
12.04.2021

**La respuesta de política monetaria del BCE frente a la crisis
pandémica**

I Conferencia Iberoamericana de Bancos Centrales/Banco de España y
Secretaría General Iberoamericana

Pablo Hernández de Cos
Gobernador

Señoras y señores, muy buenas tardes (o muy buenos días para quienes participan desde el otro lado del Atlántico).

Es para mí una verdadera satisfacción darles la bienvenida a esta I Conferencia Iberoamericana de Bancos Centrales. Para el Banco de España supone un gran honor organizarla conjuntamente con la Secretaría General Iberoamericana, y quiero empezar agradeciendo a su secretaria general, Rebeca Grynspan, su determinación para hacer realidad esta iniciativa.

El próximo 21 de abril se celebrará la XXVII Cumbre Iberoamericana de Jefes de Estado y de Gobierno, un espacio consolidado de diálogo, coordinación y cooperación al más alto nivel entre los 22 países que conforman la comunidad iberoamericana. En el marco de esta cumbre, la reunión de hoy aspira a contribuir al debate en el ámbito de las funciones propias de los bancos centrales. En este propósito no partimos de cero, pues existe una larga tradición de diálogo y cooperación entre las autoridades monetarias de América Latina y del Caribe —un ámbito geográfico algo más amplio que el estrictamente iberoamericano—, desarrolladas principalmente bajo los auspicios del Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA), que en 2022 cumplirá 70 años de existencia.

Esta reunión tiene lugar algo más de un año después del comienzo de la crisis del COVID-19, que se ha caracterizado por su alcance global, una intensidad sin precedentes, una elevada persistencia y un impacto diferencial muy marcado por sectores, países y grupos poblacionales.

En el momento actual, conviven señales esperanzadoras y motivos de preocupación.

En el lado positivo, el desarrollo del proceso de vacunación, con la paulatina aprobación de nuevas vacunas y la aceleración de los ritmos de fabricación y administración, nos permite entrever un escenario de resolución de la crisis sanitaria y, en consecuencia, de prolongación de la incipiente recuperación económica. De hecho, las últimas previsiones del FMI, publicadas la semana pasada, contemplan una revisión al alza de la previsión de crecimiento global, en comparación con las cifras anticipadas por dicha institución en enero. En estas proyecciones destaca el dinamismo de las dos mayores economías del planeta —Estados Unidos y China—, que serán de las pocas que hayan alcanzado antes del final de este año el nivel de PIB previo a la pandemia.

No obstante, estas perspectivas favorables coexisten con una incertidumbre elevada en diversos frentes. En primer lugar, en el epidemiológico, la aparición de nuevas variantes del virus y las dudas sobre la eficacia de las vacunas frente a ellas, así como el heterogéneo ritmo de avance en los calendarios de vacunación entre países, plantean algún interrogante sobre el momento en el que se conseguirá poner fin a la crisis sanitaria. Y esa heterogeneidad, acompañada de otros factores idiosincrásicos de los países, está generando divergencias apreciables y crecientes en los ritmos de recuperación económica a escala global. Existen también muchas dudas sobre el daño estructural ocasionado por la crisis sobre el tejido productivo, en particular en aquellos sectores y países más afectados y donde está resultando más persistente.

En estas circunstancias, desde mi punto de vista, cobra más importancia que nunca la cooperación internacional.

En el ámbito sanitario, está claro que la crisis no se resolverá hasta que no se haya logrado la inmunidad frente al virus en todos los países. En el plano económico, las diferencias en los ritmos de recuperación pueden resultar particularmente nocivas para las economías que se encuentran en una situación más vulnerable. Un prematuro tensionamiento de las condiciones financieras internacionales podría suponer un serio obstáculo para los esfuerzos de recuperación de las economías que cuentan con un limitado espacio para sus políticas nacionales, lo que podría retrasar su recuperación y acabar afectando negativamente también a la economía global.

Por ello, de acuerdo con el comunicado aprobado por el Comité Monetario y Financiero Internacional la semana pasada, la cooperación internacional resulta crucial tanto para acelerar la producción de las vacunas como para facilitar su distribución asequible y equitativa para todos. Y en el ámbito económico también es preciso mantener durante el tiempo necesario las medidas de estímulo, adaptándolas a la evolución de las circunstancias en los diferentes países, hasta que la recuperación esté afianzada, y, solo entonces, proceder con cautela a la retirada de esos estímulos.

