

MEMORIA DEL TRABAJO FIN DE GRADO

**Política monetaria del BCE a raíz del COVID-19 y la guerra de Ucrania y Rusia
(ECB monetary policy in the wake of COVID-19 and the war in Ukraine and Russia)**

Autoría: Rubén García Rodríguez

Tutorizado por: Miguel Becerra Dominguez

Grado en ECONOMÍA

**FACULTAD DE ECONOMÍA, EMPRESA Y TURISMO
Curso Académico 2023 / 2024**

SAN CRISTÓBAL DE LA LAGUNA, 22 MAYO DE 2024

RESUMEN

La política monetaria de la eurozona, liderada por el BCE, es la encargada con sus herramientas tradicionales y no tradicionales, de alcanzar el objetivo de estabilidad de precios en torno al 2%.

Desde 2014 BCE mantuvo una política monetaria expansiva, perpetuando los tipos de interés negativos y compatibilizando con una elevada expansión monetaria. Esta prolongada política monetaria laxa, y el shock, primero del COVID y después de la guerra, provocaron un aumento de los precios hasta el 11% en 2022, motivo por el que se han aumentado los tipos de interés hasta un 4,5% (2024), retirando la liquidez excesiva del sistema.

De esta manera, se cancelan los instrumentos que se arbitraron como consecuencia de la crisis financiera de 2008, en la que el BCE jugó el papel de banco de bancos, evitando el hundimiento del sistema financiero, y donde trató de contener el gasto público.

Esta situación inusual refleja un enfoque extraordinario frente a la crisis provocada por el COVID-19 y la guerra, lo que plantea desafíos para la estabilización de los precios y el crecimiento económico en la eurozona.

ABSTRACT

The monetary policy of the eurozone, led by the ECB, is responsible, with its traditional and non-traditional tools, for achieving the price stability objective of around 2%.

Since 2014, the ECB has maintained an expansive monetary policy, perpetuating negative interest rates and making it compatible with high public spending. This lax monetary policy, and the supply shock generated by the war crisis, increased prices by 11% in 2022, which is why interest rates have been increased to 4.5% (2024), to withdraw excessive liquidity of the system.

In this way, the instruments that were arbitrated as a consequence of the 2008 crisis are canceled, in which the ECB plays the role of bank of banks, to try to avoid the collapse of the financial system, and where there is a considerable increase in the public spending.

This unusual situation reflects an extraordinary approach to the crisis caused by COVID-19 and war, posing challenges for price stabilization and economic growth in the eurozone.

ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN.....	5
2. MARCO TEÓRICO.....	5
2.1. POLÍTICAS MONETARIAS, QUIÉN LAS LLEVA A CABO EN LA UNIÓN MONETARIA Y CUÁLES SON SUS HERRAMIENTAS.....	7
3. ANÁLISIS DE LAS POLÍTICAS MONETARIAS DEL BCE.....	8
3.1. HERRAMIENTAS CONVENCIONALES DE POLÍTICA MONETARIA DEL BCE.....	8
3.1.1. Tipos de interés.....	8
3.1.2 Operaciones de mercado abierto.....	8
3.1.3 Mantenimiento de reservas mínimas.....	10
3.2. HERRAMIENTAS NO CONVENCIONALES DE POLÍTICA MONETARIA DEL BCE.....	10
3.2.1. Programa de compra de activos (APP).....	10
GRÁFICO 1. ADQUISICIONES NETAS DEL APP POR EL BCE INTERMENSUAL.....	11
4. IMPACTO DEL COVID-19.....	15
4.1. INTRODUCCIÓN A LA PANDEMIA COVID-19 EN ASPECTOS ECONÓMICOS.....	15
4.2. IMPACTO DEL COVID-19 SOBRE EL PIB Y EL DESEMPLEO DE LA EUROZONA.....	18
4.2.1 El PIB de la eurozona a raíz del COVID-19.....	18
4.2.2 El desempleo en la eurozona a raíz del COVID-19.....	20
4.3 RESPUESTA DEL BCE ANTE LA CRISIS DEL COVID-19.....	21
4.3.1 Programa de Compras de Emergencia Pandémica (PPEP).....	21
4.3.2 Operaciones de Refinanciamiento a Plazo Largo con Objetivo Específico (PELTRO).....	21
4.3.3 Tipos de interés negativos.....	22
5. SHOCK DE OFERTA POR LA GUERRA DE UCRANIA CON RUSIA.....	23
5.1. SHOCK DE RECURSOS ENERGÉTICOS.....	23
5.2. SHOCK DE OFERTA DE PRODUCTOS BÁSICOS.....	26
6. CONCLUSIONES.....	27
7. BIBLIOGRAFÍA.....	31

ÍNDICE DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1. ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMO ARMONIZADO DE LA UNIÓN EUROPEA

GRÁFICO 2. ADQUISICIONES NETAS DEL APP POR EL BCE INTERMENSUAL

GRÁFICO 3. BALANCE SHEET DEL BCE

GRÁFICO 4. ADQUISICIONES NETAS ACUMULADAS DEL APP POR EL BCE INTERMENSUAL

GRÁFICO 5. PIB Y PRINCIPALES COMPONENTES (PRODUCCIÓN, GASTO E INGRESO) EN LA UNIÓN EUROPEA EN %

GRÁFICO 6. DESEMPLEO INTERANUAL DE LA UNIÓN EUROPEA EN %

GRÁFICO 7. TIPOS DE INTERÉS INTERANUAL DEL BCE EN LA UE

GRÁFICO 8. TIPOS DE INTERÉS INTERANUAL DEL BCE EN LA UE

GRÁFICO 9. PROCEDENCIA DE LAS IMPORTACIONES INTERANUALES DE GAS EN LA UE

GRÁFICO 10. PRECIO DEL PETRÓLEO BRENT INTERMENSUAL

GRÁFICO 11. ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMO ARMONIZADO DE PRODUCTOS AGRÍCOLAS EN LA UNIÓN EUROPEA

GRÁFICO 12. PRINCIPALES DATOS MACROECONÓMICOS DE LA UNIÓN EUROPEA EN %

GRÁFICO 13. COMPARATIVA ENTRE EL IPCA Y EL IPCA SUBYACENTE DE LA UNIÓN EUROPEA EN %

1. INTRODUCCIÓN

Durante 2023, el mundo ha sufrido un proceso de inflación generalizada (11%) producida por un shock de la oferta, provocado por una contracción en la producción y la ruptura de las cadenas de suministro debido al COVID en el año 2021, y a la invasión de Ucrania en 2022.

La pandemia obligó a gran parte de la población a permanecer en confinamiento domiciliario temporal por el estado de alarma, por lo que, tanto la oferta como la demanda, se vieron reducidas drásticamente.

La Guerra de Ucrania y Rusia, ha tenido un papel fundamental en la evolución de la tasa de inflación, debido a que ambos países son grandes exportadores de recursos naturales, energéticos, y de materias primas (productos agrícolas) para el resto del mundo, y concretamente en este caso, podríamos decir que existe una gran interdependencia entre la UE y estos dos países.

Ante esta elevada inflación, a causa de un shock de oferta, y tras tener una economía deteriorada por la pandemia, la UE decidió subir los tipos de interés a tasas que no se veían desde 2001, en el caso de la UE (4,50%).

Históricamente, la subida de los tipos de interés por parte de los bancos centrales, ha sido la principal herramienta para tratar de solventar la elevada inflación, ya que aumenta el interés al que los bancos realizan préstamos, así como, a través de las operaciones de mercado abierto que producen una reducción de liquidez en el sistema.

En el momento actual (2024), los bancos comerciales tienen menos incentivos a realizar préstamos a la población y empresas, por ende, se reduce la inyección de dinero en la economía, se contrae el gasto, bajan los precios y se disminuye la demanda hasta colocarse al nivel de la oferta, por lo que mengua momentáneamente la inflación.

El objetivo del estudio es analizar la respuesta del BCE cuando la inflación se produce como consecuencia de la crisis del COVID-19, y el shock de oferta provocado por la Guerra entre Ucrania y Rusia, tras llevar a cabo unas políticas de aumento de gasto público.

2. MARCO TEÓRICO

Las variables instrumentales macroeconómicas de una economía, son modificadas por las autoridades institucionales en aras a mantener tres variables económicas fundamentales, como son, la búsqueda de un crecimiento sostenido del PIB real, reducir lo máximo posible la tasa de desempleo y mantener el nivel general de precios. Para conseguir lograr esos objetivos, las instituciones toman medidas sobre la economía a través de las políticas económicas, las cuales se bifurcan en dos amplios campos, como son la política monetaria y la política fiscal.

- La política monetaria centra sus esfuerzos en el mantenimiento del nivel general de los precios, el cual se suele medir por el IPC (índice de precios al consumo). La política monetaria cuenta con una serie de herramientas para tratar de influir en la liquidez de la economía, como podría ser la de actuar sobre los tipos de interés y la cantidad de dinero. También sobre los coeficientes de caja, elemento que influye en el multiplicador monetario, y por lo tanto, en los préstamos que los bancos comerciales ofrecen a la ciudadanía. De esta manera, afecta en la oferta monetaria, inyectando así más o menos dinero en la economía en función a las necesidades de la situación que se trate de afrontar.

Todas las herramientas de la política monetaria están enfocadas a modificar la cantidad de dinero y poder variar los precios según sea necesario, bien subiendo o bajando los tipos de interés, implementando una política monetaria restrictiva o expansiva. La expansiva trata de reducir los tipos de interés, para de esta manera, incentivar los préstamos y la inversión, en detrimento del ahorro. Por otro lado, la restrictiva trata de luchar contra la inflación, aumentando el tipo de interés, para que se reduzca la cantidad de préstamos solicitados por la ciudadanía y las empresas a los bancos comerciales, y reducir la velocidad de circulación de la liquidez en el sistema, fomentando el ahorro en lugar del gasto.

- La política fiscal centra sus esfuerzos en la búsqueda del crecimiento sostenido del PIB, y la reducción del desempleo. Las decisiones de política fiscal se suelen determinar en los presupuestos generales del Estado, e implican la utilización de herramientas como el aumento o disminución del gasto público y el aumento o reducción de los impuestos y de las transferencias. De esta manera se consigue influir sobre la demanda total de la economía, e incidir así en el nivel de producción y de renta.

Las políticas fiscales afectan al consumo y al ahorro privado, consiguiendo repercutir en las decisiones de los agentes económicos sobre el consumo, la producción y la inversión a corto plazo.

Una política fiscal restrictiva suele representarse en una disminución del déficit del Estado (reducción del gasto público), la disminución de las transferencias o el aumento de los impuestos. Mientras si se aplica un política fiscal expansiva, se trataría de elevar el gasto total de la economía (aumento de las compras de bienes y servicios del Estado), se produciría un aumento de las transferencias o una reducción de los impuestos.

Sin embargo, mientras que la política fiscal está más encaminada a favorecer la variable del empleo y del crecimiento económico, la política monetaria centra sus esfuerzos en la estabilidad de precios, es evidente que, al estar interrelacionadas ambas políticas, en ocasiones se puede utilizar la variable fiscal para modificar los precios, y la monetaria para afectar al crecimiento del PIB. Lo lógico es que ambas políticas actúen alineadas para tratar de llegar a un objetivo común.

Por último, una política no tan común pero sí importante es la política de rentas, que trata de afectar a la distribución de la renta, buscando estabilizar las rentas del trabajo y del capital. Se suele utilizar este tipo de política en momentos donde coinciden un período de alza de los precios, con un estancamiento económico, actuando como un método de reparto de redistribución de los esfuerzos económicos.

También se establece esta política para tratar de solventar la inflación de “segunda vuelta”, que se produce por un aumento generalizado en las rentas, y que finalmente se traduce en una mayor demanda, elevando aún más los precios de los productos.

Este trabajo se centra en la política monetaria, concretamente en la política monetaria que ejerce el Banco Central Europeo sobre los países que conforman la Unión Monetaria. Se analizarán cuáles son sus herramientas tradicionales y no tradicionales en aspectos generales, y de manera concreta, cuáles han sido las herramientas utilizadas para tratar la crisis pandémica del COVID-19 y el posterior shock de oferta tras la guerra entre Ucrania y Rusia, desencadenantes de un crecimiento en los precios de hasta el 11% a mediados de 2022.

