

31/2020

16 de abril de 2020

*David Cano Martínez **

La política monetaria (no convencional),
clave para mitigar los efectos
económicos de la COVID-19

La política monetaria (no convencional), clave para mitigar los efectos económicos de la COVID-19

Resumen

La recesión económica provocada por las medidas sanitarias aplicadas para evitar la expansión del coronavirus (aplanar la curva) será, posiblemente, más intensa que las otras dos más importantes sufridas en el último siglo: la gran crisis financiera global (2008-2012) y la gran depresión (1929-1934). Pero también es previsible que sea mucho más corta (dos trimestres de cesión del PIB). La clave para que no se prolongue será evitar los «daños estructurales» de la crisis económica. Nos referimos, en gran medida, a que se minimicen los impagos de empresas y de familias. Para ello será fundamental la actuación de la política monetaria, en concreto, su vertiente no convencional. La intención de este artículo es exponer las medidas tomadas por el BCE.

Palabras clave

Política monetaria, COVID-19, crisis financiera, efectos económicos.

***NOTA:** Las ideas contenidas en los *Documentos de Opinión* son responsabilidad de sus autores, sin que reflejen necesariamente el pensamiento del IEEEE o del Ministerio de Defensa.

Monetary policy (non-conventional), key to mitigating the economic effects of the COVID-19

Abstract

The economic recession caused by the health measures implemented to prevent the spread of the coronavirus (flattening the curve) will possibly be more intense than the two other major ones suffered in the last century: the Great Global Financial Crisis (2008-2012) and the Great Depression (1929-1934). But it is also expected to be much shorter (two quarters of GDP transfer). The key to preventing it from being prolonged will be to avoid the 'structural damage' of the economic crisis. This means, to a large extent, minimizing the default of companies and families. To this end, monetary policy action, in particular its unconventional aspect will be essential. The intention of this article is to set out the measures taken by the ECB.

Keyword:

Monetary policy, COVID-19, financial crisis, economic effects.

Introducción

La política monetaria es uno de los principales componentes de la política económica que, a diferencia de la fiscal (impuestos y gasto público), es responsabilidad del banco central (el BCE en el caso del euro). Su objetivo principal es conseguir la estabilidad de precios, entendida como un crecimiento interanual de un índice como el IPC en el entorno del 2 %. Para ello, cuenta con dos herramientas principales. Por un lado, la base monetaria, esto es, el dinero que crea y que presta a las entidades crediticias, habitualmente a corto plazo (a un día, a una semana o 3 meses). Por esta financiación les cobra un tipo de interés que es el denominado «tipo de interés de referencia». A partir de ahí comienza el mecanismo de transmisión de la política monetaria. La base monetaria se transforma, vía sistema financiero, en oferta monetaria (dinero que «circula en la economía») a distintos plazos y, sobre todo, a distintos tipos de interés. En su labor diaria, el Banco Central toma decisiones que han de tener un sesgo contracíclico, es decir, si observa un elevado crecimiento del PIB que puede poner en peligro la estabilidad de los precios, optará por endurecer la política monetaria subiendo el tipo de interés de referencia, con la intención de que se eleven el resto de tipos de interés, y reduciendo la base monetaria para, de esta forma, condicionar la oferta monetaria. Y similar aplicación, aunque en sentido contrario (bajar tipos y ampliar base monetaria), en caso de que el ciclo económico se ralentice u observe riesgos deflacionistas. A este proceso (variaciones del tipo de interés y leves ajustes en la base monetaria) es a lo que podemos denominar política monetaria convencional, vigente desde hace más de 100 años. Pero la gran crisis financiera global (GCFG) marcó un cambio trascendental, ya que obligó a introducirse en territorios inexplorados hasta entonces: comenzó a aplicarse la política monetaria no convencional.

Política monetaria no convencional

La política monetaria no convencional ha sido una de las herramientas más utilizadas desde 2008, tanto para tratar de restaurar el canal de transmisión de la política monetaria convencional, como para evitar el riesgo de deflación e impulsar el crecimiento del PIB. Dos han sido sus principales vías de implementación (figura 1): el incremento de la financiación a las entidades crediticias y el *Quantitative Easing* (QE).



Figura 1. Política monetaria no convencional. Fuente: Elaboración propia.

