

Políticas económicas frente a la COVID-19: ¿se romperán las fronteras de lo imposible?

Existen dos grandes diferencias entre la crisis actual en la eurozona y la crisis de 2009-2012. En primer lugar, el coronavirus y las medidas de confinamiento tomadas por los países de la eurozona suponen un *shock* económico mucho mayor que la crisis anterior. En 2009, el PIB de la eurozona cayó un 4,5% respecto a 2008, mientras que este año es muy posible que la caída sea dos veces más profunda. En segundo lugar, el impacto económico del coronavirus es bastante simétrico y afectará a todas las economías de la eurozona en un orden de magnitud similar. Estas dos características de la crisis actual justifican tanto mecanismos de distribución del riesgo entre países como la coordinación entre la política fiscal y la política monetaria.

Una respuesta diferenciada a nivel nacional

El tamaño de esta crisis ha dado paso a respuestas nacionales sin precedentes. Los gobiernos nacionales han adoptado una gran variedad de medidas cuya función es amortiguar el impacto de la crisis sobre las empresas y los hogares. En particular, destacan los programas de avales a créditos bancarios y líneas de crédito a través de bancos de desarrollo nacionales, las medidas temporales de ajustes de empleo (como los ERTE en España o el *Kurzarbeitgeld* en Alemania), los diferimientos de impuestos y, en algunos casos, los pagos directos a ciudadanos y las subvenciones directas a empresas. Estas medidas supondrán un gran aumento de la deuda pública de los países europeos. Por esta razón, la magnitud de la respuesta económica hasta ahora ha sido muy diferente entre los distintos países en función de la solidez de las cuentas públicas. En España e Italia, por ejemplo, tanto los programas de avales como el gasto directo han sido mucho más tímidos que en Alemania, que, entre otras medidas, ha anunciado garantías ilimitadas para préstamos a pymes.

Sin mecanismos de distribución del riesgo entre países europeos, esta diferencia entre las respuestas nacionales supone una distorsión del mercado único y puede conllevar una recuperación asimétrica y una profundización de las divergencias económicas en la eurozona que podría poner en riesgo la existencia misma de la unión monetaria.

La severidad del escenario requiere una respuesta coordinada en muchas dimensiones

La recuperación será más débil y lenta si no hay mecanismos que ayuden a que se produzca de manera sincronizada.¹ En ausencia de sincronización, los primeros países que empiecen a recuperarse se encontrarán con una demanda externa débil, tanto dentro de la eurozona como a nivel mundial. Además, las empresas seguirán lastradas por disrupciones en una cadena de suministros muy integrada a nivel europeo. Asimismo, sin una respuesta común, se puede producir una fragmentación financiera y económica entre los países de la UE y las diferencias en las respuestas a nivel nacional pueden comprometer la igualdad de oportunidades (*level-playing field*) en el mercado único europeo. Por ejemplo, la supervivencia de una empresa o las condiciones de acceso al crédito no solo dependerán de su solvencia y su competitividad, sino de si se encuentra establecida en una jurisdicción con un esquema de apoyos más o menos generoso. Los efectos políticos de una divergencia económica prolongada entre países tras la crisis también podrían ser nocivos para la eurozona, con un aumento del populismo en los países más afectados. En definitiva, una recuperación sincronizada a nivel europeo no es solo una cuestión de solidaridad entre países sino también de interés propio de cada país. Así, todas las economías se beneficiarían de una coordinación a nivel europeo.

El contexto actual también exige que la coordinación vaya más allá de una sincronización o respuesta común entre Estados: requiere una coordinación entre el sector público y el privado, y entre las distintas dimensiones de la política económica. Por un lado, si empresas y familias financian la merma de sus ingresos con excesivo endeudamiento, la carga de esta nueva deuda frenará la recuperación de la demanda y prolongará las dificultades. De ahí la importancia de que una parte significativa de las ayudas sean directas y no solo en forma de deuda. Además, el hecho de que sea el sector público quien absorba estos costes permitiría una movilización mayor de recursos, a menor coste y con deuda que venza a más largo plazo.² Por otro lado, la política fiscal y la monetaria también deben coordinarse para que, ante la perspectiva de que la deuda pública aumente sustancialmente a lo largo de la crisis de la COVID-19, se disipe cualquier duda sobre la sostenibilidad de la deuda y su carga se haga más llevadera y no comprometa el desempeño futuro de la economía.³

1. Según estimaciones del BCE, los estrechos vínculos económicos en Europa hacen que un incremento exógeno del 15% en la producción de las principales economías de la eurozona se amplifique; incluso a corto plazo, hasta un incremento del 20% en la producción del conjunto de la eurozona. Fabio Panetta, «Joint response to coronavirus crisis will benefit all EU countries», artículo de opinión en Politico.eu.