2.1. POLÍTICAS MONETARIAS, QUIÉN LAS LLEVA A CABO EN LA UNIÓN MONETARIA Y CUÁLES SON SUS HERRAMIENTAS

Las principales políticas monetarias son las encargadas de mantener los niveles de precios estables, con un objetivo de crecimiento inferior al 2%. Por tanto, si en la economía se producen variaciones significativas de precios que superan el objetivo señalado, es la política monetaria con sus herramientas la encargada de restablecer el orden.

Los responsables de diseñar y ejecutar la política monetaria es el BCE, este influye sobre el coste y la cantidad de dinero existente en la economía de la UEM, y controlando esto, es posible repercutir en el gasto de consumo de los ciudadanos y en las decisiones de la inversión en las empresas, así como en el ahorro de estos mismos agentes.

- Quién lleva a cabo las políticas monetarias en la Unión Europea

En Europa es el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), en el cual está integrado como figura principal el Banco Central Europeo (BCE de ahora en adelante) y los bancos centrales nacionales de los estados de la UE.

El BCE es el encargado de conseguir el objetivo de la estabilidad de precios europea, y es el Consejo de Gobierno del BCE, el que ejecuta el marco analítico y las medidas de política monetaria correspondientes, para conseguir los objetivos anteriormente nombrados, mediante herramientas tradicionales y no tradicionales.

El Consejo de Gobierno del BCE tiene la facultad para establecer de manera concreta su objetivo, el cual se define en una tasa de inflación en torno al 2%, de manera sostenible. La medición de este indicador como es la inflación se realiza por el Índice de Precios de Consumo Armonizado (IPCA) de la Zona Euro.

3. ANÁLISIS DE LAS POLÍTICAS MONETARIAS DEL BCE

3.1. HERRAMIENTAS CONVENCIONALES DE POLÍTICA MONETARIA DEL BCE

3.1.1. Tipos de interés

Son la principal herramienta de Política Monetaria y se subdividen en tres tipos, que son a los que los bancos comerciales pueden depositar dinero en el BCE: Tipos de interés de las operaciones principales de financiación, tipo de interés a la facilidad de depósito, tipo de interés de la facilidad marginal de crédito.

3.1.2 Operaciones de mercado abierto

Estas operaciones permiten al BCE controlar los tipos de interés en la economía a través de retiradas o inyecciones de liquidez en el mercado. Existen cuatro categorías de operaciones de mercado abierto:

- Operaciones principales de financiación (OPF o MRO)

Son préstamos semanales que el sistema financiero en la zona del euro recibe de los bancos centrales nacionales. Estos préstamos son esenciales para que los bancos tengan suficiente dinero para funcionar.

Cada semana, el BCE anuncia un calendario para que los bancos soliciten estos préstamos. Los bancos participan en una subasta, donde presentan sus solicitudes de cuánto dinero necesitan y a qué tasa de interés máxima están dispuestos a pagar por recibir ese préstamo. Posteriormente es el BCE quien decide cuál será la tasa de interés mínima aceptable para realizar el préstamo a los bancos. Si la tasa ofrecida por un banco es menor que esta tasa mínima, su solicitud de préstamo es rechazada. Pero si es igual o mayor, el banco recibe el dinero que necesita para operar durante la semana.

- Operaciones de financiación a largo plazo (Targeted Long-Term Refinancing Operations) (TLTRO)

Es una herramienta utilizada para proporcionar liquidez al sistema financiero a un plazo más prolongado que las OPF o MRO. Mientras que las OPF tienen un vencimiento de una semana, las TLTRO por lo común, suelen tener un vencimiento trimestral.

El objetivo principal es proporcionar liquidez a los bancos comerciales, para que puedan cumplir con sus necesidades de financiamiento a corto y mediano plazo, tanto al usuario común como a otras entidades financieras o empresas. Esto significa que los bancos pueden obtener el dinero que necesitan para cubrir sus operaciones diarias, y al mismo tiempo, tener acceso a fondos adicionales para financiar los préstamos que ofrecen.

Las TLTRO se llevan a cabo mensualmente por el BCE a través de subastas estándar, que es el mismo método por el que se lleva a cabo las OPF explicadas en el apartado anterior.

- Operaciones de ajuste

Su objetivo consiste en inyectar o absorber liquidez del sistema financiero (según la necesidad del mercado), para tratar de gestionar los cambios que se produzcan en los tipos de interés como consecuencias de fluctuaciones inesperadas en el mercado.

Frecuentemente, las operaciones de ajuste, se realizan mediante procedimientos bilaterales (Son mecanismos por los que el BCE negocia directamente con una o varias entidades de contrapartida llegando a un acuerdo con el propio consejo de gobierno).

- Operaciones estructurales

Las Operaciones Estructurales son herramientas utilizadas por el BCE para modificar la posición financiera estructural de la Unión Monetaria mediante la inyección o absorción de liquidez en el sistema financiero. Las Operaciones Estructurales pueden llevarse a cabo de diferentes maneras:

Repos: Estas operaciones consisten en la recompra de activos financieros del BCE a los bancos comerciales. En una operación de recompra (repo), el BCE compra de manera temporal valores (ejemplo: bonos del gobierno) de los bancos comerciales a cambio de efectivo. Al final del período, el BCE vende los valores de vuelta a los bancos comerciales a un precio ligeramente superior, lo que efectivamente significa que los bancos comerciales han obtenido financiamiento temporal del BCE a través de la venta temporal de activos.

Compra/Venta de activos: El BCE puede realizar compra/venta de activos financieros directamente en el mercado. Su objetivo es influir en la disponibilidad de liquidez en el sistema.

Emisión de certificados de deuda por el BCE a través de subastas estándar o procedimientos bilaterales: El BCE tiene la capacidad de emitir certificados de deuda, que son instrumentos financieros utilizados para recaudar fondos.

- Facilidades permanentes.

Su funcionalidad es la de aumentar o retirar liquidez del sistema a plazo de un día y se distinguen dos tipos:

Facilidad marginal de crédito

Su objetivo es obtener liquidez por parte de las Entidades financieras de Bancos nacionales, al tipo de interés determinado del BCE a un día, teniendo estas que presentar activos de garantía (según Banco de España “son los instrumentos financieros que o bien se pignoran para garantizar la devolución de un préstamo, o bien se venden como parte de una cesión temporal”) sin tener ninguna limitación con respecto a los fondos solicitados.

La facilidad de depósito

Las entidades financieras pueden realizar depósitos a un día vista en los bancos nacionales, y estos a su vez, serán remunerados al tipo de interés que ofrece el BCE, que comúnmente se conoce como el “tipo de facilidad de depósito”. No existe ninguna limitación en cuanto a cuantía depositada a un día vista, siendo este tipo de interés, único para toda la UE.

3.1.3 Mantenimiento de reservas mínimas

Es la herramienta por la cual el BCE tiene la potestad de exigir a los bancos nacionales y a sí mismo la tenencia de unas reservas mínimas, con el objetivo principal de la estabilización de los tipos de interés a corto plazo en el mercado de la UE. Produciendo así la creación de un déficit estructural de liquidez en el sistema bancario frente al Eurosistema, lo que facilita el control de los tipos de mercado monetario mediante operaciones periódicas que proporcionen liquidez.

Uno de los requisitos más importantes para las entidades de crédito, es el establecimiento de la reserva mínima, por periodo de mantenimiento de seis semanas, y calculado sobre el balance del banco antes del periodo de mantenimiento.

Ante un ajuste de las reservas mínimas, el BCE está buscando incurrir y modificar el multiplicador monetario, queriendo acelerar o desacelerar la creación de dinero bancario en la economía, y por ende, la oferta monetaria. Esto afecta directamente en la cantidad de dinero que tendrán disponible los bancos comerciales, para poder realizar préstamos con los depósitos de los usuarios.

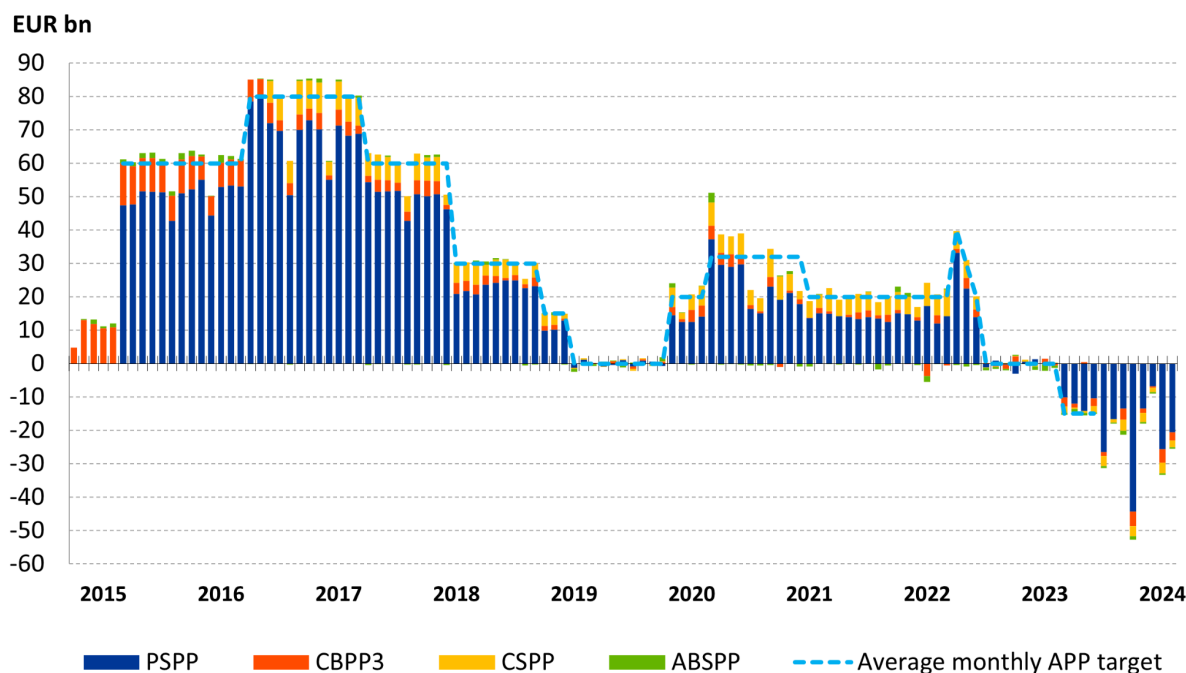
3.2. HERRAMIENTAS NO CONVENCIONALES DE POLÍTICA MONETARIA DEL BCE

3.2.1. Programa de compra de activos (APP)

Este programa comienza como un paquete de medidas de política monetaria no tradicional, en el que se incluyó operaciones de financiación específicas, que requerían el largo plazo y que se inició en 2014 hasta 2023 donde se esperaba que a futuro se fuera reduciendo la cartera del APP (programa de compra de activos) del BCE a medida que se iban venciendo los activos adquiridos, a menos que las condiciones de la economía requirieran volver a invertir en estos instrumentos.

