
13.10.2020

Panel: La política macroeconómica en transición – Perspectivas de las economías avanzadas y emergentes*

Reuniones Anuales del FMI: Conversaciones macro organizadas por *Reinventing Bretton Woods Committee*

Pablo Hernández de Cos
Gobernador

*Traducción al español del discurso original en inglés

Al igual que en el resto del mundo, el brote de Covid-19 ha desencadenado una crisis sanitaria y económica en el área del euro sin precedentes en la historia reciente. Asimismo, como en otras jurisdicciones, las autoridades económicas han respondido con contundencia ante esta situación, tanto a escala nacional como europea.

En el ámbito concreto de la **política monetaria**, en los últimos siete meses, en el Banco Central Europeo (BCE) hemos desplegado un amplio paquete de medidas con el objetivo de mitigar el impacto de la pandemia en la economía del área del euro. Desde el principio, el BCE se enfrentó a tres retos importantes derivados de la pandemia: primero, la necesidad de estabilizar los mercados financieros en toda el área del euro, con el fin de evitar la fragmentación financiera entre países; segundo, proteger la oferta de crédito bancario, especialmente importante para la financiación de los hogares y las pequeñas y medianas empresas (pymes) en Europa y, tercero, neutralizar las presiones a la baja sobre las perspectivas de inflación a medio plazo generadas por la crisis del Covid-19, conforme a nuestro mandato de estabilidad de precios.

Ante esta situación, adoptamos una serie de medidas que pueden agruparse en dos grandes bloques.

Comenzando por el primer bloque, el BCE aprobó una amplia batería de medidas de provisión de liquidez a los bancos con el fin de que estos, a su vez, pudieran asegurar el acceso al crédito de familias y empresas. Las medidas incluían una mejora sustancial de las condiciones de la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO-III, por sus siglas en inglés). Estas operaciones han permitido a los bancos obtener financiación a largo plazo a tipos de interés ventajosos, que de forma temporal pueden ser tan bajos como el -1%, a condición de que los bancos participantes mantengan su provisión de crédito a la economía real. También relajamos los criterios de admisión de los activos de garantía que los bancos deben presentar en las operaciones de financiación del BCE, ampliando así el volumen de fondos que pueden obtener en dichas operaciones.

Estas medidas han sido muy exitosas. En la operación TLTRO-III de junio, los bancos participantes obtuvieron liquidez por un importe de 1,3 billones de euros, un récord histórico en las operaciones de financiación del Eurosistema. La evidencia disponible sugiere que los bancos participantes están utilizando una parte importante de la financiación recibida para seguir proporcionando liquidez a la economía real.

También aprobamos un segundo bloque de medidas, relativas a los programas de compra de activos. Desde finales de febrero se había producido un endurecimiento de las condiciones financieras en el área del euro, incluido un fuerte aumento de los diferenciales de riesgo de la deuda soberana y corporativa. Este incremento no fue homogéneo en el área del euro: aquellos países que partían de posiciones fiscales más débiles y con mayores niveles de deuda, y los que se vieron más afectados por la primera ola de la pandemia, experimentaron un aumento mucho más pronunciado de sus costes de financiación. Esta fragmentación financiera entre países dificultó la transmisión de la política monetaria única a toda el área del euro, amenazando incluso con una reedición de la crisis de deuda soberana de 2012.

En este contexto, el BCE anunció en marzo el lanzamiento del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés). La principal diferencia con respecto a programas previos es que, ahora, las compras se realizan de manera flexible y se permiten fluctuaciones en su distribución tanto a lo largo del tiempo como por jurisdicciones o tipos de activo, con el fin de evitar la fragmentación en la transmisión de la política monetaria.

El PEPP se anunció inicialmente con un volumen de compras para todo 2020 de 750 mm de euros, y en junio se extendió en plazo, hasta al menos junio de 2021, y en volumen, con 600 mm de euros adicionales, alcanzando así los 1,35 billones de euros. El PEPP, junto con las nuevas compras netas bajo el programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés), supondrán un aumento de la cartera de los programas de compra de valores del Eurosistema hasta el entorno de los 4,4 billones de euros en junio de 2021. A principios de octubre de 2020, las adquisiciones netas de valores de los sectores público y privado realizadas en el marco del PEPP ya habían alcanzado los 567 mm de euros desde su puesta en marcha a finales de marzo, es decir, el 42% de su dotación actual.