El momento actual es, de hecho, particularmente oportuno para dar un nuevo impulso al multilateralismo —en el que deben desempeñar un papel crucial las instituciones internacionales—, con el objetivo no solo de asentar la recuperación económica global, sino también de contrarrestar los retrocesos en materia de desigualdad y pobreza que se han producido como consecuencia de esta pandemia y de afrontar de forma conjunta los retos estructurales comunes derivados de los procesos de digitalización y de la lucha contra el cambio climático. Todo ello, sin olvidar la necesidad de reforzar los instrumentos de prevención y respuesta comunes ante crisis sistémicas como la actual.

En este sentido, son loables los acuerdos alcanzados con medidas de alivio de deuda en el marco del G-20 para dar respuesta al impacto de la crisis en las economías de renta baja, pero es necesario lograr ahora un consenso para abordar la situación a la que se enfrentan también los países de renta media (categoría en la que cabe encuadrar a buena parte de los países de la comunidad iberoamericana), que están haciendo frente a esta crisis con un limitado margen de maniobra en sus políticas nacionales.

Con estos mismos objetivos, las instituciones internacionales deben complementarse y mejorar la coordinación con instituciones y mecanismos de ámbito regional, que pueden ser más eficaces para aportar soluciones para países que comparten un marco institucional común o unas estructuras económicas similares.

Permítanme que, tras esta introducción, dé paso al primer panel de la Conferencia, que se centrará en analizar la función de la política monetaria en el contexto de la pandemia, y en el que contamos con la presencia de Agustín Carstens, gerente general del Banco de Pagos Internacionales, Alejandro Díaz de León, gobernador del Banco de México, Liliana Rojas-Suárez, presidenta del Comité Latinoamericano de Asuntos Financieros y directora de la Iniciativa para América Latina del Centro para el Desarrollo Global, y Leonardo Villar, gerente general del Banco de la República, de Colombia.

Es evidente que la política monetaria ha desempeñado —y está desempeñando todavía— un papel crucial en esta crisis. Esto ha ocurrido no solo en las economías avanzadas, sino también en las emergentes, y en concreto en América Latina, donde los bancos centrales de la región recortaron sus tipos de interés oficiales hasta niveles mínimos históricos, e

incluso algunos de ellos han establecido programas de compras de activos por primera vez en su historia. Sobre la experiencia de los bancos centrales latinoamericanos en la gestión de la política monetaria durante la pandemia versará, en gran medida, esta sesión de la Conferencia.

Pero quiero aprovechar esta oportunidad para compartir con ustedes unas breves reflexiones en relación con la política monetaria del Banco Central Europeo (BCE) y su actuación durante la pandemia de COVID-19, que, en muchos casos, pueden ser aplicables también a otros países¹.

En primer lugar, he de destacar la importancia de la reacción rápida y contundente de la política monetaria.

Como decía, la irrupción del COVID-19 en Europa, a finales de febrero y comienzos de marzo de 2020, generó una crisis sanitaria que derivó en una perturbación económica de magnitud inusitada. Esta perturbación se vio acompañada por un fuerte endurecimiento de las condiciones financieras en el área del euro. Los mercados financieros comenzaron a descontar caídas significativas en la actividad económica y una escalada de la deuda pública y privada a medida que los diferentes Gobiernos anunciaban los planes de contención contra la enfermedad. Esto impulsó al alza los tipos de interés en los mercados de deuda soberana y corporativa, lo cual, de no ser atajado a tiempo, corría el riesgo de amplificar la caída de la demanda agregada y, por ende, de la inflación.

Ante esta situación, en el Consejo de Gobierno del BCE actuamos con rapidez y de manera contundente. En particular, 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), que permite al BCE comprar bonos públicos y privados, así como otros instrumentos de deuda. Este programa, dotado inicialmente con 750 mm de euros (el 6,6 % del PIB de la eurozona en 2020) y con una duración que alcanzaba hasta el final de 2020, dio paso a un proceso de relajación gradual de las condiciones de financiación que continúa hasta la actualidad. Por su parte, las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, por sus siglas en inglés) fueron también muy exitosas. Por ejemplo, en la operación de junio de 2020 los bancos participantes recibieron un total de 1,31 billones (es decir, *trillions*) de euros, récord histórico en las operaciones de refinanciación del Eurosistema.

Estimaciones elaboradas 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 2020-2022². La evidencia disponible sugiere también que las TLTRO han cumplido la función para la que fueron diseñadas, ya que los bancos han utilizado la financiación recibida para conceder préstamos a la economía real³.