El Consejo de Gobierno del BCE calibró de manera periódica las compras netas globales en el marco de estos programas de la siguiente manera:

GRÁFICO 1. ADQUISICIONES NETAS DEL APP POR EL BCE INTERMENSUAL



fuelle: ECB.eu

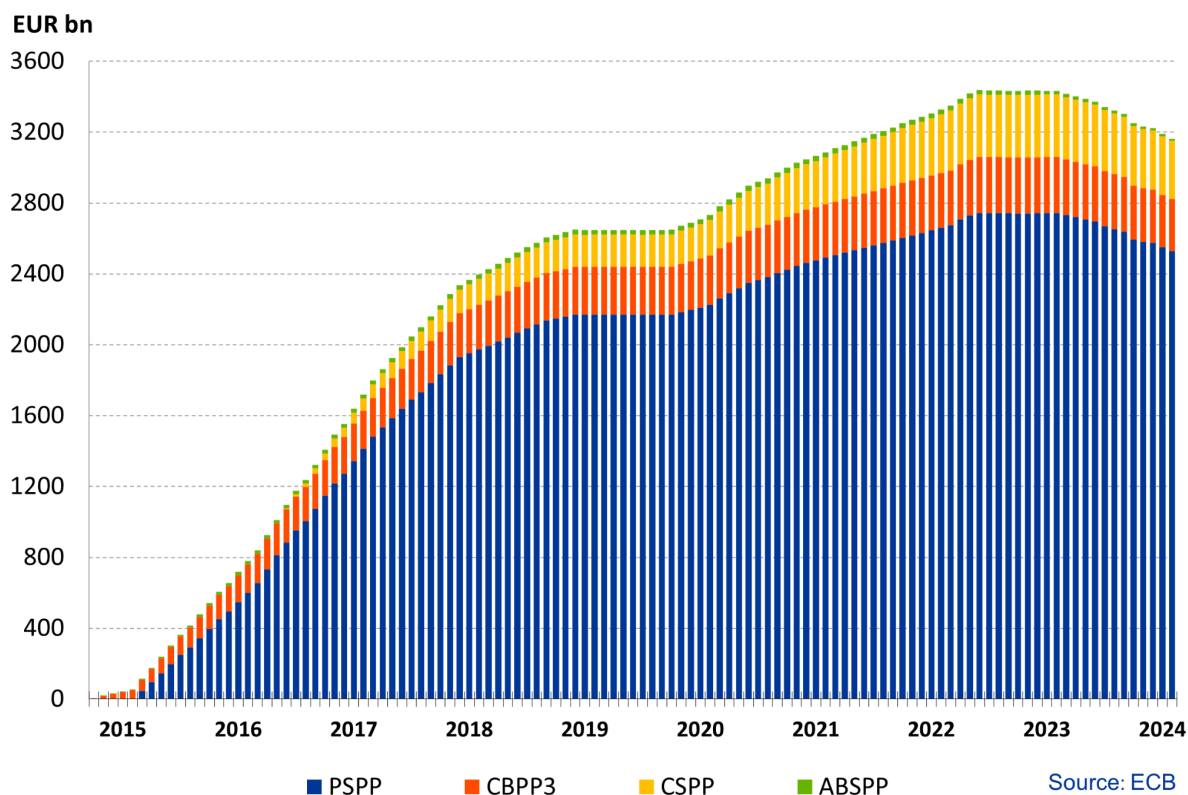
Tal y como podemos comprobar, el Consejo de Gobierno decidió interrumpir las compras netas de activos en el marco del APP a partir del 1 de julio de 2022, pero seguir reinvertiendo los pagos de principal de los valores adquiridos en el marco del APP que vencen.

El 15 de diciembre de 2022, el Consejo de Gobierno decidió, que desde principios de marzo de 2023, la cartera de APP disminuiría a un ritmo mesurado y predecible, ya que el Eurosistema no volvería a invertir todos los pagos de los valores que vencen. La caída ascendió a 15.000 millones de euros mensuales de media hasta finales del segundo trimestre de 2023 y su ritmo posterior se determinaría con el tiempo.

El 15 de junio de 2023, el Consejo de Gobierno confirmó que las reinversiones en el marco del APP se iban a interrumpir a partir de julio de 2023.

Las compras acumuladas netas del programa APP ascendía a un stock total de bonos de 3.164 mil millones a finales de febrero de 2024 tal y como nos muestra el siguiente gráfico:

GRÁFICO 2. ADQUISICIONES NETAS ACUMULADAS DEL APP POR EL BCE INTERMENSUAL



fuelle: bce.eu

A continuación se expondrán los diferentes programas de compras de activos:

- Programa de compras del sector empresarial (CSPP)

Tal y como nos indica la página oficial del BCE, éste realizó compras netas de bonos del sector empresarial privado durante 2016-2019 teniendo como objetivo mejorar la transmisión de la política monetaria, facilitar la concesión de crédito a la economía europea, así como flexibilizar las condiciones de endeudamiento para los hogares y las empresas con la prioridad fundamental de la estabilización de precios y la inflación cercanos al 2%.

El CSPP debía contener una serie de salvaguardias, como garantizar que los riesgos financieros relacionados deberían reflejar las perspectivas de gestión de riesgos.

De esta manera, también debía de cumplir con las obligaciones del Tratado, tales como la prohibición de financiación en relación con la compra de instrumentos de deuda negociables admisibles emitidos por las empresas públicas.

Debe respetar el principio de economía abierta con libre competencia ya que deben tener en cuenta los precios y el funcionamiento del mercado.

Los instrumentos negociables que se adquieren en el CSPP, se deben reinvertir en la medida que vencen los instrumentos de deuda subyacentes, durante el tiempo necesario ya que esto contribuye a unas condiciones de liquidez que son favorables.

Este instrumento tiene un vencimiento desde los 6 meses como mínimo y hasta los 31 años como máximo, desde el momento en que se realiza la compra por el BCE.

Las tenencias del CSPP están disponibles para préstamos de valores por parte de los Bancos Centrales Nacionales correspondientes, y cada uno de ellos será responsable de las compras a emisores de una determinada parte de la zona del euro. El BCE coordinará las compras.

- Programa de compras del sector público (PSPP)

Este programa se implementa por el Eurosistema para influir en las condiciones económicas de la UE. El objetivo principal del PSPP es mantener la estabilidad económica y financiera mediante la compra de bonos y otros instrumentos de deuda emitidos por gobiernos y otras entidades del sector público en la zona del euro.

Este programa se lleva a cabo de manera gradual y amplia, ya que el BCE compra estos bonos de manera sistemática y en grandes cantidades. El propósito de estas compras es equilibrar el mercado y evitar posibles interferencias que pudieran ocurrir en la formación de los precios, lo cual sería perjudicial.

En el marco del PSPP, se pueden adquirir diferentes tipos de bonos, incluidos aquellos que ofrecen rendimientos negativos al vencimiento. Además se pueden comprar bonos emitidos por instituciones internacionales que operan en la zona del euro.

La composición de la cartera del PSPP ha ido variando con el paso del tiempo, unido a las necesidades de mercado. Desde diciembre de 2018, la mayoría de los bonos adquiridos fueron bonos gubernamentales y de agencias reconocidas, que representaron aproximadamente el 90% del total de la cartera. El restante 10% correspondió a bonos emitidos por organizaciones internacionales y bancos multilaterales de desarrollo.

Hasta la fecha de 5 de abril de 2024, el PSPP ha acumulado un total de 2.319.154 millones de euros en bonos adquiridos.

- Programa de compra de valores respaldados por activos (ABSPP)

Se lleva a cabo por el Eurosistema entre 2014 y 2018. Su principal objetivo era realizar una mejora significativa en la forma en que la política monetaria se transmitía a la economía para, de esta manera,

facilitar el acceso al crédito para hogares y empresas, y así contribuir a mantener la estabilidad de los precios en la zona del euro, según los objetivos del BCE.

El ABSPP fue diseñado para aliviar las condiciones de endeudamiento para los prestatarios, así como de estimular la economía mediante la compra de valores respaldados por activos. Esto ayudó a los bancos a diversificar sus fuentes de financiación y de esta manera consiguió fomentar la emisión de nuevos valores, lo que en última instancia facilitó el acceso al crédito para la economía real.

- Programa de Bonos Garantizados

Como nos indica la página oficial del BCE, el Banco Central Europeo ha realizado tres programas de Bonos garantizados:

El CBPP1, que finalizó según lo previsto, el 30 de junio de 2010, cuando alcanzó un importe nominal de 60.000 millones de euros. El CBPP2, que finalizó según lo previsto, el 31 de octubre de 2012, cuando alcanzó un importe nominal de 16.400 millones de euros. Y por último el CBPP3, donde el Eurosistema a partir de julio de 2023, suspendió todas las reinversiones, manteniéndose sólo los bonos que aún no hayan llegado a su vencimiento, y cuyo importe a fecha de 5 de abril de 2024 se mantiene en 274.464 millones de euros.

- Programa de Mercado de Valores

El 10 de mayo de 2010, los bancos centrales del Eurosistema empezaron a comprar valores como parte del Programa para los Mercados de Valores (SMP). Esto se realizó para solucionar los serios problemas que habían en ciertos segmentos del mercado financiero, y que dificultaron la forma en que la política monetaria se transmitía a la economía.

El 6 de septiembre de 2012, el Consejo de Gobierno del BCE tomó la decisión de iniciar la denominada "transacciones monetarias puras", lo que supuso el fin del SMP. Sin embargo, los valores que ya se habían comprado como parte del SMP se mantuvieron hasta que llegó el momento de su vencimiento, al igual que han hecho con otros programas de política monetaria como el CSPP o el PSPP.

- Operaciones de refinanciación a largo plazo

Son programas creados por el BCE para ayudar a los bancos de la zona del euro a obtener dinero para prestar a empresas y personas durante un período largo, principalmente de una duración de dos años. Estas operaciones facilitan que los bancos puedan pedir dinero prestado al BCE a tasas de interés bajas para luego poder usar ese dinero con la finalidad de dar préstamos a otras personas y empresas.

El BCE ha lanzado tres series de TLTRO (Targeted Long-Term Refinancing Operations): la primera, en junio de 2014, la segunda, en marzo de 2016 y por último una tercera en marzo de 2019. Esto les ha dado a los bancos la oportunidad de obtener financiación estable durante estos períodos.

Además, debido a la pandemia de COVID-19, el BCE también introdujo once PELTRO (Operaciones de Refinanciación a Plazo Más Largo de Emergencia), programa en el que entraremos en detalle más adelante.

- Instrumento para la Protección de la Transmisión (TPI)

Fue introducido en julio de 2022 para garantizar que la política monetaria del Banco Central Europeo (BCE) se transmita de manera eficiente a la economía. Es una forma de apoyar la economía a través del sistema financiero.

El TPI se utiliza como salvaguarda adicional tras haber realizado reinversiones en el PEPP (Programa de Compras de Emergencia Pandémica), que es una política especial implementada debido a la pandemia de COVID-19 que analizaremos posteriormente.

Este instrumento permite al eurosistema la compra selectiva de valores en el mercado secundario de países que están experimentando dificultades de financiación. Tiene como objetivo contrarrestar cualquier riesgo que pueda aparecer para la transmisión efectiva de la política monetaria.

Para que una región sea elegible para recibir apoyo a través del TPI, debe cumplir con cuatro criterios:

- Cumplir con las reglas de gasto establecidas por la Unión Europea.
- No tener desequilibrios económicos graves.
- Mantener una deuda pública sostenible.
- Tener políticas macroeconómicas sólidas y sostenibles en su lugar.

4. IMPACTO DEL COVID-19

4.1. INTRODUCCIÓN A LA PANDEMIA COVID-19 EN ASPECTOS ECONÓMICOS

La pandemia del COVID-19, surgida en China, a finales de 2019, tuvo un enorme impacto en Europa, desatando una crisis sanitaria, que a su vez, desencadenó una crisis a efectos económicos de escala global.