Las dos implican una creación de base monetaria por parte del Banco Central, lo que se refleja en un fuerte aumento del tamaño de su balance. En el caso del BCE, por un total de 4,2 billones de euros¹ (figura 2), es decir, del orden del 40 % del PIB de la UME. En el caso de la Fed, el incremento ha sido de 5 billones de dólares (un 30 % del PIB de EE. UU.)².



Figura 2. Evolución del tamaño del balance del BCE (en miles de millones de euros). Fuente: Bloomberg.

¹ Nos referimos al incremento asociado a la respuesta no convencional de la política monetaria. Sin que esta actuase, la base monetaria, y con ello el tamaño del balance del BCE tiende a crecer en línea con el aumento del PIB nominal (en media, un 5 % anual).

² Desde este vínculo se puede obtener un gráfico de la evolución del tamaño del balance de la Reserva Federal de EE. UU. Disponible en https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_recenttrends.htm.

Medidas de inyección de liquidez a las entidades crediticias

Para explicar las medidas no convencionales del BCE nos apoyamos en la figura 3. Insistimos en que el denominador común es la creación de base monetaria (primera línea de la figura) con la intención de que llegue, en forma de oferta monetaria, a la «economía real» (tercera línea), para tratar tanto de evitar los impagos como de reactivar el crecimiento del PIB. Comenzamos por la primera columna. En ella representamos cómo el BCE presta dinero a las entidades crediticias. En la introducción ya hemos comentado que esta operativa forma parte de la política monetaria convencional. Lo que es «no convencional» es que inyecte por importes muy elevados (1,2 billones de euros en el caso del BCE frente a una cantidad «convencional» de unos 100.000 millones) y, sobre todo, a plazos largos (de hasta 4 años), cuando lo normal es a una semana o tres meses. En el caso del BCE, lo instrumentaliza a través de unas operaciones denominadas TLTRO (*Targeted Longer Term Refinancing Operations*)³ y, desde el pasado 18 de marzo y hasta el 24 de junio, a través de las LTRO *brigde*. El proceso es sencillo: el BCE presta dinero a los bancos para que estos a su vez lo presten a las empresas y familias. El contraste con la anterior crisis es claro. Si entonces asistimos a una recesión económica derivada de que la ausencia de flujo de crédito desde los bancos, en esta ocasión va a ser justo lo contrario. Podríamos titularlo como «Entidades crediticias: de origen del problema en 2008 a solución (o al menos mitigación) en la actualidad». Las entidades crediticias no tienen un problema de solvencia (causa de la anterior crisis) y, ni mucho menos, de liquidez (el BCE les presta todo lo que demanden: 1,2 billones de euros hasta ahora). Están, por tanto, ante una oportunidad única para jugar un papel clave en la financiación de la empresas y familias, evitando que estas dejen de pagar sus préstamos o cesen su actividad. Porque, y aquí encontramos otro punto diferencial, los Estados van a avalar, aunque sea parcialmente, esos préstamos, lo que también debe favorecer el crédito.

³ Para más información. Disponible en <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/html/index.en.html>.

