

Análisis Económico

La política monetaria en la eurozona ante la COVID-19

Sonsoles Castillo / Rafael Doménech / Miguel Jiménez

17 de febrero de 2022

Durante la primera ola de la pandemia de la COVID-19, uno de los principales objetivos de las autoridades sanitarias fue lo que se denominó como “aplanar la curva” de contagios para evitar el colapso de los sistemas nacionales de salud. De forma similar, el BCE adoptó inmediatamente medidas extraordinarias de política monetaria muy contundentes, de manera coordinada con las autoridades fiscales, con las que “aplanar la curva” de sus efectos sobre la actividad y evitar un colapso económico y financiero, que hubiera tenido consecuencias muy duraderas sobre los países del Eurosistema. En este sentido, en la medida que se han evitado escenarios con un mayor coste económico y social, el balance puede considerarse positivo: la política monetaria del BCE ha contribuido a minimizar el impacto económico de la COVID-19 a corto y largo plazo, y evitar la activación de mecanismos de histéresis. El resultado ha sido positivo para el conjunto de la zona euro y ha favorecido particularmente a los países de la periferia, al eliminar cualquier indicio de fragmentación financiera y la reaparición del riesgo de ruptura del euro, como ocurrió durante la crisis de deuda soberana tras la Gran Recesión.

En un artículo recientemente publicado (Castillo, Doménech y Jiménez, 2021) repasamos las medidas de política monetaria adoptadas por el BCE como respuesta a la COVID-19, se evalúan sus efectos sobre los mercados financieros durante la pandemia, se examinan sus impactos cuantitativos sobre la actividad económica y se analizan los retos a los que se enfrenta el BCE, no sólo a corto plazo, en la fase de recuperación de la eurozona, sino también a medio y largo plazo. En línea con Castillo y Doménech (2019), estos retos tienen que ver con la ejecución de la política monetaria ante la nueva estrategia del BCE, el peso de los programas de compras de activos y medidas de liquidez como instrumentos de política monetaria, los riesgos sobre la estabilidad financiera de las posibles burbujas en los precios de activos, la interdependencia de la política monetaria y fiscal, la irrupción de las monedas digitales de los bancos centrales, la transición energética hacia una economía neutra en emisiones de gases de efecto invernadero, los efectos de la política monetaria en la distribución de la renta, o la reafirmación de la independencia del BCE ante los riesgos de dominancia fiscal o financiera.

Por lo que respecta a las medidas adoptadas como respuesta a la COVID-19, el BCE ha actuado de manera rápida, flexible y ágil, y ha ido recalibrando estas medidas en tiempo real y de forma anticipada, con carácter preventivo y optando por la estrategia de cubrirse ante escenarios más adversos, antes de que ocurrieran. Esta estrategia se ha llevado a cabo de manera integral con el objetivo de asegurar la liquidez a los bancos de la eurozona, de incrementar la capacidad de préstamo a los sectores más vulnerables, y de preservar la estabilidad financiera de la eurozona y de la economía global, con nuevos programas de emergencia de compra de bonos y de liquidez (PEPP y PELTRO), con la ampliación de los programas ya existentes (APP y TLTRO), con una política de comunicación y una orientación de la política monetaria en el futuro (*forward guidance*) con compromisos claros y certidumbre, así como con acuerdos con otros bancos centrales.

Los resultados de este amplio conjunto de medidas han sido hasta la fecha muy satisfactorios. El aumento de los tipos de interés en el mercado monetario al inicio de la pandemia fue reducido y transitorio. A diferencia de la crisis de deuda soberana de 2011 y 2012, los gobiernos de los países de la eurozona, incluidos los periféricos, no sólo

han tenido abiertos los mercados, sino que se han financiado a tipos muy reducidos y con primas de riesgo muy contenidas. Aunque los diferenciales de los bonos corporativos respecto a la deuda pública aumentaron casi 200 puntos básicos en la primera ola de la pandemia, en seguida volvieron a sus niveles previos. Por su parte, el riesgo bancario se ha comportado incluso ligeramente mejor que el crédito corporativo. Como consecuencia de este benigno entorno financiero, el mecanismo de transmisión de la política monetaria ha seguido funcionando correctamente y los tipos de interés de las nuevas operaciones de crédito han mostrado condiciones muy favorables para la financiación de empresas y hogares.

Aunque la evaluación cuantitativa del impacto directo sobre la economía real de las medidas extraordinarias adoptadas por el BCE para hacer frente a la crisis de la COVID-19 se enfrenta a diversos problemas de identificación, los resultados disponibles indican que estos efectos han sido económicamente relevantes, sobre todo en los países de la eurozona más vulnerables. En el caso concreto de España, como mínimo han evitado una caída adicional del PIB superior a 3 puntos porcentuales, al tiempo que sus efectos indirectos vendrían dados porque el BCE ha posibilitado la adopción de medidas fiscales de ámbito nacional (con un impacto de unos 8 puntos porcentuales en los momentos más álgidos de la crisis), cuyo margen de actuación habría sido mucho más limitado si la autoridad monetaria no hubiera asegurado la financiación de la deuda pública a tipos de interés incluso inferiores a los existentes antes de la pandemia. Adicionalmente, las medidas extraordinarias del BCE han abierto una ventana temporal de al menos dos años para que los países de la eurozona puedan llevar a cabo políticas de oferta y reformas con las que transformar sus economías y recuperar o incluso aumentar su crecimiento potencial tras la crisis de la COVID-19.

Una vez conseguido el objetivo de evitar escenarios de riesgo durante la recesión que hubieran dado lugar a una caída mayor de la actividad y del empleo, con unos efectos negativos sobre el bienestar más persistentes en el tiempo, hacia adelante el BCE se enfrenta al reto de gestionar acertadamente su política monetaria en la fase de recuperación, garantizando una salida de la crisis de la COVID-19 sin contratiempos, así como al de conseguir que esa gestión sea totalmente consistente con sus objetivos y con su nueva estrategia de política monetaria recientemente aprobada.

Bibliografía

Castillo, S. y R. Doménech (2019): ““El nuevo Banco Central Europeo”, en Á. Anchuelo, E. Feás y F. Steinberg (eds.), La Unión hace la fuerza: Europa ante los desafíos del siglo XXI, 137-152. <http://bit.ly/3Bs3Dwk>

Castillo, S., R. Doménech y M. Jiménez (2021): “La política monetaria en la eurozona ante la COVID-19.” Papeles de Economía Española, 170, 76-97. <http://bit.ly/3rR7JEB>

AVISO LEGAL

El presente documento no constituye una "Recomendación de Inversión" según lo definido en el artículo 3.1 (34) y (35) del Reglamento (UE) 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo sobre abuso de mercado ("MAR"). En particular, el presente documento no constituye un "Informe de Inversiones" ni una "Comunicación Publicitaria" a los efectos del artículo 36 del Reglamento Delegado (UE) 2017/565 de la Comisión de 25 de abril de 2016 por el que se completa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de servicios de inversión ("MiFID II").

Los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos u opiniones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA en su sitio web www.bbvarresearch.com.

INTERESADOS DIRIGIRSE A:

BBVA Research: Calle Azul, 4. Edificio La Vela – 4ª y 5ª planta. 28050 Madrid (España).
Tel.: +34 91 374 60 00 y +34 91 537 70 00 / Fax: +34 91 374 30 25
bbvarresearch@bbva.com www.bbvarresearch.com