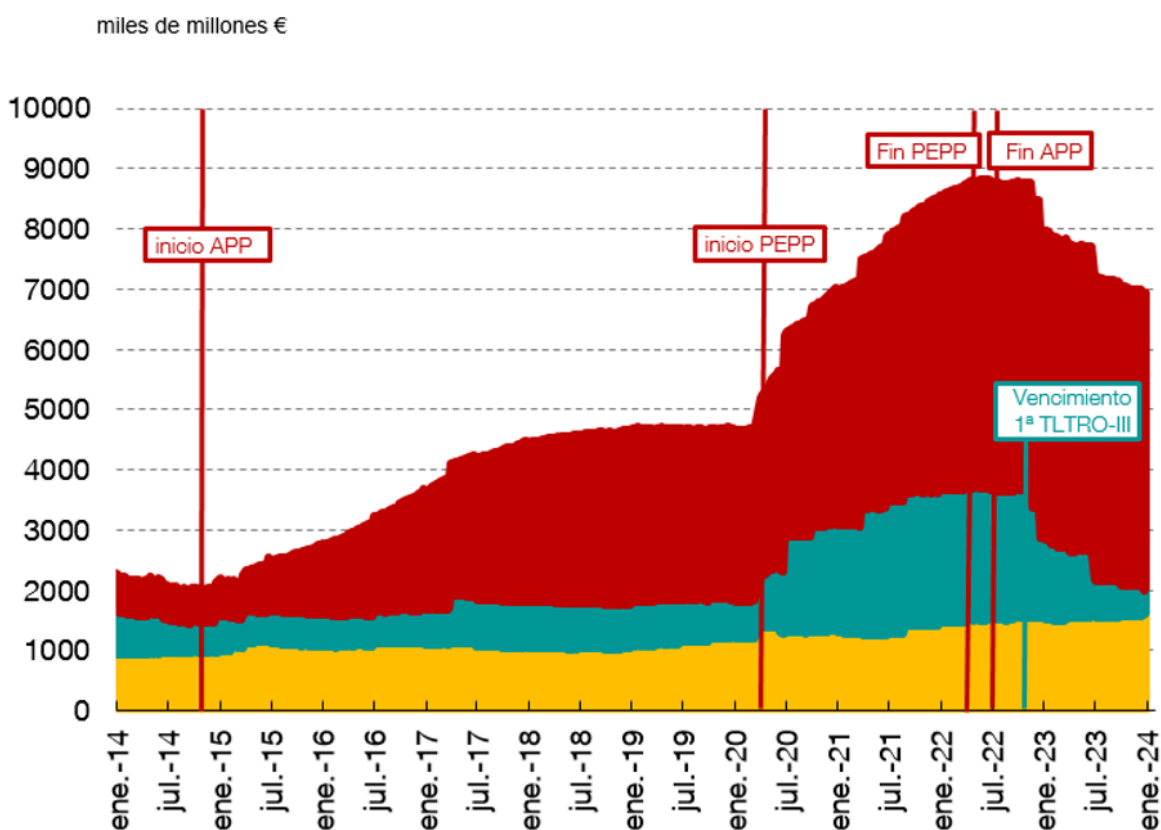
La llegada del COVID-19 a Europa marcó el comienzo de una crisis, donde las medidas de contención, como los confinamientos y las restricciones de movilidad, implementadas para frenar la propagación del virus, tuvieron un impacto negativo en la actividad económica. La actividad comercial y productiva se paralizó y resultó en una disminución abrupta en la producción, el consumo y la inversión en toda la Eurozona.

El cierre de empresas y la interrupción de las cadenas de suministro provocaron escasez de productos y servicios, lo que produjo una contracción de la oferta, mientras que el aumento del desempleo y la incertidumbre económica llevaron a una disminución en la demanda de bienes y servicios. Esta combinación de factores contractivos, por ambos lados, tanto oferta como demanda, resultó en una contracción económica generalizada.

Las empresas en toda Europa se vieron obligadas a enfrentar desafíos significativos, ya que, además de los problemas de liquidez, muchas empresas tuvieron que adaptarse rápidamente a nuevas formas de trabajo, como el teletrabajo, y adoptar medidas de seguridad adicionales para proteger a sus empleados y clientes, lo que producido de manera inesperada, redujo la eficiencia a corto plazo, incurriendo en mayores pérdidas.

Muchas empresas, especialmente las pequeñas y medianas, se vieron obligadas a cerrar temporal o permanentemente, lo que resultó en pérdidas de empleo para una parte significativa de la población, y una mayor presión sobre el sistema económico.

GRÁFICO 3. BALANCE SHEET DEL BCE



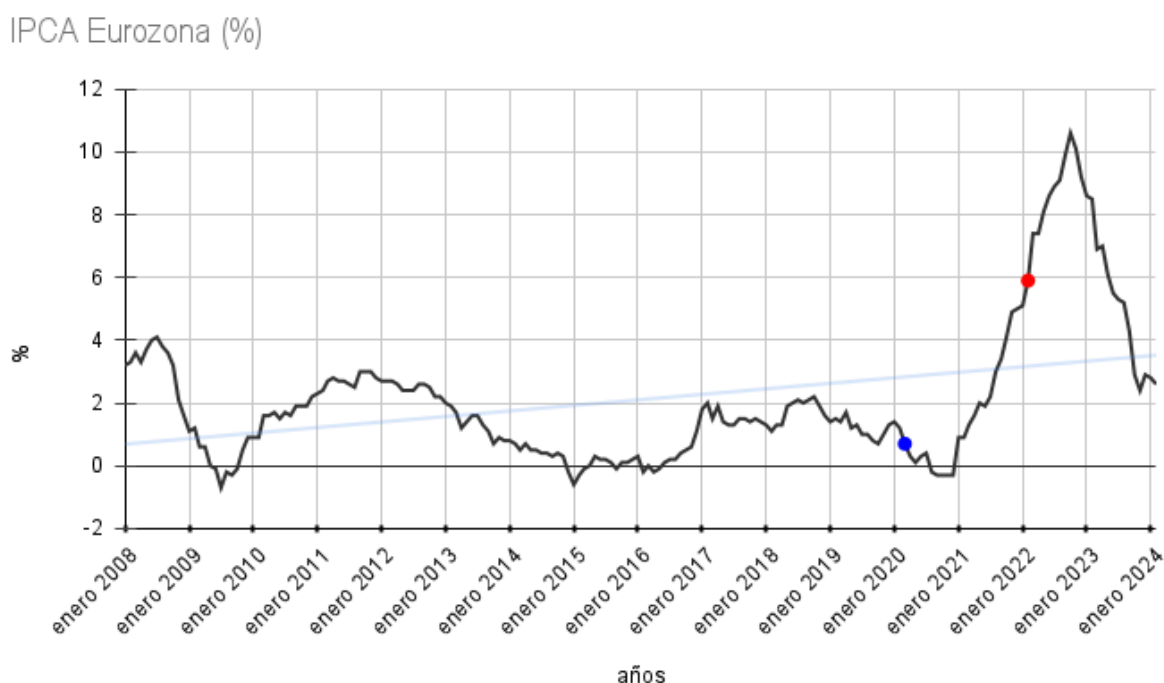
Fuente: Banco De España

Es por la necesidad de contrarrestar los efectos del COVID-19 sobre el tejido empresarial europeo, que el BCE tuvo que intervenir de manera decisiva para mitigar los impactos negativos que la pandemia había producido en la economía. Esto incluyó, en mayor medida, en la implementación de

políticas monetarias expansivas, como la reducción de tasas de interés a niveles históricamente bajos (como comentaremos con mayor detenimiento más adelante) y la implementación de programas de compra de activos excepcionales, tales como el PPEP (Programa de compras de emergencia pandémica) que comentaremos en mayor profundidad más adelante, para aumentar la liquidez en los mercados financieros.

Estos programas implicaron un aumento significativo en el balance del BCE, ya que se utilizaron para adquirir bonos y otros activos financieros, con el objetivo de incentivar la debilitada actividad económica. En el 2021 ya se había superado el objetivo de los precios al 2%, y sin embargo, el BCE siguió aumentando su balance, lo que propició un incremento aún más significativo en la inflación.

GRÁFICO 4. ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMO ARMONIZADO DE LA UNIÓN EUROPEA



Fuente: Elaboración propia con datos oficiales del INE.

Como podemos comprobar en el gráfico 4, entre 2009 y 2021, los precios se mantuvieron oscilando el objetivo establecido por el BCE, el 2%, por lo que éste pasó a centrar sus esfuerzos en remediar la ralentización que se provocó en la economía durante este período, tras la crisis financiera de 2008. Este cambio de enfoque del BCE, se pudo hacer efectivo debido a que su principal objetivo de precios, estaba cubierto desde 2009 hasta 2021.

Con el objetivo de estimular el crecimiento económico de la Unión Monetaria, el BCE redujo los tipos de interés a cuotas negativas, desde el 2014 hasta el 2021, como se recoge en el gráfico 8. A partir de 2022, y ante la pérdida de los niveles estables de precios (consecuencia del final de la pandemia y la

guerra entre Ucrania y Rusia), el BCE decidió volver a centrar sus políticas y esfuerzos en la estabilidad de precios.

Por su parte, los precios se vieron perjudicados, en primera instancia, por la ruptura de las cadenas de suministro tras el final de la pandemia, lo que elevó la variación de los precios hasta el 6%, en enero de 2022. Esta situación se agrava y la pendiente de la curva de precios se vuelve más abrupta, a partir de la guerra entre Ucrania y Rusia, que elevó la tasa de inflación hasta el nivel del 11% a mediados de 2022.

A raíz de lo acontecido, a mediados de 2022, el BCE retomó su objetivo central y actuó de manera rotunda, elevando los tipos de interés hasta el 4,5% (2024), como se muestra en el gráfico 8. Para ello, retiró liquidez del sistema, fomentó el ahorro en lugar de la inversión y el consumo, y de esta manera, enfrió el recalentamiento de los precios. Todo ello en un escenario de reducción de las tasas de crecimiento económico (gráfico 6).

4.2. IMPACTO DEL COVID-19 SOBRE EL PIB Y EL DESEMPLEO DE LA EUROZONA

4.2.1 El PIB de la eurozona a raíz del COVID-19

El PIB de la Eurozona, tras el final de la crisis financiera tuvo un largo período de crecimiento estable en torno al 2%, este crecimiento se ve brutalmente interrumpido con la llegada de la pandemia del COVID-19, que provocó una caída de la producción de casi el 6% en 2020, si bien en un solo año éste impacto se recupera.

- Causas

Medidas de Contención: Las restricciones impuestas, como los confinamientos, el cierre de la actividad de las empresas y la suspensión en general de actividades económicas menos esenciales, generaron ese fuerte impacto en el PIB.

Caída de la Demanda: La incertidumbre económica provocó una disminución en la demanda de bienes y servicios, afectando especialmente a sectores como el turismo, la hostelería, el comercio minorista, que dependían en gran medida del consumo y la movilidad de las personas, de las cuales se carecía durante la pandemia.

Interrupción de las Cadenas de Suministro: Las medidas de confinamiento y las restricciones de transporte internacional y nacional de comercio interrumpieron las cadenas de suministro globales, lo que dificultó la producción y la distribución de bienes y servicios en toda la Eurozona, afectando en especial medida a sectores manufactureros.

- Consecuencias

Reducción de los ingresos: La pérdida de empleo y la disminución de la actividad económica, a raíz de la incertidumbre, han resultado en una reducción de los ingresos, e incluso grandes pérdidas para muchas personas y empresas. Esto ha llevado a una disminución del consumo y la inversión, agravando aún más la contracción económica.

Aumento de la deuda pública: Para hacer frente a la crisis económica provocada por la pandemia, muchos gobiernos se vieron obligados a aumentar el gasto público, como se puede comprobar en el gráfico del balance del BCE.