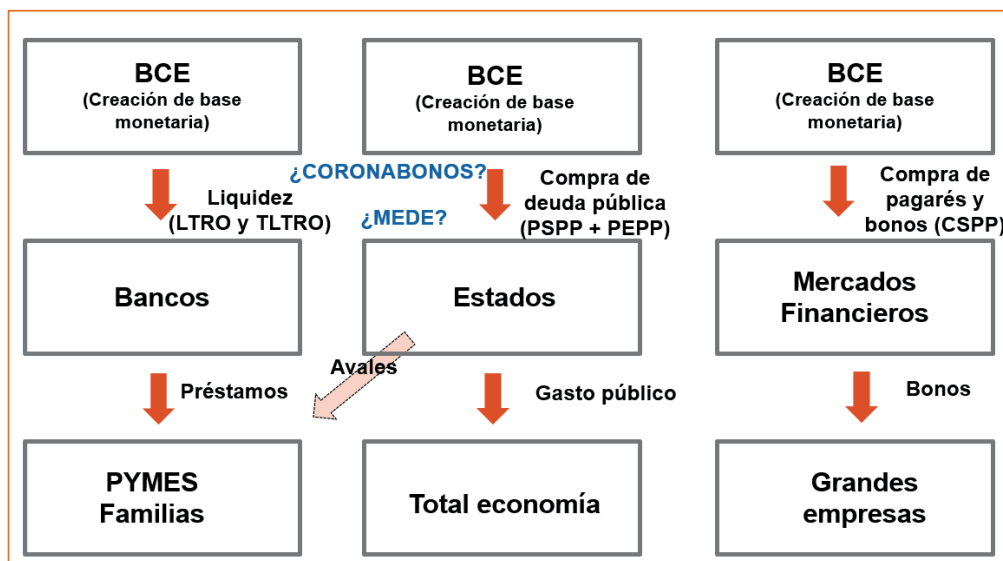


Figura 3. Transmisión de la política monetaria no convencional. Fuente: elaboración propia.

Medidas de adquisición de bonos (Quantitative Easing)

Pasemos a la parte central y derecha de la figura 3. Ahora, el BCE compra activos de renta fija que mantendrá en su balance hasta su vencimiento, es decir, se convierte en inversor, asumiendo el riesgo de impago de los bonos y financiando sus compras mediante la creación de base monetaria (y, de ahí, la ampliación del balance). Este segundo componente de la política monetaria no convencional se denomina *Quantitative Easing* (QE) y es, con claridad, el que más debate genera. Hasta el momento, el BCE ha comprado 3 billones de euros en bonos, en gran medida (2,2 billones de euros), emitidos por los tesoros nacionales. En concreto, los ha adquirido mediante el programa denominado *Asset Purchase Programme* (APP) que tiene varios componentes en función del activo que compre: *Covered Bond Purchase Programme* (CBPP 3), *Asset Backed Securities Programme* (ABSPP), *Public Sector Purchase Programme* (PSPP) y *Corporate Sector Purchase Programme* (CSPP). En la tabla 1 aparecen los programas, así como el saldo vivo de los bonos comprados. Se puede comprobar que, como hemos comentado, el programa más importante es el relativo a la deuda pública, seguido del que adquiere renta fija privada, es decir, bonos emitidos por las empresas⁴.

⁴ También aparecen el CBPP1 y el CBPP2, así como el Securities Markets Programme (SMP). Dado que ya están finalizadas las compras (el saldo vivo es el remanente a la espera de los vencimientos) y que su importancia es marginal, no los consideramos en este artículo, pero sí merecen la mención de que fueron

| Instrument | Outstanding amount ¹ (EUR millions) |
|--|--|
| Covered bonds purchase programme | 842 |
| Securities markets programme | 41,117 |
| Covered bonds purchase programme 2 | 2,911 |
| Covered bonds purchase programme 3 | 275,233 |
| Asset-backed securities purchase programme | 31,691 |
| Public sector purchase programme | 2,169,641 |
| Corporate sector purchase programme | 203,405 |
| Pandemic emergency purchase programme | 30,153 |

Tabla 1. Programas de compra de bonos del BCE (salvo vivo en millones de euros).

Fuente: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/html/index.en.html>

Me quiero centrar en este programa (CSPP), ya que es el que se menciona en la tercera columna de la figura 3. Si hemos comentado en el apartado anterior que los bancos deben ser los protagonistas en la financiación a PYMES y familias, en el caso de las medianas y, sobre todo, grandes empresas, deben ser los mercados de capitales; es decir, una compañía debe seguir teniendo acceso a los mercados mayoristas en los que emitir pagarés o bonos con vencimiento a medio y largo plazo. Y estas emisiones deben ser adquiridas por inversores privados vía fondos de inversión, mandatos de gestión, etc. Pero no cabe duda de que, también aquí, el BCE puede ejercer un papel decisivo. Así, adquiriendo más emisiones de renta fija privada⁵ ayudará a que los tipos de interés de financiación sean más bajos y a que las empresas cuenten con más liquidez para llevar a cabo proyectos de inversión o alargar los plazos de vencimiento de su financiación. De nuevo, el proceso es sencillo: el BCE crea base monetaria que se convierte en oferta monetaria mediante la compra de un bono con vencimiento a 5 años (por ejemplo) emitido por una empresa. Con este dinero, esta compañía realizará un proyecto de inversión o mejorará su estructura financiera haciendo frente así al impacto negativo de la crisis económica derivada de la COVID-19.

los primeros pasos del QE de BCE (julio de 2009, noviembre de 2011 y mayo de 2010, respectivamente).