A día de hoy podemos afirmar que el PEPP ha sido claramente exitoso a la hora de poner freno al deterioro de los mercados financieros en todos los países del área del euro. Esto es particularmente visible en la evolución de los rendimientos de la deuda soberana, que se encuentran hoy en niveles cercanos a los anteriores a la crisis, pero también se puede apreciar en otros segmentos de mercado, como el de la deuda corporativa.

Y, naturalmente, esta caída en el coste de la deuda soberana ha proporcionado margen de actuación a las autoridades fiscales de todos los países del área del euro, lo que les ha permitido desplegar actuaciones sin precedentes de sostenimiento de las rentas de los hogares y las empresas. No cabe duda de que **la reacción de la política fiscal** también ha sido rápida y oportuna, tanto a escala global como europea.

Las autoridades nacionales adoptaron importantes paquetes de política fiscal orientados a proporcionar apoyo a las rentas de las empresas y los hogares, así como a reforzar el sistema sanitario. Cabe destacar el papel desempeñado por los programas de apoyo a la liquidez para empresas, en forma de préstamos con condiciones favorables, nuevas facilidades de crédito y avales públicos.

En este contexto, el respaldo de la acción supranacional a escala europea también ha sido fundamental. En este sentido, como el grado de interrelación económica y financiera dentro de Europa es muy elevado, es evidente que la acción conjunta es la vía más eficaz para garantizar 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.

Teniendo esto en cuenta, el Consejo Europeo ha acordado el establecimiento de un fondo europeo de recuperación (*Next Generation EU*). El fondo se financiará mediante el recurso de la Comisión Europea, en nombre de la Unión, a los mercados de capitales, por un importe máximo de 750 mm de euros, entre 2021 y 2026. Los gastos e inversiones derivados del uso de este fondo serán fundamentales para afianzar la recuperación económica y reducir las posibles secuelas permanentes de la crisis.

Tampoco debemos olvidar **la reacción de las autoridades supervisoras micro- y macroprudenciales**, que también ha sido crucial.

En primer lugar, se han adaptado los procesos supervisores para liberar recursos operativos de las entidades que puedan utilizarse para garantizar la continuidad del negocio. En este sentido, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS, por sus siglas en inglés) ha decidido retrasar un año (de 2022 a 2023) la implementación de Basilea III.

En materia contable se han clarificado algunos aspectos de la aplicación de la normativa vigente para el cálculo del riesgo de crédito con el objetivo de impedir que los eventuales retrasos temporales de los prestatarios en la devolución de los créditos reciban el mismo tratamiento que si se tratara de un deterioro permanente en la calidad de los préstamos. Asimismo, las autoridades han dictaminado que las entidades puedan hacer un uso efectivo de los colchones de capital disponibles para absorber pérdidas inesperadas. También se ha anunciado que contarán con un tiempo suficiente para la posterior reconstrucción de estos colchones en caso de que sean utilizados.

Además, las autoridades financieras han recomendado a las entidades la eliminación temporal del reparto de dividendos y la aplicación de criterios prudentes en la retribución variable a los empleados, con el objetivo de canalizar los recursos que generen hacia el refuerzo de sus posiciones de capital.

En general, podemos afirmar que esta respuesta de las autoridades prudenciales, acompañada de las medidas de política monetaria y fiscal adoptadas, ha permitido absorber el impacto inicial del *shock* e impedido la materialización de un riesgo sistémico en el sistema financiero que habría acentuado aún más la crisis y la habría hecho más persistente.

¿Y qué decir de la situación actual?

Estamos experimentando una recuperación que todavía es parcial, llena de incertidumbre y desigual, tanto a escala de países como de sectores. Y, en efecto, no solo persisten todavía restricciones en algunas parcelas de actividad, sino que se está revelando necesario reintroducir algunas otras como consecuencia de los nuevos brotes de la enfermedad. En este contexto, las perspectivas del área del euro siguen siendo muy inciertas y los riesgos para el área están orientados a la baja.

En paralelo, existen ya indicios de que la pandemia puede generar algunos cambios estructurales, aunque estos sean difíciles de delimitar en toda su extensión en estos momentos.

En este contexto, considero que la clave de las políticas económicas es conjugar adecuadamente el apoyo a la recuperación con el impulso del ajuste de la economía a los cambios estructurales que emergerán tras la pandemia.