¹ Para más detalles, véase P. Hernández de Cos (2021), «[La política monetaria del Banco Central Europeo: respuesta frente a la crisis pandémica y desafíos futuros](#)», intervención en la Universidad Autónoma de Madrid.

² Véase P. Aguilar, Ó. Arce, S. Hurtado, J. Martínez-Martín, G. Nuño y C. Thomas (2020), [La respuesta de la política monetaria del Banco Central Europeo frente a la crisis del Covid-19](#), Documentos Ocasionales, n.º 2026, Banco de España.

³ Véase, por ejemplo, la Encuesta sobre Préstamos Bancarios de [octubre de 2020](#). Un resumen de los resultados de la Encuesta para los bancos españoles participantes puede verse en Á. Menéndez-Pujadas y M. Mulino (2020), «[Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: octubre de 2020](#)», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 4/2020, Banco de España.

En todo caso, más allá de 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, 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, ha sido evitar interrupciones en los mercados financieros, que habrían acabado generando una crisis mucho más profunda y persistente.

En segundo lugar, también ha resultado muy significativo el carácter integral de la reacción de la política monetaria.

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 el -0,5 % (en mínimos históricos), compras netas de activos bajo el programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés) y un calendario establecido de operaciones TLTRO.

En este contexto, las medidas del BCE han actuado en dos dimensiones, principalmente: la compra de activos financieros y la provisión de liquidez a los bancos comerciales, lo que cubría las principales vías de financiación de la economía del área del euro.

En el ámbito de las compras de activos, ya he mencionado la aprobación del PEPP, cuyo objetivo principal es relajar las condiciones de financiación y asegurar la correcta transmisión de la política monetaria común a todos los países del área del euro.

En cuanto a la provisión de liquidez, se ha de tener presente que, en el área del euro, los bancos constituyen la principal fuente de financiación de familias, trabajadores autónomos y empresas, por lo que resultaba 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 eventual 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 el que tendría lugar una importante subasta de liquidez. Esta medida contribuyó a estabilizar los costes de financiación del sector bancario en la fase inicial de la pandemia. En cuanto al segundo riesgo, el BCE ya disponía de un instrumento para incentivar a los bancos a proporcionar crédito: las mencionadas TLTRO. Este programa otorga a los bancos financiación en condiciones especialmente ventajosas, siempre que cumplan con unos objetivos de concesión de crédito a empresas y a hogares. Con la llegada de la pandemia, el programa se modificó a fin 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.

Adicionalmente, dado que para obtener liquidez en las operaciones de refinanciación del Eurosistema los bancos participantes deben presentar activos de garantía —el llamado «colateral»—, se decidió relajar las condiciones del marco de colateral para favorecer que

podieran obtener una mayor cantidad de financiación en estas operaciones. 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.

En tercer lugar, se ha de subrayar la trascendencia de la flexibilidad con la que el BCE ha actuado en relación con la recalibración y el uso de los instrumentos.

Como ilustración, la evolución de la crisis económica generada por la pandemia exigió una ampliación del PEPP de 600 mm de euros en junio y de 500 mm de euros en diciembre, hasta un total de 1,85 billones de euros. Se ampliaron también el horizonte de compras netas al menos hasta finales de marzo de 2022 y el horizonte de reinversión de vencimientos al menos hasta el final de 2023.

También en diciembre, decidimos recalibrar las condiciones de las TLTRO, ampliando en doce meses —hasta junio de 2022— el período 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 elegibles. Asimismo, decidimos ampliar hasta junio de 2022 la duración de las medidas de flexibilización del marco de colateral descritas.

Pero, más allá de esta flexibilidad en la reacción en el tiempo, la principal diferencia entre el PEPP y el APP reside en que, mientras que 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, el PEPP se dotó desde el principio de la posibilidad de concentrar esas compras en los meses más críticos de la crisis pandémica y en los países que, en cada momento, han estado sometidos a un mayor grado de tensionamiento de sus condiciones de financiación. Para ilustrar la flexibilidad en la distribución temporal de las compras, baste mencionar que el ritmo medio de compras durante los meses de abril a junio alcanzó los 113 mm de euros mensuales, mientras que en el período de octubre a diciembre, en un contexto de mayor relajación en los mercados de deuda soberana, las compras medias mensuales apenas superaron los 60 mm de euros.