2. Endeudarse a más largo plazo facilita la distribución de los costes entre distintas generaciones, una estrategia necesaria ante impactos de gran magnitud y que cuenta con abundantes precedentes históricos, especialmente referidos a la financiación de guerras.

3. Como la eurozona ya aprendió en la crisis de la deuda pública de 2010-2012, las dudas sobre la sostenibilidad de la deuda endurecen las condiciones financieras, lo que ahonda en la debilidad de la economía. Por otro lado, la exigencia de una reducción demasiado rápida de la deuda puede conllevar una política fiscal sostenidamente restrictiva que dificultaría (e incluso podría comprometer) la recuperación y el desempeño futuro de la economía.

Una respuesta fiscal europea

El 25 de marzo, nueve jefes de Estado europeos (de Bélgica, Francia, Italia, Luxemburgo, España, Portugal, Grecia, Eslovenia e Irlanda) escribieron una carta al presidente del Consejo Europeo exigiendo una mutualización de la respuesta fiscal europea, respaldada por deuda común. La respuesta europea hasta ahora ha sido muy diferente. El 23 de abril, el Consejo aprobó una serie de medidas cuya función no es mutualizar los gastos contra la crisis del coronavirus, sino mutualizar el coste de financiación de las medidas nacionales. Así, el Consejo aprobó la creación de una nueva línea de crédito del Mecanismo Europeo de Estabilidad, la creación de un fondo cuya función sería prestar a los gobiernos nacionales para financiar las medidas temporales de ajustes de empleo (tipo ERTE), y un fondo de garantías para que el Banco Europeo de Inversiones pueda aumentar sus préstamos a empresas europeas. Estas medidas son positivas, ya que pueden reducir los costes de financiación de los países de la eurozona, pero son insuficientes porque no responden al principal problema: que algunos países no pueden tomar todas las medidas necesarias por miedo al aumento de la deuda pública que conllevan.

Por esta razón es crucial el Fondo de Recuperación Europeo, sobre el que todavía no se pudo poner de acuerdo el Consejo Europeo. Para que sea efectivo, este fondo deberá tener dos características esenciales: un tamaño suficiente (por lo menos un 10% del PIB de la eurozona o una cifra de un orden de magnitud similar al déficit público que alcanzarán la mayoría de los países este año) y un elemento redistributivo. La idea sería que este fondo, respaldado por garantías nacionales, pueda emitir deuda para luego invertir en los países más afectados por la crisis y así asegurar una recuperación simétrica. Aunque algunas de estas inversiones se puedan hacer bajo la forma de préstamos (a largo plazo y a tipos bajos) a los Estados miembros, será importante que una gran parte sean transferencias directas, para que la deuda de los países que las reciban no aumente demasiado y evitar que se ponga en cuestión su sostenibilidad.

La creación de un fondo con estas características sería un gran paso adelante para la eurozona, y por eso es tan políticamente complicado. La idea de transferencias directas y deuda común europea genera un profundo rechazo en los países más ricos del bloque. Además, si se aprobaran este tipo de medidas sin tener en cuenta su opinión, se correría el riesgo de que aumentase el

populismo antieuropeo en los países del norte, como ya ocurrió tras la última crisis con la creación de partidos como el AfD en Alemania. Efectivamente, parece poco factible políticamente ir hacia una verdadera unión fiscal, con poderes tributarios para la eurozona y un ministerio de finanzas europeo con un presupuesto significativo, y con la posibilidad de emitir eurobonos. Esto requeriría un nivel de unión política que por ahora es inexistente y para el que no hay consenso político. Pero esta crisis está demostrando la necesidad de que, como mínimo, haya un elemento de estabilización fiscal central, como el Fondo de Recuperación, que facilite la compartición de los riesgos, y un activo seguro europeo, como podría ser la deuda emitida por el Fondo. Es una cuestión de interés propio para todos los países y de estabilidad para la unión monetaria, no únicamente de solidaridad. Además, el Fondo de Recuperación podría llevar a cabo inversiones que ayuden a avanzar en los objetivos de la UE: la digitalización de la economía y la sostenibilidad verde y social. En un mundo con deudas nacionales elevadas, estos objetivos se podrían poner en cuestión.

