres de deute públic i corporatiu ja representen el 50% de tots els actius del balanç del BCE.

Les compres d'actius han estat dominades per l'adquisició de deute públic als mercats secundaris (vegeu el segon gràfic), ja que els bons sobirans són una referència clau als mercats financers, i, amb les seves compres, el BCE transmet la reducció dels tipus sobirans a tot l'univers de tipus d'interès. És a dir, amb aquesta mesura, el BCE perseguia tant relaxar el conjunt de les condicions financeres com garantir una transmissió correcta de la seva política monetària a totes les jurisdiccions i a tots els mercats. Precisament, amb aquesta segona finalitat, el BCE ha hagut d'esbiaixar les compres en favor d'alguns actius: com ho mostra el tercer gràfic, ha comprat proporcionalment més deute perifèric (i, en especial, deute italià) que del nucli. De tota manera, els volums de compres són molt elevats a totes les jurisdiccions, fins al punt que s'estima que la demanda de bons sobirans generada indirectament pel BCE podria absorbir gairebé el 75% de les necessitats de finançament públic de la zona de l'euro el 2020-2021.<sup>4</sup>

D'altra banda, el segon gràfic també mostra que, per protegir de manera més directa l'accés al finançament del sector empresarial, el BCE ha realitzat importants compres de deute corporatiu, amb les quals ha garantit la liquiditat als mercats de bons corporatius i de pagarés. En aquest sentit, cal destacar que una part important d'aquestes compres s'han centrat en deute corporatiu a molt curt termini (de fet, el BCE va rebaixar el venciment mínim dels pagarés elegibles dins les compres corporatives des dels sis mesos als 28 dies).<sup>5</sup>

Finalment, el BCE també va adoptar mesures<sup>6</sup> per protegir l'accés del sector financer a la liquiditat injectada mitjançant operacions de refinançament (les LTRO, les PELTRO i

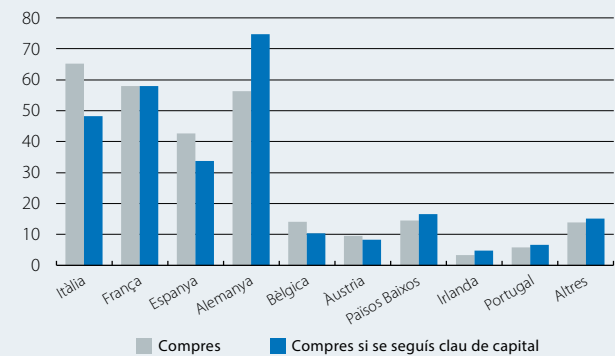
4. Segons la configuració actual dels programes (APP: 20.000 milions mensuals + una dotació addicional de 120.000 milions que cal gastar abans d'acabar el 2020; PEPP: dotació d'1,35 bilions), les compres totals seran gairebé equivalents al 15% del PIB nominal del 2019 de la zona de l'euro.

5. Amb dades fins al maig, els pagarés representaven més del 75% dels 46.000 milions d'euros de deute corporatiu adquirits sota el PEPP.

6. Destaquen l'ampliació del ventall d'actius que s'accepten com a col·lateral (per exemple, els préstecs a les pimes i a les famílies que s'acullen als esquemes de garanties públiques anunciats pels governs en els últims mesos) i una reducció del haircut (descompte que el BCE fa en valorar els actius que serveixen com a col·lateral). A més a més, per mitigar la reducció del col·lateral, que podria haver provocat una onada de rebaixes de la nota creditícia, el BCE accepta com a col·lateral actius amb «grau d'inversió» en data de 07/04/2020, tot i que ho perdin amb posterioritat (sempre que la nota no caigui per sota de BB).

### BCE: compres netes d'actius de deute públic (programes APP i PEPP)\*

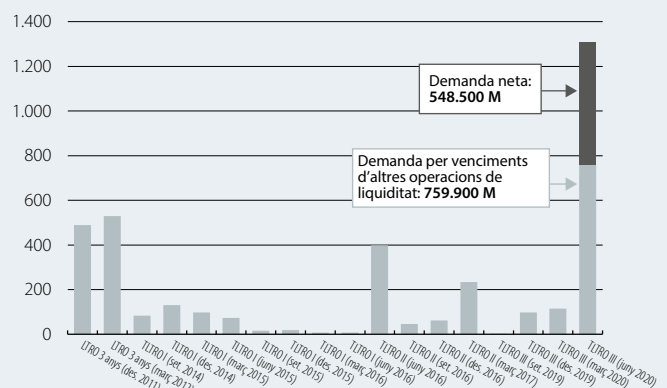
Acumulat des del març del 2020 (milers de milions d'euros)



Nota: \* APP: fins al final de juny; PEPP: fins al final de maig.  
Font: CaixaBank Research, a partir de dades del BCE.