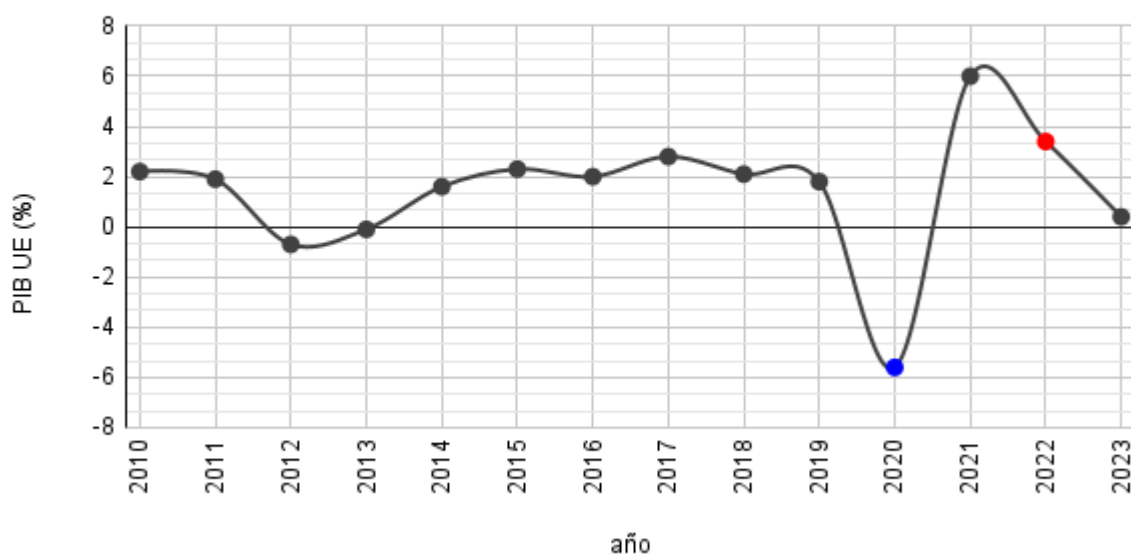
En primer lugar, cabe destacar la rápida recuperación que se produjo en 2021, derivado de la conjunción de las políticas fiscales y monetarias tras el COVID-19, algo diametralmente opuesto a lo ocurrido en la crisis de 2008 tras la crisis financiera.

En segundo lugar, tras esta fuerte recuperación del crecimiento económico, la economía de la eurozona entró en tasas cada vez inferiores de crecimiento hasta llegar a aproximarse al 0% en 2023, mientras que el desempleo no ha dejado de reducirse desde el final de la pandemia hasta la actualidad (2024).

En tercer lugar, cabe destacar que estos fuertes vaivenes, en 2020, en el crecimiento económico, no tuvieron una traslación igual a las tasas de desempleo de la economía europea, mostrando al final de 2023 tasas muy inferiores a las pre-COVID.

GRÁFICO 5. PIB Y PRINCIPALES COMPONENTES (PRODUCCIÓN, GASTO E INGRESO) EN LA UNIÓN EUROPEA EN %

PIB y principales componentes (producción, gasto e ingreso)
UE interanual (%)



Fuente: Elaboración propia con datos oficiales de Eurostat.

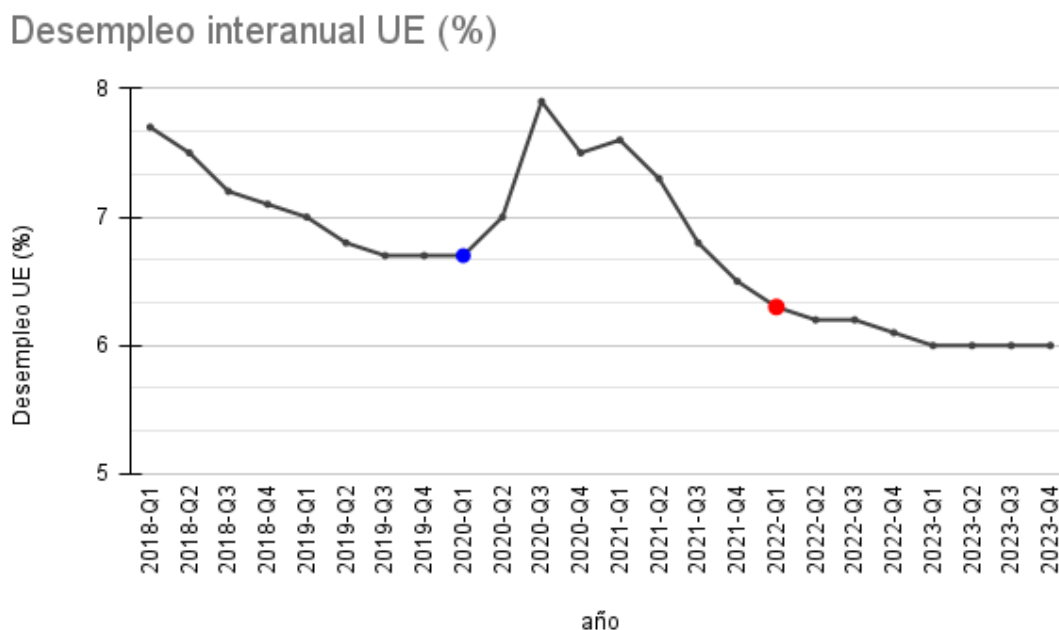
4.2.2 El desempleo en la eurozona a raíz del COVID-19

El COVID tiene efecto en el incremento del desempleo, ya que éste aumentó desde el 6,7% al 8% a finales del tercer trimestre de 2020. Insignificante si se tiene en cuenta la caída del PIB que se produce en ese mismo año en las economías europeas. A partir de ese momento se redujo el desempleo, llegando a niveles inferiores del de la etapa pre-COVID, en torno al 6%, todo ello con un crecimiento económico que no superó el 3%, por lo que podemos afirmar que el desempleo apenas se vió afectado, a pesar de la reducción del crecimiento de la economía.

La principal causa del aumento del desempleo en la etapa COVID es la parálisis económica, consecuencia de una drástica disminución de la demanda y la producción en muchos sectores, originando una contracción económica severa, como consecuencia de la situación de incertidumbre que opacaba el futuro del comercio internacional. Para contrarrestar esta situación, la política monetaria, junto con la fiscal, ayudaron a las empresas con programas como el ERTE en España, que evitaron, precisamente, que el impacto en el desempleo tuviera mayores implicaciones de las que tuvo. Este es el motivo por el que el desempleo no se reduce tanto, como si lo hace la tasa de crecimiento del PIB tras el COVID-19.

El Balance del BCE aumenta desde los 5.000 mil millones de euros, hasta los casi 9.000 mil millones de euros, en apenas 2 años, desde el año 2020, hasta mediados del 2022 (tal y como nos indica el gráfico del Balance del BCE).

GRÁFICO 6. DESEMPLEO INTERANUAL DE LA UNIÓN EUROPEA EN %



Fuente: elaboración propia con datos oficiales de Eurostat.

Como podemos comprobar, el Shock sobre la oferta de la invasión sobre Ucrania, ha afectado de manera significativa a los precios, sin embargo, el desempleo no ha parado de reducirse desde el final de la pandemia, incluyendo el período de la guerra.

Este suceso (en el que la inflación por la guerra de Ucrania no aumenta el desempleo), unido a una recuperación del PIB, hacen que el BCE ya no tenga disculpa para no actuar de manera radical, centrando de nuevo todos sus esfuerzos en su objetivo principal, la estabilización de los precios. Este hecho permitió al BCE tomar ciertas decisiones, como el aumento drástico de los tipos de interés a partir de 2022, ya que hasta ese momento se habían mantenido extraordinariamente reducidos.

4.3 RESPUESTA DEL BCE ANTE LA CRISIS DEL COVID-19

La pandemia del COVID-19, ha llevado al BCE a adoptar políticas monetarias extraordinarias para combatir la recesión y la estabilización de los mercados financieros.

Entre estas respuestas se encuentran el Programa de Compras de Emergencia Pandémica (PPEP), y las Operaciones de Refinanciamiento a Plazo Largo con Objetivo Específico (PELTRO). Además, en un intento por estimular la actividad económica, el BCE ha recurrido a tipos de interés negativos.

4.3.1 Programa de Compras de Emergencia Pandémica (PPEP)

El PPEP se estableció en el 2020 como una medida de política monetaria no convencional, para hacer frente a los riesgos derivados del COVID-19 en la eurozona. Este programa, de carácter temporal, de compra de activos, incluye tanto valores del sector público y como del privado.

El PEPP contaba con una dotación inicial de 750 mil millones de euros, pero posteriormente, tras la decisión del Consejo de Gobierno, esta cantidad se aumentó a 1,85 billones de euros en junio de 2020,

Las compras de valores del sector público se realizaron de manera flexible con el fin de evitar un endurecimiento de las condiciones de financiación. El Consejo de Gobierno decidió interrumpir las compras netas de activos del PEPP en marzo de 2022, pero se tomó la decisión de seguir reinvertiendo los pagos hasta, al menos, finales de 2024.

La descomposición en activos del portafolio a finales de marzo de 2024, se reparten en 6.033 millones de euros en bonos garantizados, 45.846 millones en bonos corporativos y 1.61 billones en valores del sector público. Actualmente, se planea reducir la cartera del PEPP durante la segunda mitad de 2024, y se espera que las reinversiones se detengan completamente a finales del mismo.

4.3.2 Operaciones de Refinanciamiento a Plazo Largo con Objetivo Específico (PELTRO)

Tienen el objetivo de proporcionar liquidez al sistema financiero de la eurozona y cerciorarse del buen funcionamiento de los mercados durante el período de la pandemia.

Las operaciones realizadas en el programa PELTRO se llevaron a cabo mediante subastas a tipo de interés fijo y su principal ventaja fue que ofrecía un tipo de interés 25 puntos básicos por debajo del tipo medio aplicado a las OPF del Eurosistema a lo largo del período de vigencia del PELTRO (que en ese momento era de 0%). La otra característica importante es que se podía solicitar la cantidad de dinero que desearan los bancos, ya que se trató de una adjudicación plena. Estas operaciones se llevaron a cabo aproximadamente cada mes con vencimiento en el tercer trimestre de 2021.

4.3.3 Tipos de interés negativos

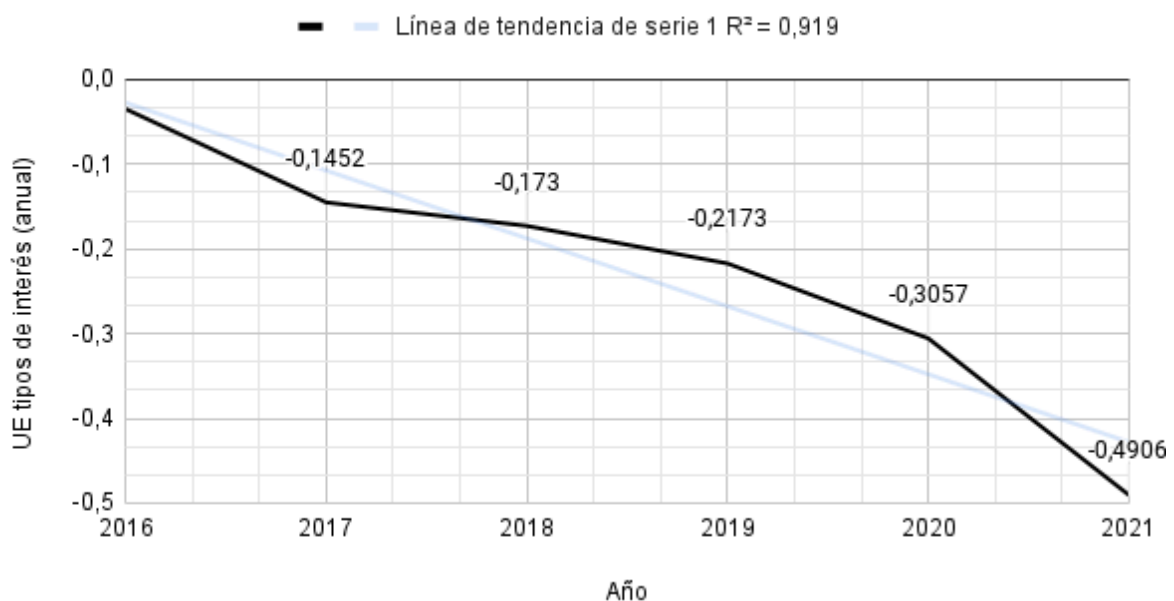
El BCE, tiene como objetivo principal mantener un límite al crecimiento de precios, lo que implica controlar la tasa de inflación para que se sitúe en torno al 2 %, por lo que cualquier oscilación elevada en ambos sentidos será una situación negativa para el BCE.

Desde 2014 a 2020, la inflación en la zona del euro se mantuvo en torno al 2%. Por esta razón, y con el objetivo de precios ya cubierto, el BCE continuó con políticas monetarias laxas y redujo los tipos de interés a tasas negativas con el objetivo de fomentar el crecimiento de la economía. Tras la recuperación de la crisis financiera del año 2008, a partir del 2014, se activó una política monetaria expansiva con la aparición del Programa de Compra de Activos, como se observa en el gráfico 3.