Si la política fiscal europea no acaba dando un paso adelante y no se pone en marcha un mecanismo de estas características, la política monetaria tendrá que tomar el relevo. De momento, el BCE, a través de los programas de compras de activos, ha sido la institución europea que ha reaccionado a esta crisis de la forma más ágil y contundente. Como ilustra la tabla, se estima que las compras por parte del BCE de deuda soberana de los países de la eurozona en 2020 serán muy significativas; de hecho serán comparables al aumento del déficit previsto para este año. Sin

Compras de deuda pública por parte del BCE en 2020 e impacto de la COVID-19

(% del PIB nominal de 2019, excepto cuando se indica lo contrario)

	Compras estimadas	Compras en escenario de máximos	Impacto en el PIB real 2020 previsto por el FMI (%)	Clave de capital (% respecto al capital de los países de la eurozona)
Alemania	5,7 (5,2–6,3)	7,8	-8,2	26,4
Austria	5,4 (5,0–6,0)	7,5	-8,7	2,9
Bélgica	5,7 (5,3–6,3)	7,8	-8,2	3,6
España	7,1 (6,5–7,9)	9,7	-9,8	11,9
Francia	6,3 (5,8–6,9)	8,6	-8,4	20,4
Irlanda	3,6 (3,3–4,0)	5,0	-10,3	1,7
Italia	7,0 (6,5–7,8)	9,7	-9,7	17,0
Países Bajos	5,3 (4,9–5,9)	7,3	-9,1	5,9
Portugal	8,2 (7,5–9,1)	11,2	-9,6	2,3
Otros	7,5 (6,9–8,3)	10,3	-9,6	7,8

Nota: Las compras estimadas asumen que el 75% de las compras totales corresponden a deuda pública (en línea con lo visto en marzo de 2020). En el escenario de máximos, se asume que el APP y el PEPP destinan a deuda pública el 82% (acorde con el promedio desde junio de 2016) y el 100% de las compras, respectivamente. En ambas estimaciones, se asume que el 10% de las compras de deuda pública se destina a deuda de agencias supranacionales. El impacto de la crisis en el crecimiento del PIB real se calcula como la diferencia de la previsión de crecimiento para 2020 entre el WEO de octubre de 2019 y el WEO de abril de 2020.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de estimaciones propias, datos del BCE y previsiones del PIB del World Economic Outlook de Abril 2020 del FMI.

embargo, asumiendo que estas compras sean temporales, su función es contener de nuevo los costes de financiación de los Estados miembros y no mutualizar el gasto para contrarrestar esta crisis. Claro que estas compras se podrían ampliar y el BCE podría incluso mantener los bonos soberanos en su balance para siempre y, *de facto*, mutualizar y monetizar la deuda que ha comprado.⁴ De hecho, es posible que algunos líderes políticos prefieran esta opción, un tipo de mutualización «implícita» que pase más desapercibida para el electorado, a una mutualización explícita de la deuda vía la emisión de eurobonos, que podría ser más costosa electoralmente. Pero esto sería una estrategia arriesgada, ya que hay límites legales sobre las actividades del BCE y no se puede descartar que el Tribunal de Justicia Europeo declarase dicha actuación inconstitucional.

La coordinación entre las políticas fiscal y monetaria: tan necesaria como la preservación de la independencia

La independencia de los bancos centrales es uno de los pilares básicos para el buen funcionamiento de la economía. Las hiperinflaciones europeas del siglo XX y experiencias más recientes, como la de Venezuela, no dejan lugar a dudas: cuando las instituciones son frágiles y la política fiscal fuerza al banco central a monetizar los déficits públicos de forma recurrente, el crecimiento sostenido de la oferta monetaria acaba comportando una explosión de la inflación y acostumbra a terminar con un colapso de la economía.⁵ Sin embargo, no hay que confundir independencia con ausencia de coordinación entre política fiscal y política monetaria.