⁵ Saldo vivo actual de 203.405 millones de euros, como se recoge en la tabla 1. Este programa se inició en junio de 2016 y fue el último componente del APP.

Y, por último, me sitúo en la parte central de la figura 3. Está claro que en esta crisis los Estados van a incurrir en un abultado déficit público que financiarán mediante la emisión de deuda pública. Una vez más, mismo planteamiento, ¿quién puede comprar esos bonos? Los inversores privados, sí, pero también, el BCE. No sería una novedad, ya que desde marzo de 2015 lo está haciendo a través del PSPP ya comentado. La novedad la encontramos en el *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP), anunciado el pasado 18 de marzo y puesto en funcionamiento en la última semana del mes. La capacidad de compra hasta final de año es de 750.000 millones que, junto con los 320.000 millones de euros anunciados vía APP, arroja la cifra del billón de euros. Esa es la cantidad de base monetaria que creará el BCE entre abril y diciembre de 2020 y que hará llegar a la economía real vía adquisición de deuda pública (es su mayoría) y renta fija privada con la intención de dinamizar el PIB. APP (con sus cuatro componentes) más PEPP son la materialización del QE del BCE que, junto con LTRO *brigde* y TLTRO, componen la munición de política monetaria no convencional con la que cuenta el BCE.

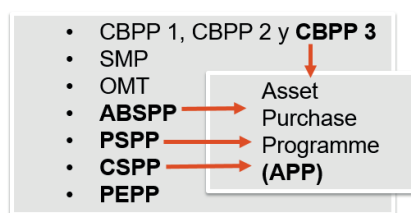


Figura 4. Programas del BCE de compra de bonos.
Fuente: elaboración propia. Nota: OMT nunca se activó.

En la figura 3 planteamos alternativas al BCE para la financiación de los Estados. Por un lado, la emisión de bonos de forma conjunta entre varios países, los denominados «coronabonos», y que serían un paso hacia adelante en el proceso de construcción de la Unión Monetaria Europea. Pero las probabilidades de que se lancen son, por el momento, muy reducidas. La otra posibilidad es acudir al Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera (MEDE) que, creado en 2012, está diseñado para proporcionar asistencia a los países de la zona del euro que sufren dificultades económicas o corren el riesgo de sufrirlas. El MEDE emite títulos de deuda para financiar préstamos y otras formas de ayuda financiera a los países de la UME. Es decir, el MEDE sería un sustituto de «prestamista de última instancia» del BCE. Pero dado que este va a prestar a los Estados vía APP y PEPP parece que tampoco se pondrá en marcha (no en vano, el

recurso al MEDE se podría asimilar a la petición de un «rescate», con el consiguiente estigma para el país que lo haga).

Conclusiones

La política monetaria no convencional se revela como clave para tratar de paliar los efectos económicos negativos del COVID-19. Si bien ya se comenzó a implantar en 2008, ahora se ha hecho de forma mucho más rápida (apenas unos días después del estallido de la pandemia) y contundente. El BCE ha creado medio billón de euros en algo menos de un mes (en los 10 años anteriores creó 3,7 billones) que ha canalizado hacia la economía real vía entidades crediticias (prestándolas el dinero), vía Estados (comprándoles los bonos con los que estos financian el déficit público) y vía mercados financieros (adquiriendo bonos emitidos por las grandes empresas). Se estima que en próximas semanas podrá emitir entre 1 y 1,5 billones de euros adicionales vía LTRO y TLTRO (préstamos a los bancos) y, sobre todo, con el APP y el PEPP. Los bancos tienen ante sí la oportunidad de convertirse en transmisores de la política monetaria no convencional que no tuvieron en la anterior crisis. Pero su «potencia de fuego» (ante su elevada capilaridad comercial) debe centrarse en PYMES y familias (muy necesitadas, por cierto). Las medianas y, sobre todo, las grandes empresas, deben seguir acudiendo al mercado de capitales, que no solo no debe menguar, sino crecer en estas circunstancias. El BCE debe ayudar a la «financiarización» de la economía, al menos para las grandes compañías y para su financiación ajena vía política monetaria no convencional. Luego vendrá otro debate, pero que excede del contenido de este artículo: ¿cómo fortalecer los fondos propios?

*David Cano Martínez**

Socio de Analistas Financieros Internacionales (AFI).
Director general de AFI Inversiones Globales, SGIC