Como podemos observar en el gráfico 7, la tendencia a reducir los tipos se volvió cada vez más pronunciada entre entre 2016 y 2021, donde encuentra su punto mínimo tras la crisis del COVID-19. La economía sufrió graves problemas con las rupturas de las cadenas de suministros, la caída de la demanda y el deterioro de la oferta. En 2021, una política monetaria expansiva no encontraba margen en unos tipos de interés ya negativos.

GRÁFICO 7. TIPOS DE INTERÉS INTERANUAL DEL BCE EN LA UE

UE tipos de interés interanual

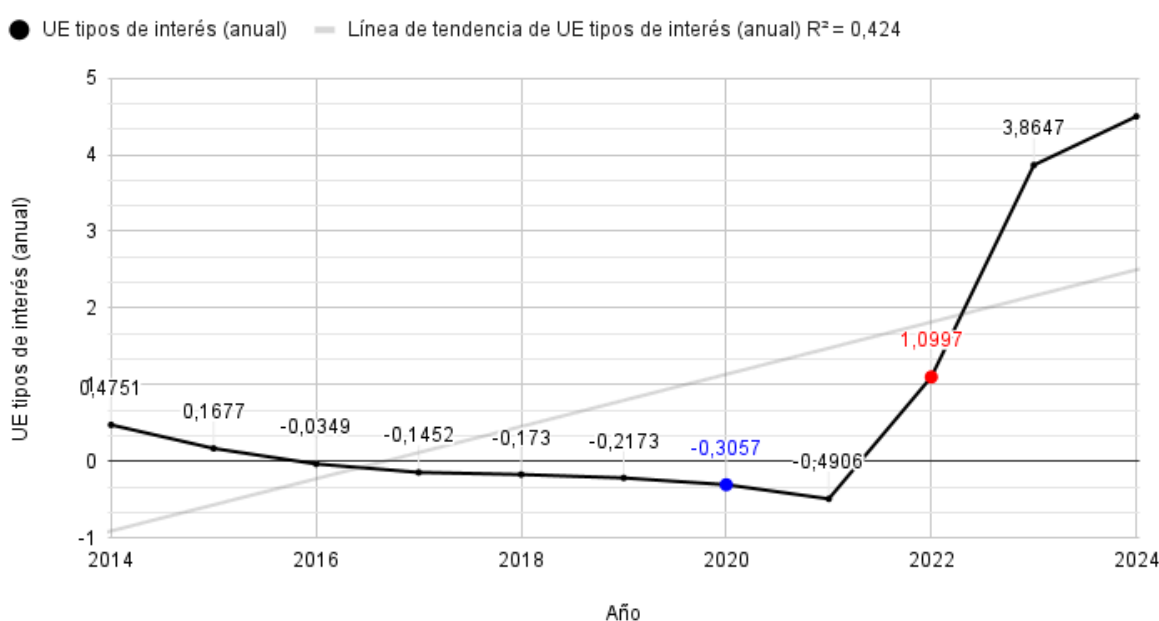


Fuente: Elaboración propia a partir de los datos oficiales de Eurostat.

En 2021 los tipos de interés se redujeron hasta su punto mínimo (-0.49%). Sin mucho más margen de bajada, el BCE se vió en la obligación de tener que recurrir a otras herramientas, como los programas de compras de deuda creados de manera exclusiva para la pandemia, como el PPEP o el PELTRO. Fue en este momento cuando se produjo un aumento de 4.000 mil millones de euros en el balance del BCE, desde el inicio de la pandemia hasta mediados de 2022, como nos indica el gráfico 3.

GRÁFICO 8. TIPOS DE INTERÉS INTERANUAL DEL BCE EN LA UE

UE tipos de interés interanual BCE (%)



Fuente: Elaboración propia con datos oficiales de Eurostat.

5. SHOCK DE OFERTA POR LA GUERRA DE UCRANIA CON RUSIA

5.1. SHOCK DE RECURSOS ENERGÉTICOS

A raíz de la guerra de Ucrania con Rusia, los precios de la energía en la Eurozona alcanzaron niveles históricos debido a la interdependencia que existe de la UE hacia la importación de recursos energéticos de Rusia. La subida de los precios se inició en 2021 como resultado de la pandemia de COVID-19 y el aumento de la demanda mundial de energía. No obstante, la situación se agravó con la invasión de Rusia a Ucrania.

Entre diciembre de 2020 y diciembre de 2021, a causa del COVID-19, el precio de las importaciones de energía en la zona del euro se duplicó, lo cual fue un incremento sin precedentes, y tras el inicio del

conflicto entre Ucrania y Rusia, la energía vería su punto más alto a mediados del 2022, en pleno conflicto y sin terminar de llevarse a cabo las medidas que se establecieron por la UE.

Este alto repunte a mediados de 2022 es debido en gran medida por la suspensión unilateral de las entregas de gas por parte de Rusia a algunos Estados miembros de la UE, lo cual provocó un fuerte aumento en el precio del gas, que a su vez impactó en el precio de la electricidad en la UE.

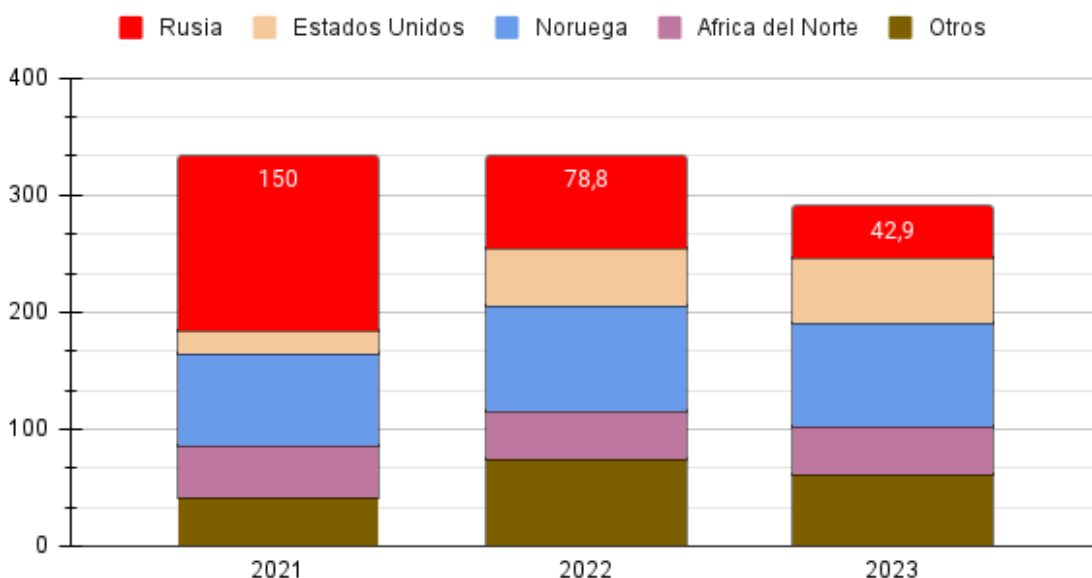
Su punto más álgido se produjo en consecuencia de las olas de calor durante el verano de 2022, las cuales intensificaron la presión en los mercados energéticos, aumentando en la demanda de energía para refrigeración y a una reducción en el suministro de energía debido a la sequía y la disminución de la energía hidroeléctrica.

Como consecuencia de esta situación, para la UE se generó en 2022 una necesidad urgente de diversificación en los suministros de energía para los países de la UE. Este proceso de diversificación fue complejo ya que requería inversiones en infraestructuras, como la construcción de nuevos gasoductos y terminales de gas natural licuado (GNL).

Desde el año 2021 hasta el 2023, la UE ha puesto notables esfuerzos en la reducción de la dependencia de los combustibles fósiles rusos. Las importaciones de gas a través de gasoductos desde Rusia han experimentado una disminución del 70% (de 150M de metros cúbicos a 43M), mientras que aumentan las importaciones de GNL procedentes de aliados como Estados Unidos, Noruega y África del Norte. Este cambio en los patrones de importación de gas trata de apuntar hacia una mayor independencia energética y una reducción de la vulnerabilidad de la UE ante las crisis geopolíticas.

GRÁFICO 9. PROCEDENCIA DE LAS IMPORTACIONES INTERANUALES DE GAS EN LA UE

Procedencia del gas de la UE (en millones de metros cúbicos)



Fuente:Elaboración propia con datos oficiales de la Comisión Europea a partir de ENTSO-G y Refinitv.

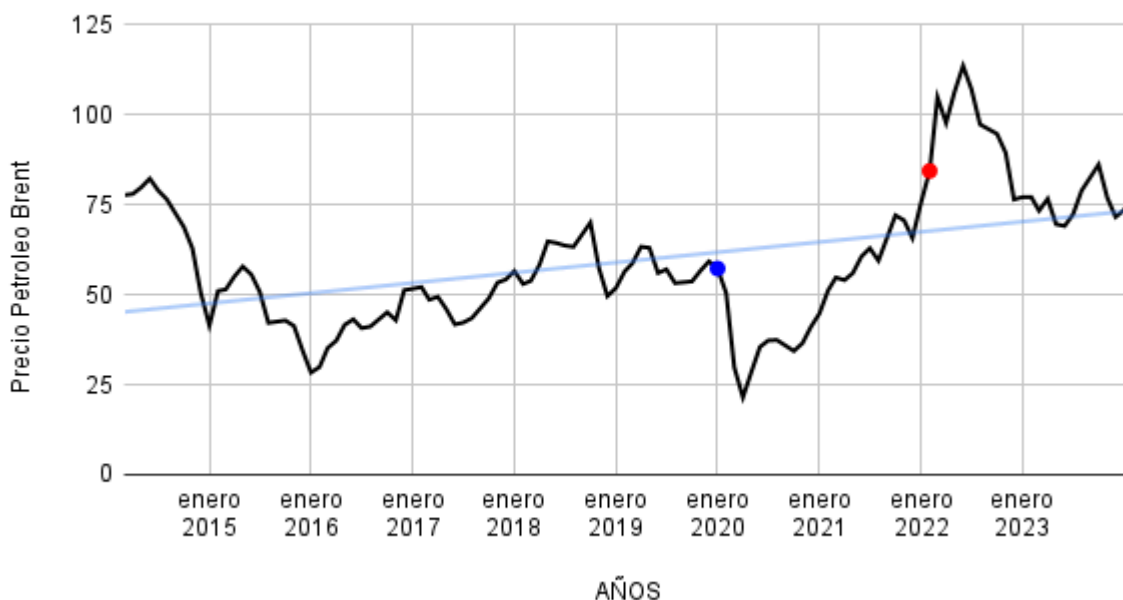
Por otra parte, como podemos comprobar (gráfica 10), el mercado del petróleo también se ha visto afectado. Tal y como nos indica el gráfico 10, desde su punto mínimo en 2020, a raíz de la pandemia, donde el barril del petróleo Brent osciló los 25 euros/Barril, hasta mediados del 2022, tras el inicio del conflicto ruso-ucraniano, el barril de petróleo aumentó hasta cerca de los 120 euros por barril. Esto supuso un incremento de 100 euros en su precio, en tan solo dos años de diferencia, por lo que se produjo un aumento de aproximadamente un 360%, desde su mínimo de 2020.

Este aumento extraordinario en el precio del petróleo (y del resto de productos energéticos), ha venido ligado a una elevada inflación, afectando a los bienes de producción, y por lo tanto, en última instancia, a los bienes de consumo. Esto afectó a la población, reduciendo su poder adquisitivo.

Cabe destacar la actuación oligopolística por parte de los productores de crudo, que decidieron reducir una parte de la oferta durante el período de la pandemia, para que el precio volviese a los niveles de los que se había desplomado. Esto consiguió ajustar la escasa demanda a la oferta de ese momento, jugando un papel crucial en la primera parte de la escalada del precio del petróleo, tras el desplome hasta los 25 euros por barril de Brent.