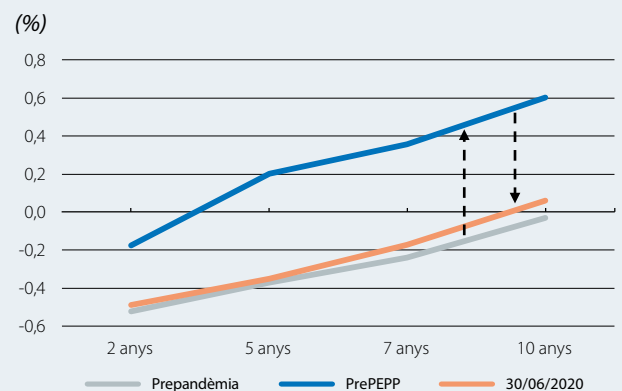
### Injeccions de liquiditat a llarg termini del BCE: quantitats satisfetes

(Milers de milions d'euros)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades del BCE.

### Corba de tipus d'interès sobirans de la zona de l'euro\*



Nota: \* Mitjana de les 10 principals economies de la zona de l'euro ponderada pel PIB. Prepandèmia = 19/02/2020; PrePEPP = 18/03/2020.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg i d'Eurostat.

les TLTRO-III comentades més amunt). Així, aquestes mesures i la millora de les condicions amb què el BCE ofereix les injeccions de liquiditat<sup>7</sup> expliquen que les subhastes del juny obtinguessin una demanda rècord i molt superior a qualsevol altra subhasta de liquiditat a llarg termini mai realitzada (vegeu el quart gràfic). Això no solament contribueix a dotar de més resiliència el sector financer i a afavorir que el crèdit a les empreses i a les famílies continuï fluïnt en termes favorables (el BCE carrega tipus d'interès més baixos als bancs que no redueixin la cartera de crèdit elegible), sinó que, indirectament, també ajuda a mantenir un entorn de tipus d'interès baixos (tant per la generació d'excés de liquiditat com per induir una demanda indirecta de bons sobirans).

### ... neutralitza l'estrès, restableix el funcionament dels mercats i ancora les condicions financeres en terreny acomodatiu

L'últim gràfic i la taula annexa mostren com, després de les fortes turbulències inicials (és a dir, fins a mitjan març, quan el BCE va llançar el gros de les mesures), la rapidesa i la contundència del BCE van aconseguir neutralitzar l'estrès financer (els tipus d'interès s'han reduït de forma sostinguda, tant per al deute sobirà com per al corporatiu i per als préstecs interbancaris, mentre que les borses s'han anat recuperant de forma gradual) i ancorar un entorn de tipus d'interès baixos per un període llarg de temps (vegeu el canvi en l'euríbor a 3 mesos esperat pels inversors per al desembre del 2022).

No obstant això, l'entorn econòmic i financer és molt exigent (per exemple, les borses continuen molt per sota de les cotitzacions de l'inici de l'any i les primes de risc es mantenen en cotes significativament més elevades). En aquesta conjuntura, el BCE pot deixar enrere el paper de «tallaforç» descrit en aquest article i que ha exercit amb èxit. Però tot fa pensar que, sense una vacuna o sense un tractament efectiu contra la COVID-19, en els propers trimestres, la reactivació econòmica continuarà sent incompleta, de manera que el BCE s'haurà de mantenir molt actiu, amb l'objectiu de sustentar un entorn financer favorable que doni suport a les empreses i a les famílies i que doni cobertura a la necessària acció de la política fiscal.

Adrià Morron Salmeron

### Variables financeres seleccionades

Variació (segons unitats indicades)

	21/02 a 18/03	18/03 a 01/05	01/05 a 30/06	2020
<b>Tipus d'interès (p. b.)</b>				
Euríbor a 3 mesos	1	14	-15	-3
Forwards de l'euríbor a 3 mesos des. 2022	19	-28	1	-33
Alemanya: tipus d'interès a 10 anys	20	-35	13	-27
Prima de risc de la perifèria *	110	-25	-53	19
Prima de risc corporativa **	433	-205	-84	145
<b>Tipus de canvi (%)</b>				
EUR/USD	0,6	0,6	2,3	0,3
Cistella de 19 divises	3,4	-1,5	2,9	3,1
<b>Índex borsaris (%)</b>				
Stoxx 600 Europa	-34,7	20,6	6,8	-13,0
Sector financer	-42,4	6,9	5,9	-34,4

Notes: \* Mitjana ponderada d'Espanya, Itàlia i Portugal. \*\* Diferencial entre deute HY i IG.  
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

7. En concret, destaquen els tipus d'interès baixos (la TLTRO-III del juny oferia finançament a un tipus entre el -1,0% i el -0,5% entre el 2020 i el 2021, que després pujà fins al -0,5%-0% per a la resta de vida del préstec) i l'increment de la quantitat màxima a sol·licitar del 30% al 50% de la cartera de crèdit elegible.