

17 de julio de 2020

La respuesta de la política monetaria frente a la crisis del Covid-19

Publicado en Cinco Días

Pablo Hernández de Cos, gobernador del Banco de España

La crisis económica provocada por la pandemia de Covid-19 va camino de producir la mayor recesión global desde la Segunda Guerra Mundial. La adopción de medidas para la contención del virus llevó a una contracción muy severa de la actividad económica en todo el mundo en el primer trimestre de este año, que será aún mayor en el segundo trimestre. Además, las previsiones disponibles muestran que los efectos económicos de la pandemia podrían ser bastante persistentes y afectar muy negativamente a la dinámica de la inflación.

Esta perturbación sin precedentes exigía una respuesta de política económica rápida y contundente, que facilitara la salida de la crisis sanitaria con el menor daño económico posible. Con este objetivo, el Banco Central Europeo ha desplegado una batería de medidas de emergencia, que pueden agruparse en dos categorías.

En primer lugar, el BCE ha ampliado sustancialmente las compras de bonos soberanos y de las empresas del área del euro, con el propósito de mejorar sus condiciones de financiación. En concreto, ha aumentado el programa de compras ya existente e introdujo un nuevo programa de emergencia, cuya dotación actual alcanza los 1,35 billones de euros (el 11,3 % del PIB del área del euro en 2019), y durará, al menos, hasta junio de 2021. Como novedad, las compras de activos bajo el nuevo programa están realizándose con un alto grado de flexibilidad en cuanto a su distribución en el tiempo, las clases de activos y, en el caso concreto de las compras de activos públicos, también por países emisores. El objetivo es garantizar la correcta transmisión de la política monetaria única a todos los países del área y eliminar los riesgos de fragmentación financiera.

En segundo lugar, el BCE ha hecho más accesibles, tanto en coste como en volumen, sus facilidades de concesión de liquidez al sector bancario y ha relajado los requisitos exigidos a los activos que se entregan como garantía. Con esto se persigue poner recursos a disposición de las entidades de crédito para que estas presten a los agentes a tipos de interés reducidos.

Estas medidas han sido eficaces para aliviar las tensiones financieras generadas por la crisis. Dichas tensiones se materializaron en un fuerte repunte de los diferenciales de deuda soberana y corporativa, que luego han revertido en gran parte. La acción del BCE también ha contribuido a que los flujos de crédito bancario a las empresas hayan mostrado un notable vigor en los últimos meses y su coste haya permanecido en niveles bajos, dinámicas

estas para las que también han sido cruciales los programas de avales públicos implementados por los Gobiernos.

Por otra parte, las medidas del BCE han proporcionado un considerable margen de actuación a las autoridades nacionales. Esto es particularmente importante, dado que la política fiscal cuenta con los instrumentos más adecuados para luchar contra esta crisis con acciones inmediatas, focalizadas y que se acomoden a una duración incierta y heterogénea. De hecho, con carácter general, la respuesta de las políticas fiscales nacionales europeas ha sido también muy enérgica.

En conjunto, las medidas adoptadas están resultando determinantes para evitar una recesión aún más pronunciada en el área del euro y un deterioro mayor en las perspectivas de inflación.

En las últimas semanas, en paralelo a los procesos de desescalada de las medidas de contención del virus, se está produciendo una recuperación gradual de la actividad económica que, en todo caso, es todavía incompleta, heterogénea y sujeta a un elevado grado de incertidumbre. Por su parte, la inflación observada y las expectativas de inflación se mantienen en niveles muy reducidos y es de esperar que en el medio plazo la debilidad de la demanda siga presionando su evolución a la baja. En este contexto, en el Consejo de Gobierno del BCE hemos dejado claro que es necesario mantener un elevado grado de acomodación monetaria para apoyar la recuperación y salvaguardar nuestro objetivo de estabilidad de precios. Además, estamos dispuesto a ajustar todos nuestros instrumentos si fuera necesario.

Por otra parte, es evidente que el sector bancario afronta esta crisis desde una situación más saneada que en la anterior, lo que subraya la importancia de la reforma financiera global aprobada en la última década. El BCE ha actuado también de modo decidido en este ámbito, permitiendo, entre otras medidas, que las entidades puedan hacer uso de los colchones de capital disponibles, que precisamente se crearon para afrontar situaciones como la actual. En todo caso, la crisis tendrá un impacto significativo sobre la calidad de la cartera crediticia de las entidades, de una magnitud que dependerá de su severidad final. Por todo ello, los supervisores deberemos seguir ejerciendo una vigilancia estrecha sobre los riesgos para la estabilidad financiera, y tendremos que estar dispuestos para dar una respuesta contundente, a escala europea, en caso de que estos se materialicen.

Finalmente, es importante subrayar que, en la fase actual de la crisis, resulta necesario que la política fiscal siga apoyando la recuperación, lo que aconseja mantener algunas de las medidas aprobadas, de manera focalizada y con un diseño que permita el funcionamiento de los mecanismos de flexibilidad disponibles para que las empresas realicen los posibles ajustes estructurales necesarios. Al mismo tiempo, deben ganar peso otras medidas, como las políticas activas de empleo o la revisión de los procesos de reestructuración e insolvencia de las empresas, que les permita continuar su actividad cuando aún son viables. Además, en un contexto de elevada incertidumbre, resulta necesario añadir un impulso fiscal en las primeras fases de la recuperación. Este impulso debe dirigirse a reforzar la recuperación de nuestro tejido productivo. En este caso, dadas las enormes interacciones económicas y financieras entre las diversas economías del área, la acción conjunta es la vía más eficaz para garantizar la eficacia de este impulso y que los efectos económicos de la

pandemia sean superados en un plazo menor y a un coste más reducido por todos y cada uno de los países. Por ello, resulta fundamental aprobar cuanto antes un fondo de recuperación europeo como el propuesto por la Comisión Europea, con un tamaño proporcional a las necesidades de financiación generadas por la pandemia. Además, para maximizar sus efectos sobre el crecimiento futuro, esta estrategia debería complementarse con una agenda de reformas ambiciosa que afronte los desafíos estructurales de las economías europeas.