GRÁFICO 10. PRECIO DEL PETRÓLEO BRENT INTERMENSUAL

Precio Petróleo Brent intermensual (Euros)



Fuente: Elaboración propia con datos oficiales de Bloomberg; Energy Intelligence Group (EIG); Organization of Petroleum Exporting Countries (OPEC); World Bank.

5.2. SHOCK DE OFERTA DE PRODUCTOS BÁSICOS

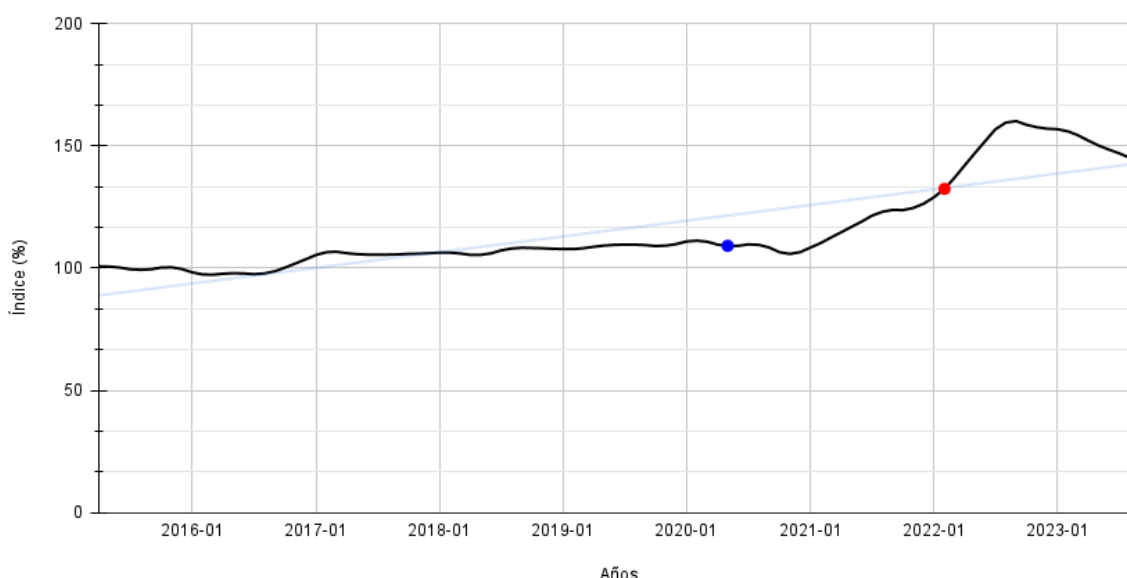
La guerra ha tenido un impacto significativo en los mercados alimentarios de la Eurozona, debido a que Ucrania es uno de los principales exportadores agrícolas del mundo, contando con algunos de los terrenos más fértiles del planeta.

Ucrania es el principal exportador mundial de aceite de girasol, representando el 50% de las exportaciones globales, y siendo el tercer exportador mundial de cebada (18%), el cuarto de maíz (16%) y el quinto de trigo (12%), por lo que desempeña un papel totalmente significativo en el suministro mundial de alimentos. Existe una alta interdependencia del resto de países hacia Ucrania en relación a los productos básicos que es más que evidente.

GRÁFICO 11. ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMO ARMONIZADO DE PRODUCTOS AGRÍCOLAS EN LA UNIÓN EUROPEA. BASE 2015=100

IPC Armonizado de productos agrícolas en la UE (%). Base 2015 = 100

Punto azul -Fin del confinamiento del COVID-19. Punto Rojo - Inicio de la Guerra de



Fuente: Elaboración propia con datos de Eurostat.

Tras los confinamientos, a raíz de la pandemia en la UE (punto azul del gráfico 11), la demanda de productos básicos se vió aumentada drásticamente, evento que, unido a la ruptura de las cadenas de suministros durante la pandemia, propició un aumento en la pendiente de la curva del índice de precios al consumo, ya que aumentó la demanda más rápido de lo que fue capaz de absorber la oferta.

Tras el inicio de la invasión de Rusia a Ucrania (punto rojo en el gráfico 11), la pendiente de la curva fue aún mayor, debido a que en ese momento, y con una oferta aún debilitada, se produjo un shock por el que tanto Ucrania como Rusia se vieron en la incapacidad de realizar las exportaciones de

manera cotidiana. El índice de precios al consumo realizó un mayor aumento en un menor tiempo (2022).

6. CONCLUSIONES

Desde 2015 hasta finales de 2022, la política monetaria de la eurozona, liderada por el BCE, estuvo especialmente enfocada al crecimiento económico (cuando éste no era el principal objetivo), pasando por dos períodos destacables, que se ilustran de manera muy significativa en el gráfico 3.

El primer período se produjo desde el inicio del programa de compra de activos (APP) a finales de 2014, hasta el primer trimestre del 2020 (COVID), donde podemos encontrar un aumento del balance del BCE que va desde los 2.500 miles de millones de euros, hasta los 4.900 mil millones de euros, en un marco temporal de aproximadamente 6 años.

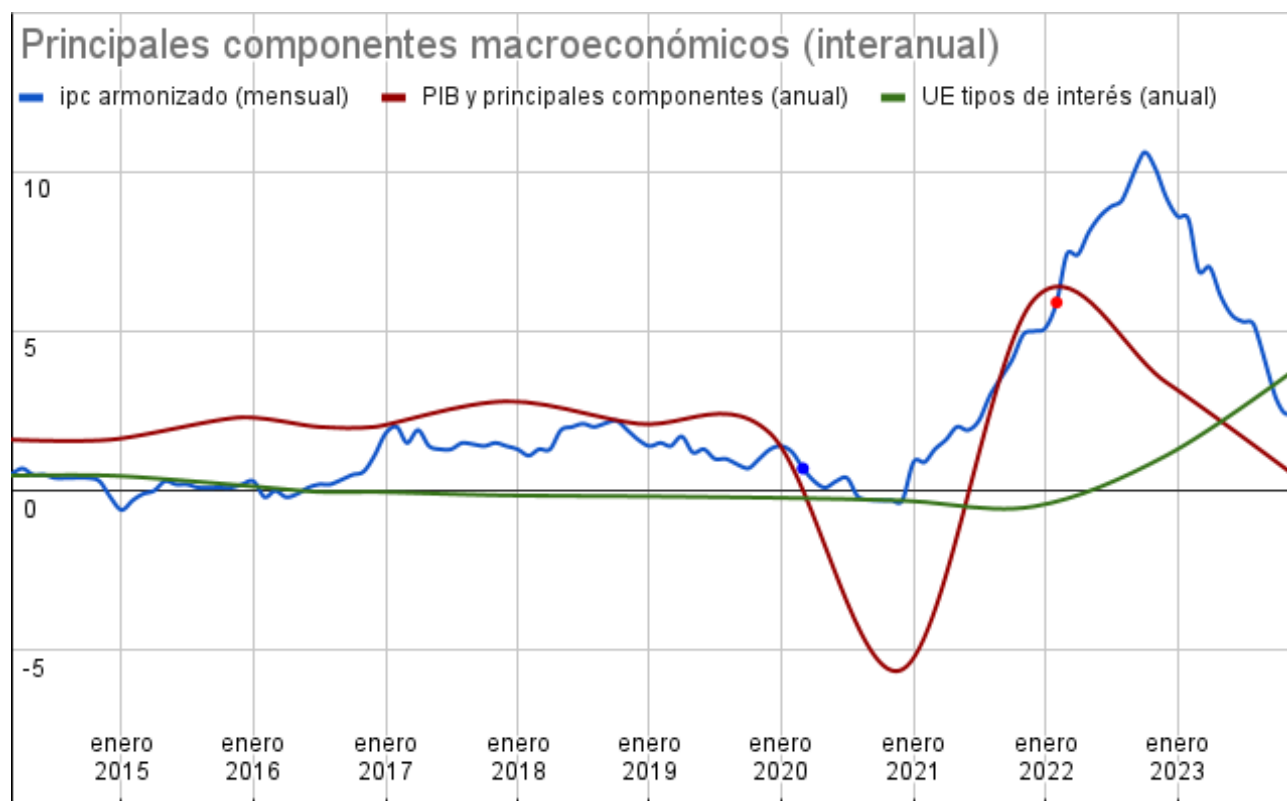
Esta política monetaria expansiva, en el periodo de 2015 hasta 2020, fue compatible con el objetivo de un crecimiento de los precios inferior al 2% (gráfico 4) y el mantenimiento de un crecimiento estable en torno al 2%, con la excepción del COVID en el 2020. Por tanto, la política monetaria expansiva estaba siendo neutral al crecimiento de los precios y al crecimiento de la economía.

El segundo período transcurre desde el inicio de la pandemia en marzo de 2020 hasta finales de 2022. A partir del COVID-19, el parón de la actividad económica se tuvo que acompañar con una política fiscal extraordinariamente expansiva, arbitrada por los estados miembros para evitar el colapso económico de la Unión Monetaria, junto a un BCE inyectando liquidez al sistema.

En 2021, las políticas expansivas lograron que la Eurozona se recuperara de la caída en el PIB, recuperando los puntos básicos que se perdieron en 2020. En 2022, con unas tasas de crecimiento que seguían siendo positivas, apareció la guerra entre Ucrania y Rusia, provocando un impacto en la actividad económica, especialmente en los precios, cuya variación del IPCA se vió incrementada hasta el 11%.

El aumento de los precios, como consecuencia de la guerra, provocó que se diera un golpe de timón en la política monetaria, para tratar de recuperar el verdadero objetivo del BCE, el crecimiento de los precios en torno al 2%. Durante este segundo período, el BCE implementó el PEPP, que junto con el APP, llevaron al balance del BCE a casi duplicarse en poco más de dos años (gráfico 3).

GRÁFICO 12. PRINCIPALES DATOS MACROECONÓMICOS DE LA UNIÓN EUROPEA EN %



Fuente: Elaboración propia con datos oficiales de Eurostat y Banco de España.

Notas: El punto azul es el inicio del confinamiento del COVID-19 (marzo de 2020) y el punto rojo es el inicio de la invasión de Rusia a Ucrania (Febrero de 2022).

Sin embargo, llama verdaderamente la atención las políticas del BCE, ya que, tras la pandemia y con una inflación que pasó del 0,25% (2020) hasta los 2,6% (2021), con unos tipos anuales de interés reduciéndose desde los -0,30% (2020) hasta los -0,49% (2021), y con el balance del BCE aumentando desde los 5.000 mil millones de euros (2020) hasta los 9000 mil millones de euros (2022), podemos comprobar que los tipos de interés siguieron reduciéndose, mientras que la inflación y el balance del BCE aumentaba.

Estos datos nos indican cómo la política monetaria seguía siendo expansiva, incluso cuando la variación del IPCA era superior al objetivo del BCE. Lo que favoreció la tendencia de los precios, alimentando así una inflación que vió su punto máximo a mediados de 2022 llegando al 11%, con el protagonismo de los alimentos y los productos energéticos.