Raramente es deseable que las políticas fiscal y monetaria actúen en direcciones opuestas: cuando un banco central quiere combatir un escenario de inflación alta, necesita que el endurecimiento de la política monetaria vaya acompañado de una cierta contención fiscal (de no ser así, ambas políticas se estarían contrarrestando). Y viceversa: si en una fase de debilidad cíclica la política fiscal se vuelve restrictiva (por ejemplo, intentando contener el aumento de la deuda pública), en el fondo está ejerciendo un efecto contractivo sobre la economía que contrarresta la acción de la política monetaria.

Lo relevante, pues, es que la coordinación entre política fiscal y monetaria sea el resultado de decisiones libres, independientes y guiadas por los respectivos mandatos de las autoridades fiscales y monetarias. Por eso es clave un sistema institucional fuerte, capaz de permitir que la política monetaria dé cobertura a la política fiscal cuando, como es el caso, la severidad de la recesión económica requiera una expansión fiscal fuerte (con el consiguiente incremento de la deuda pública) y, a la vez, proteja al banco central de ataques a su independencia cuando, con la normalización de la actividad, sea necesario un endurecimiento de la política monetaria para evitar un aumento excesivo de la inflación.

Los bancos centrales con mayor independencia lideran la coordinación

Bajo la protección de estas instituciones fuertes, el Banco de Inglaterra ha ido tan lejos como abrir una línea de crédito directa para financiar las necesidades del Tesoro del Reino Unido.⁶ En principio se trata de una medida temporal y el Tesoro deberá haber reembolsado todo el crédito concedido antes de finales de año. En general, las medidas de la Fed, el BCE, el Banco de Japón y el Banco de Inglaterra han destacado por un incremento muy notable de las compras de deuda pública de sus jurisdicciones,⁷ una acción con la que anclan un entorno de bajos tipos de interés y dan cobertura a una expansión fiscal sin el temor a que esta genere dudas sobre la sostenibilidad de la deuda.⁸ Como si se tratara de un inversor más, el banco central recibe los pagos de intereses y, si vencen los bonos, del principal. Además, cuando el entorno económico mejore, el banco central puede vender estos activos y devolverlos al mercado. En este sentido, más que monetizar la deuda, las compras de activos por parte del banco central sirven para tranquilizar a los inversores y evitar un pánico en el mercado que, al endurecer las condiciones de financiación, acabe haciendo autocumplir sus temores de que la deuda no es sostenible. En otras palabras: evitan que la economía caiga en un mal equilibrio por el solo hecho de tener miedo a caer en él.

BCE: ¿más allá de los límites?

¿Son estas compras suficientes para acomodar la expansión fiscal y el incremento de la deuda pública? Por ejemplo, con las medidas anunciadas hasta el momento, el BCE realizará compras netas de activos cercanas al 9% del PIB de la eurozona: una cantidad

4. Bajo los programas de compras de activos PSPP y PEPP, hay una mutualización del riesgo en el 20% de las compras. En concreto, un 10% de las compras de deuda pública se destinan a deuda de instituciones europeas supranacionales, mientras que otro 10% lo implementa el BCE directamente. El 80% restante de compras las realiza cada banco central (que compra deuda de su propia jurisdicción) y sería este (y no el Eurosistema en su conjunto) el que asumiría unas posibles pérdidas.

5. El FMI estima que Venezuela sufrió una inflación del 65,374% y un déficit público del 30% en 2018, mientras que en 2019 el PIB se habría contraído un 35%. Por su parte, la oferta monetaria ha crecido un 350.000.000% en los últimos cinco años según datos del Banco Central de Venezuela.

6. En concreto, ha expandido la cantidad que el Gobierno puede disponer de la «Ways and Means Facility» (la cuenta corriente que el Tesoro tiene en el banco central) hasta una cifra que no ha trascendido.

7. Véanse los detalles en los Observatorios de la Fed y el BCE del 23 y 24 de abril en www.caixabankresearch.com.

8. Una manera más explícita de hacerlo es con el llamado *yield curve control*, que consiste en anunciar que el banco central comprará el volumen de deuda pública que sea necesario para mantener los tipos soberanos anclados en un objetivo dado. El Banco de Japón lo implementa desde 2016 para mantener los tipos de interés soberanos a 10 años al 0%.