Ello supone, en primer lugar, **mantener las medidas de apoyo y evitar efectos «acantilado»** (*cliff-edge effects*). En efecto, tras la pandemia muchos países del área del euro se encontrarán con el mayor nivel de deuda pública en muchas décadas, y para

afrontar este reto será necesario aplicar un programa de consolidación fiscal gradual una vez que la economía recupere una senda de crecimiento sólido. No obstante, en el corto plazo, la retirada prematura de las medidas tendría unos perjuicios que excederían los posibles costes de mantenerlas hasta que la recuperación de muestras de suficiente solidez.

Sin embargo, dado que existe una elevada heterogeneidad en los efectos de esta crisis, en particular en esta fase de recuperación, **las medidas de apoyo deben estar ahora mucho más focalizadas** y ajustarse temporalmente a la duración de la crisis.

Además, **debemos ajustar los instrumentos concretos utilizados**. En particular, la crisis ya ha provocado un aumento del nivel de endeudamiento de muchas empresas. Por este motivo, tendría sentido valorar la posibilidad de emprender actuaciones dirigidas a apoyar a las empresas que no impliquen un aumento de las obligaciones financieras, como, por ejemplo, por medio de ayudas directas o, en algunos casos, a través de inyecciones temporales de capital.

Adicionalmente, en el caso de aquellas compañías que tuvieran problemas para hacer frente a sus obligaciones financieras, los procedimientos de reestructuración de las deudas deberían agilizarse para evitar que esas dificultades desemboquen en la desaparición de empresas muy endeudadas, pero cuyo modelo de negocio es viable. Y, en paralelo, en el caso de las empresas con modelos de negocio no viables, debería facilitarse su salida ordenada del mercado, ya que ello redundaría en una asignación más eficiente de los recursos.

Más allá de estas actuaciones de corto plazo, hay una necesidad urgente de establecer una **agenda ambiciosa de reformas estructurales**, dirigida a aumentar el crecimiento potencial de la economía, que ya era reducido antes de esta crisis. Y lo mismo puede afirmarse en relación con las políticas europeas. En este caso, por ejemplo, es fundamental que el fondo europeo se convierta en un instrumento común permanente de estabilización fiscal en el área del euro, que permita dar una respuesta fiscal conjunta ante perturbaciones macroeconómicas y facilite una mayor oferta de activos seguros europeos, lo que facilitaría la operativa general de los mercados financieros y la propia conducción de la política monetaria. Resulta también prioritario culminar la Unión Bancaria, con la aprobación de un Fondo de Garantía de Depósitos europeo plenamente mutualizado. Asimismo, debe avanzarse en la reducción de las barreras que impiden que exista una verdadera Unión de Mercados de Capitales.

En la vertiente bancaria, nuestro objetivo debería ser garantizar que la crisis actual no se traduzca en un endurecimiento generalizado de las condiciones financieras **ni dañe gravemente nuestro sistema financiero**. Y, en el contexto de la recuperación desigual e incierta que he descrito con anterioridad, no se puede descartar la posibilidad de materialización de los riesgos identificados ni de que su impacto y persistencia sean mayores de lo esperado. En este sentido, en el ámbito bancario la respuesta ante la posible materialización de estos riesgos solo puede ser europea, dado el compromiso con la Unión Bancaria.

En el ámbito de la política monetaria, la fragilidad y heterogeneidad de la recuperación del área del euro, una inflación prevista a medio plazo que se encuentra muy por debajo de nuestro objetivo, y la reciente apreciación del euro, que ha contrarrestado gran parte de la orientación acomodaticia de la política monetaria, nos permiten concluir que **no cabe margen para la complacencia**. Debemos mantener un estímulo monetario significativo hasta que logremos que la recuperación sea sólida. Además, no es descartable que sea necesario recalibrar las medidas descritas anteriormente, o introducir otras nuevas, para cumplir con nuestro mandato de estabilidad de precios, entendido siempre de una forma simétrica. En este sentido, es evidente que nuestro objetivo no es el 1,3 %, la actual previsión de inflación de los expertos del BCE para 2022. Por último, resulta crucial mantener la flexibilidad en la ejecución de nuestro programa de compra de activos frente a la pandemia para evitar que aparezcan problemas de fragmentación financiera.