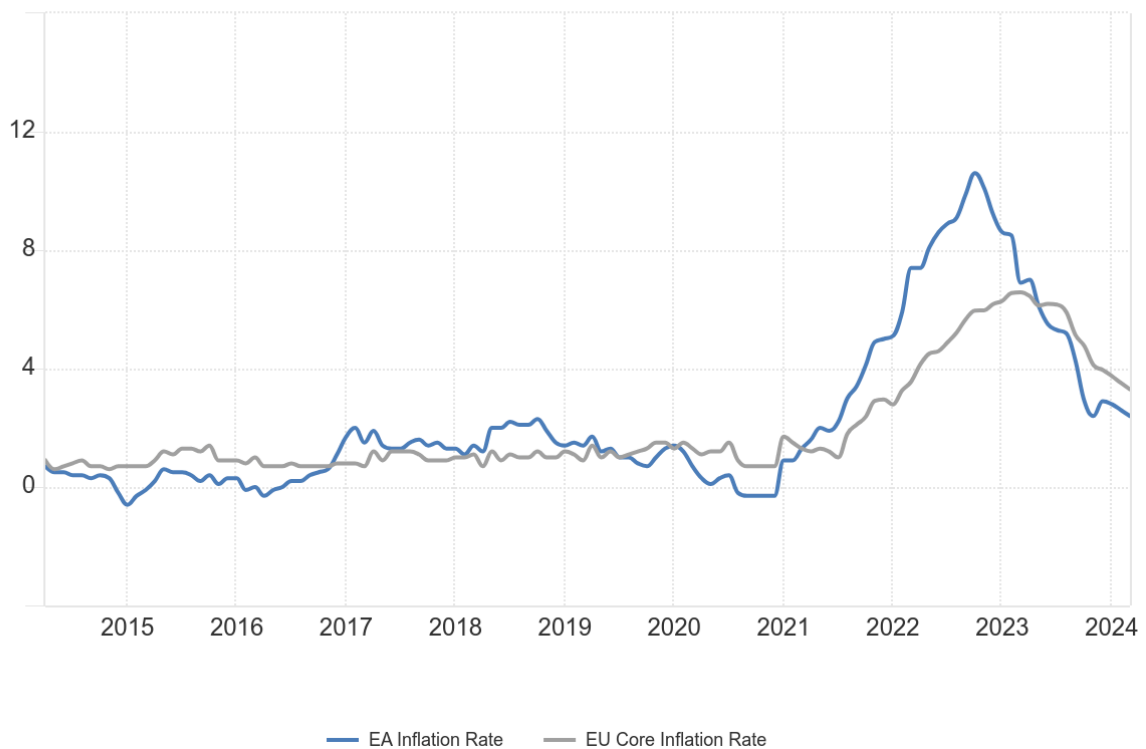
Este aumento del balance durante los años previos a la pandemia, agravado de manera sustancial por las herramientas de emergencia, se encontró ante el shock de oferta provocado por la guerra de Ucrania. Esto obligó al BCE a sacar todas sus medidas de cara a contrarrestar el proceso inflacionista que a final del 2022 alcanzó el 11%. Para luchar contra esta inflación, tuvo que subir los tipos de interés y drenar liquidez del sistema.

A partir de finales de 2022, el BCE se centró en reducir la inflación hacia niveles del 2%, a pesar de que el crecimiento de los países de la Eurozona se situase en torno al 0%. Por lo que vemos como la respuesta del BCE ante la guerra, es la de llevar a cabo una política restrictiva, para tratar de contener el crecimiento de los precios, volviendo así a su objetivo principal.

Por otro lado, si bien en la crisis ocasionada por el COVID se produjo una convergencia entre la política monetaria y la fiscal, ante el shock provocado por la guerra de Ucrania, pasa todo lo contrario, por un lado se aumentó el gasto público en materia de política fiscal, y por el otro lado, se trató de reducir la liquidez a través de políticas monetarias restrictivas.

GRÁFICO 14. COMPARATIVA ENTRE EL IPCA Y EL IPCA SUBYACENTE DE LA UNIÓN EUROPEA EN %

Source: tradingeconomics.com



Fuente: tradingeconomics con datos oficiales de Eurostat.

En el gráfico 14 se compara la evolución del IPCA junto con el IPCA subyacente, pudiendo demostrar como son la energía y los productos no elaborados son el principal motor del incremento del IPCA, ya que, ante el shock de oferta producido por el covid, rompiendo las cadenas de suministro, y posteriormente, con el shock de oferta por la reducción drástica de productos agrícolas de Ucrania y energías de Rusia, se produce una descoordinación entre el IPCA y el IPCA subyacente.

El IPCA tiende a anticipar el comportamiento del IPCA subyacente, debido a que el aumento de los precios de la energía y de los productos no elaborados, se ve traducido en segunda instancia en la producción, elevando de esta manera el coste base de los productos, y por último, afectando a los

precios de todos los productos en la economía, llegando así al consumidor final y afectando al IPCA core.

Una conclusión importante que podemos obtener de los gráficos 10 y 11, del IPCA de producción agrícola y del precio del petróleo Brent es la siguiente:

Previo a la pandemia, la variación del IPCA de producción agrícola se mantuvo estable, rondando sobre precios similares a la base de la serie, 2015. Tras los períodos de pandemia y de la guerra entre Ucrania y Rusia, la variación del índice aumentó hasta un 60% desde su base, y con el aumento de los tipos de interés se redujo. El aspecto importante es que, como podemos comprobar en el gráfico 10, su precio parece que se está estabilizando un 40% por encima de la base, por lo que existe una alta probabilidad de que no se vuelva a los niveles previos a la pandemia, y este sea el nuevo nivel de estabilización del IPCA de producción agrícola, habiendo aumentando de manera estructural un 40% sobre el nivel del precios base de 2015.

Una situación similar podemos encontrar en el petróleo Brent, ya que como podemos comprobar en el gráfico 11, previo a la pandemia, el precio por barril oscilaba el nivel de los 50 euros, durante la pandemia y posteriormente con la guerra llegó al punto máximo de 120 euros/barril y tras producirse la corrección podemos observar como está tendiendo a estabilizarse sobre los 75 euros, lo que supondría un aumento del 50% con respecto a su precio de estabilización previo.

Es por esto que podemos afirmar que, mientras no se vean períodos de deflación, difícilmente podremos volver a los niveles de precios previos a la pandemia, tanto en el petróleo, como en los productos no elaborados, afectando así a toda la economía. Parece que esa situación se va esfumando con relativa certeza.

Por último, un elemento de significativa relevancia, es lo ocurrido entre la reducción del crecimiento en el PIB y la reducción de la tasa de desempleo tras la Guerra. Como hemos podido comprobar en el gráfico 6, el desempleo no deja de reducirse desde el final de la pandemia (2021) hasta el momento actual, por lo que se genera una disonancia entre el menor crecimiento del PIB tras la Guerra, y la reducción de la tasa de desempleo en la Eurozona. Esto podría evidenciar que las políticas públicas permitieron sostener el empleo, a pesar de caídas tan abruptas del PIB como las del 2020, o con crecimientos cercanos a 0% como en 2023.

En definitiva, nos encontramos tras un período de elevada inflación (2021-2023), con unos precios de energía y de alimentos estabilizándose a niveles superiores a los existentes en el periodo pre-pandémico, y con unos tipos de interés elevados. A esto se suma el nuevo programa de estabilidad fiscal, en el que se obliga a los países de la Unión Monetaria, a que las políticas de crecimiento económico deban incidir en los factores clave de la productividad, tales como la tecnología, el capital humano y la dotación de capital físico por trabajo. Por lo tanto, serán estos factores los únicos que podrán lograr que la Unión Europea pueda volver a recuperar las tasas de crecimiento del PIB, en torno al 2-3 % de pre-pandemia, puesto que las políticas coyunturales fiscales y monetarias tienen agotado su margen por un período largo de tiempo.

7. BIBLIOGRAFÍA

Erias Rey, A., & Sánchez Santos, J. M. (1998). *Política monetaria y política fiscal*. Pirámide.

European Central Bank. (2024). *Monetary policy implementation*. <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/index.en.html>

Eurostat. (2024). *Unemployment rate - monthly average*. https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/UNE_RT_Q_custom_1182319/bookmark/table?lang=en&bookmarkId=32e8b227-c9e8-44f4-b14a-4d1b4c412136

Eurostat. (2024). *GDP at market prices - chain linked volumes (2010), index 2010=100*. https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/NAMA_10_GDP_custom_78848/bookmark/line?lang=en&bookmarkId=7681260e-2f75-4cd7-a153-02fc89543f2c

IndexMundi. (2024). *Brent crude oil prices*. <https://www.indexmundi.com/es/precios-de-mercado/?mercancia=petroleo-crudo-brent&meses=120&moneda=eur>

Banco de España. (2024). *Cómo afecta a su bolsillo la reducción del balance del Banco Central*. <https://www.bde.es/wbe/es/noticias-eventos/blog/como-afecta-a-su-bolsillo-la-reduccion-del-balance-del-banco-central-.html>

European Central Bank. (2024). *What is monetary policy?* <https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/tell-me/html/what-is-monetary-policy.es.html>

Banco de España. (2024). *Qué son las operaciones de mercado abierto*. <https://www.bde.es/wbe/es/areas-actuacion/politica-monetaria/politica-monetaria-area-euro/tipos-interes-bce/que-son-las-operaciones-de-mercado-abierto.html>

Banco de España. (2024). *Qué son las entidades contrapartida*. <https://www.bde.es/wbe/es/areas-actuacion/politica-monetaria/politica-monetaria-area-euro/tipos-interes-bce/que-son-las-entidades-contrapartida.html>

Banco de España. (2024). *Procedimientos de las operaciones de mercado abierto: subastas y procedimientos bilaterales*. <https://www.bde.es/wbe/es/areas-actuacion/politica-monetaria/politica-monetaria-area-euro/tipos-interes-bce/procedimientos-de-las-operaciones-de-mercado-abierto--subastas-y-procedimientos-bilaterales.html>

Banco de España. (2024). *Qué son las facilidades permanentes*. <https://www.bde.es/wbe/es/areas-actuacion/politica-monetaria/politica-monetaria-area-euro/tipos-interes-bce/que-son-las-facilidades-permanentes-.html>

Banco de España. (2024). *Qué son activos de garantía*. <https://www.bde.es/wbe/es/areas-actuacion/politica-monetaria/activos-garantia/marco-en-vigor/que-son-activos-garantia.html>

European Central Bank. (2024). *Minimum reserves*. https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/minimum_reserves/html/index.en.html

EUR-Lex. (2016). *Regulation (EU) of the European Central Bank of 20 January 2016 on the allocation of monetary income of the national central banks of Member States whose currency is the euro*. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?qid=1593530521495&uri=CELEX:32016D0016>

European Central Bank. (2016, 21 de abril). *Monetary policy decisions*. https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2016/html/pr160421_1.en.html

European Central Bank. (2024). *Public Sector Purchase Programme (PSPP)*. <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/pspp.en.html>

European Central Bank. (2024). *Asset purchase programme (APP)*. https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/ecb.faq_abspp.en.html

European Central Bank. (2024). *Asset-backed securities purchase programme (ABSPP)*. <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/index.en.html#abspp>

European Central Bank. (2009, 4 de junio). *ECB introduces a temporary longer-term refinancing operation (LTRO)*. https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2009/html/pr090604_1.en.html

Parlamento Europeo. (2024). *La política monetaria europea*. <https://www.europarl.europa.eu/factsheets/es/sheet/86/la-politica-monetaria-europea>

Instituto Nacional de Estadística. (2024). *Índice de Precios de Consumo (IPC) - IPC armonizado - Tasa de variación interanual*. https://www.ine.es/prensa/ipca_tabla_dif.htm

European Central Bank. (2024). *Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)*. <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/pepp/html/index.en.html>

Banco de España. (2020). *Nota informativa sobre las decisiones de política monetaria del BCE (Nº 78/2020)*. https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/ComunicadosBCE/NotasInformativasBCE/presbce2020_78.pdf

European Central Bank. (2024). *Why negative interest rates?* <https://www.ecb.europa.eu/ecb-and-you/explainers/tell-me-more/html/why-negative-interest-rate.es.html>

Consejo de la Unión Europea. (2024). *Energy prices 2021*.
<https://www.consilium.europa.eu/es/infographics/energy-prices-2021/#0>

Consejo de la Unión Europea. (2024). *EU gas supply*.
<https://www.consilium.europa.eu/es/infographics/eu-gas-supply/#0>

IndexMundi. (2024). *Brent crude oil prices*.
<https://www.indexmundi.com/es/precios-de-mercado/?mercancia=petroleo-crudo-brent&meses=120&moneda=eur>

Consejo de la Unión Europea. (2024). *How the Russian invasion of Ukraine has further aggravated the global food crisis*.
<https://www.consilium.europa.eu/es/infographics/how-the-russian-invasion-of-ukraine-has-further-aggravated-the-global-food-crisis/#0>

Trading Economics. (2024). *Euro Area Inflation Rate (CPI)*.
<https://es.tradingeconomics.com/euro-area/inflation-cpi#>