Gracias a esta flexibilidad, junto con el gran volumen de compras 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 soberanos en el área del euro, en particular en países como Italia y España. Estos países contaban de partida con niveles de deuda pública relativamente elevados, y fueron también los más afectados por la primera ola del virus, tanto epidemiológicamente como por su dependencia de sectores más vulnerables, como el turismo o la hostelería. El resultado fue un aumento de los costes de financiación mucho más pronunciado en estos países, que la flexibilidad del PEPP nos ha permitido contrarrestar asegurando una transmisión homogénea de nuestra política monetaria a todos los países del área del euro.

Esta flexibilidad está siendo particularmente útil de nuevo en la situación actual. En efecto, tras la ampliación de nuestro programa en diciembre, se produjo un repunte de los tipos de interés de largo plazo, en un contexto donde nuestra previsión de inflación está muy alejada del objetivo y por debajo de la anticipada antes de la crisis. En este contexto, en marzo

pasado subrayamos que haríamos uso de la flexibilidad de nuestro programa pandémico para ampliar las compras en los meses siguientes, con el objetivo de preservar unas condiciones de financiación favorables y evitar así un endurecimiento de dichas condiciones que resulte discordante con contrarrestar el impacto a la baja de la crisis sobre la senda de inflación.

Un cuarto aspecto que me parece reseñable es la complementariedad de la acción del BCE y de la realizada por las autoridades fiscales y prudenciales.

Todos hemos coincidido en que la política presupuestaria debería ser la primera línea de defensa contra esta crisis, dado que dispone de los instrumentos más adecuados para mitigar sus efectos sobre los hogares y las empresas, en particular en un contexto en el que estos efectos están siendo heterogéneos y de una duración incierta.

Pues bien, las decisiones de política monetaria adoptadas por el BCE (en especial, las relativas al PEPP) tienen una singular relevancia desde esta perspectiva, dado que han otorgado margen de actuación a las autoridades fiscales para extender y mantener las medidas de apoyo a la economía. Así, las compras netas de activos del PEPP durante 2020 habrían alcanzado un importe equivalente a más del 90 % de las necesidades netas de financiación pública de los países del área del euro ese mismo año (y a casi el 30 % de las necesidades brutas), según estimaciones preliminares. Esto es particularmente importante en países como España, que, como he señalado, se ha visto especialmente afectada por la crisis del COVID-19 y partía de niveles de déficit y de 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.

La complementariedad de las medidas del BCE y de 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, de hecho, determinante para facilitar el flujo de financiación a la economía durante la crisis⁴.

No se ha de olvidar, además, que, más allá de la respuesta de las políticas fiscales nacionales, en esta ocasión se ha producido también una respuesta común genuinamente europea a la crisis, en la que destaca la creación del fondo de recuperación *Next Generation EU* (NGEU)⁵. Se trata de un fondo que introduce importantes elementos para compartir el esfuerzo de la recuperación económica, algunos de ellos sin precedentes, como la emisión a gran escala de deuda pública europea supranacional para financiar reformas e inversiones en los Estados miembros más afectados por la pandemia.

A modo de conclusión, permítanme simplemente reiterar la importante labor que han desempeñado —y que todavía han de desempeñar— los bancos centrales en la superación

⁴ Para más detalles sobre la evolución de la financiación a empresas y a hogares en el contexto de la crisis del COVID-19, véanse P. Alves, 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; y P. Alves, F. Arrizabalaga, J. Delgado, J. Galán, E. Pérez Asenjo, C. Pérez Montes y C. Trucharte (2021), «[Evolución reciente de la financiación y del crédito bancario al sector privado no financiero](#)», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 1/2021, Banco de España.

⁵ Véase P. Hernández de Cos (2020), «[La respuesta europea frente a la crisis del Covid-19](#)», inauguración de las Jornadas de la Fundación Internacional Olof Palme.

de esta crisis. En un contexto de elevada incertidumbre y de fragilidad aún de la situación económica, las políticas monetarias deben seguir contribuyendo a mantener unas condiciones de financiación favorables, que permitan asentar la solidez de la recuperación. El camino que falta por recorrer no estará exento de contratiempos y de dificultades, algunos directamente relacionados con la pandemia y sus legados sobre la solvencia de empresas y de hogares, y otros provenientes de una posible evolución adversa en los mercados financieros, como, por ejemplo, atestigua el incremento en los últimos meses de los tipos de interés a largo plazo en distintas partes del mundo. La posibilidad de que aparezcan tensiones en los mercados financieros y de un endurecimiento de las condiciones de financiación, en un contexto en el que se ha producido un notable aumento de la deuda pública y privada, es uno de los principales riesgos que deben afrontar los bancos centrales, tanto en las economías avanzadas como en las emergentes.

Muchas gracias.