muy notable y sin precedentes en la historia de la eurozona. Sin embargo, a lo largo de abril, cuando el BCE no solo había anunciado el estímulo sino que había empezado a implementarlo agresivamente, las primas de riesgo soberanas de la eurozona seguían relativamente elevadas, un indicio de la preocupación por la ausencia de una mayor acción conjunta de las autoridades europeas. La razón de dicha preocupación es que el grueso del estímulo fiscal sigue recayendo sobre los gobiernos nacionales y la severidad de las caídas previstas en la actividad sugiere un incremento sustancial de unos niveles de deuda pública que ya parten de niveles elevados. De hecho, como ilustra la tabla, la severidad del escenario es tal que incluso ha empequeñecido las compras anunciadas por el BCE: cuando se tienen en cuenta las restricciones de los programas en su configuración actual, se obtiene que, incluso en el mejor de los casos, el BCE no podrá absorber deuda pública de economías como Italia o España en más de un 10% de sus PIB, una cifra que parecía sobradamente abultada a inicios de la crisis de la COVID-19, pero que se puede quedar corta si las caídas del PIB acaban siendo mayores de lo que se prevé actualmente y si la recuperación es más gradual, de forma que los déficits no se reducen rápidamente después de este ejercicio.

Dinero «en helicóptero»: una opción inquietantemente adecuada

Como alternativa a las compras de activos, se ha propuesto una forma de coordinación mucho más directa y profunda: que el banco central compre la deuda pública necesaria para financiar el estímulo fiscal contra la COVID-19 de manera perpetua (es decir, que no exija su reembolso). Esta opción, popularmente conocida como «dinero en helicóptero» por el hecho de que supone que el banco central «regala dinero» a los ciudadanos (un dinero que puede distribuir el Gobierno) tiene, desde un punto de vista teórico, grandes atractivos para la situación actual.⁹ En primer lugar, supondría una inyección de liquidez a empresas y familias rápida de implementar y que podría compensar su caída de ingresos. En segundo lugar, es una solución en la que ni familias, ni empresas ni gobiernos quedan lastrados por la deuda (y, por lo tanto, esta no frena la recuperación de la demanda). Por último, en la medida en que sea una medida temporal y que solo se usa ante una emergencia muy severa, es posible que no redundara en repuntes indeseados de la inflación: la inyección se produciría en un momento de congelación de la actividad y, al reactivarse la economía, el banco central conservaría la independencia para ajustar la política monetaria según sea necesario para controlar la inflación. No obstante, incluso si se consiguiera que esta opción fuera factible, hay que tener en cuenta que la gobernanza de un estímulo de esta naturaleza sería muy complicada. La financiación monetaria de un estímulo fiscal fijaría un precedente y podría surgir una fuerte presión política para ir rebajando el listón de estas intervenciones –si son efectivas en estas circunstancias, ¿por qué no para causas tan dignas como la lucha contra la pobreza extrema?–. Una respuesta así también podría generar incentivos perversos: se pierden los incentivos a adoptar una política fiscal disciplinada (incluso cuando el ciclo lo permite) para construir un colchón de protección frente al embate de la próxima recesión. Incluso con una coordinación menos agresiva como, por ejemplo, unos programas de compras de deuda pública (en mercados secundarios) como los actuales, las consecuencias fiscales de la acción monetaria pueden condicionar la credibilidad, reputación e independencia de los bancos centrales: cuanta más deuda pública tenga el banco central en su balance, mayores serán las consecuencias fiscales de sus decisiones y, por lo tanto, mayor será la tentación a condicionar políticamente la actuación de la política monetaria. De ahí que, antes de que la COVID-19 sacudiera el escenario, las estrategias de bancos centrales como la Fed pasaran por ir reduciendo el tamaño de su balance paralelamente a unos incrementos de tipos muy graduales.

Coordinación o funambulismo

Con todos estos ingredientes, queda claro que la COVID-19 pone a las políticas económicas en una verdadera encrucijada: el golpe a la economía es tan mayúsculo que están exigidas a actuar de manera rápida, agresiva y coordinada. ¿Pero es posible hacerlo y que la independencia de los bancos centrales preserve su credibilidad? En Europa, una mayor ambición de la política fiscal a nivel comunitario ayudaría a aliviar la presión de tener que tomar soluciones más extremas. Si la película se queda con un único actor, el BCE, este cruzará la mayor caída del PIB mundial desde la Gran Depresión por un camino tan estrecho como el de un funambulista avanzando por la cuerda floja.

Álvaro Leandro y Adrià Morron Salmeron

9. Galí, J. (2020). *Helicopter money: the time is now*. Columna de VoxEU.org.