FOCUS · QE: el BCE surt a comprar

Gairebé un any després de l'anunci del QE, el conjunt de la zona de l'euro es troba en un escenari de creixement moderat, però sostingut, i amb una inflació al voltant de l'1% (un cop exclòs el preu de l'energia). Malgrat que hi ha discrepàncies entre països, és un escenari semblant a les previsions del mateix BCE un cop iniciat el QE. Llavors, per què Draghi es planteja ampliar el programa? Perquè, en el seu format actual, no s'implementa segons les previsions? O perquè el seu impacte no és l'esperat?

Després de l'adopció de polítiques monetàries heterodoxes el 2014, mitjançant els préstecs de les TLTRO i els programes de compres d'actius privats ABSPP i CBPP3,[1] al gener del 2015, el BCE va introduir el programa de compra d'actius públics (PSPP).[2] Així, el BCE es va comprometre a comprar actius de deute públic dels països de la zona de l'euro per valor de 50.000 milions d'euros mensuals (més 10.000 milions mensuals en els actius dels ABSPP i CBPP3).[3] Les compres es van iniciar al març del 2015 i continuaran, com a mínim, fins al setembre del 2016, tot i que el final del programa és indefinit i està subjecte a aconseguir que la inflació es dirigeixi cap a l'objectiu del 2%. Com ho mostra el gràfic, les compres han assolit cada mes el volum objectiu, llevat de l'agost, de manera que el programa es desenvolupa segons les previsions del BCE.

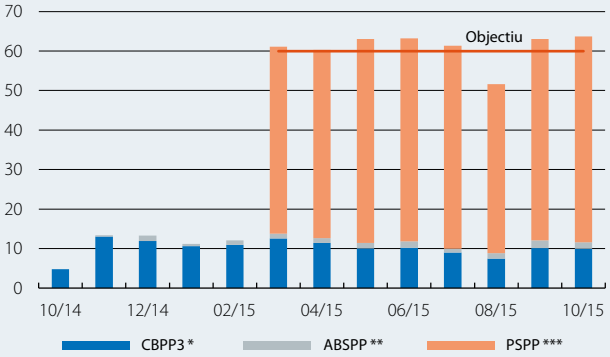
A més a més, l'impacte és positiu. Com veiem a la taula, les compres del BCE han aconseguit una compressió a la baixa dels tipus d'interès, que ha estat generalitzada i ha beneficiat, principalment, els països perifèrics. És mes, aquesta disminució dels tipus s'ha traduït en una reducció del cost del crèdit per a les empreses i per a les famílies. Per la seva banda, l'euro s'ha depreciat en relació amb les principals divises (principalment, en el primer semestre), i les previsions d'inflació han millorat. El creixement de l'activitat continua sent moderat i la inflació es manté feble, però l'experiència d'altres països ens indica que els efectes del QE sobre aquestes variables apareixen a mitjà termini. En qualsevol cas, una part de la feblesa de la inflació prové del baix preu del petroli, i cal destacar positivament que no hagi provocat una deflació generalitzada en altres béns i serveis. Finalment, l'anunci del QE també es va traduir en un augment del valor de les borses.

No obstant això, han sorgit nous riscos procedents de l'exterior (en concret, la desacceleració dels emergents i els efectes d'una propera pujada de tipus als EUA, davant la qual el BCE pot voler emfatitzar la divergència entre polítiques monetàries) que poden retardar l'abast de l'objectiu d'estabilitat de preus. Així, és possible que el BCE decideixi ampliar el QE en el propera reunió del desembre, amb l'objectiu de reforçar la dinàmica positiva que mostra la demanda domèstica i davant la menor embranzida que es podria esperar del sector exterior si es materialitzen els riscos. Aquesta ampliació del QE pot anar en diverses direccions: allargar-lo en el temps, augmentar el volum de compres mensuals o ampliar la llista d'actius que hi poden participar. A més a més, el BCE també podria reduir encara més el tipus sobre la facilitat de dipòsits. En qualsevol cas, atès que el QE es desenvolupa segons les previsions i que el comportament de l'economia s'ajusta a les expectatives, no sembla necessària una ampliació de gran magnitud. En aquest sentit, la decisió del BCE haurà de tenir en compte els límits sobre les compres que es va autoimposar i l'efectivitat que l'ampliació pot tenir en un entorn en què els tipus ja són molt baixos.

1. *Targeted long-term refinancing operations* (TLTRO), *asset-backed securities purchase programme* (ABSPP) i covered bond purchase programme 3 (CBPP3).
2. *Public sector purchase programme.*
3. A més a més, es van imposar límits del 25% sobre cada emissió (ampliat al setembre del 2015 al 33% per a la majoria d'actius) i del 33% sobre el total de les emissions per evitar que el BCE tingués poder de bloqueig en cas de reestructuració i que no influís excessivament sobre la formació de preus.

Compres mensuals del BCE

(Milers de milions d'euros)



Notes: ** Covered bonds purchase programme 3. ** Asset-backed securities purchase programme. *** Public sector purchase programme.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del BCE.*

Abans i després del QE: variació d'indicadors seleccionats

	Desembre 2014	Octubre 2015	Variació
Previsió Δ PIB 2016	1,1%[1]	1,7%[2]	0,6
Previsió Δ IPCA 2016	0,6%[1]	1,1%[2]	0,5
Tipus de canvi $/€	1,2331	1,1235	–8,89%
Tipus del deute perifèric a 10 anys[3]	1,92%	1,72%	–20 p. b.
Tipus del deute alemany a 10 anys	0,64%	0,55%	–9 p. b.
Cost del crèdit a les empreses (zona de l'euro)	2,45%	2,22%[4]	–23 p. b.
Eurostoxx 50	3.159,8	3.275,5	3,66%

Notes: *1. Consensus del 8/12/2014. 2. Consensus del 12/10/2015. 3. Mitjana ponderada del deute públic d'Espanya, Irlanda, Itàlia i Portugal. 4. Dada de setembre del 2015.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Consensus Economics, del BCE i d'Eurostoxx.*