

EL QE DEL BCE: CAUSAS Y EFECTOS

## Sobre la necesidad y la eficacia del QE del BCE

Desde el estallido de la crisis financiera global en 2008, los bancos centrales de los principales países desarrollados han adoptado una política monetaria ultraexpansiva. Tras reducir los tipos de interés a niveles cercanos a cero, recurrieron a instrumentos de política monetaria no convencionales, como la expansión cuantitativa (*quantitative easing*, o QE), o a estrategias de comunicación (*forward guidance*), con el fin de relajar, aún más, las condiciones crediticias y de liquidez. El Banco Central Europeo (BCE), que ha utilizado un amplio arsenal de instrumentos no ortodoxos para combatir primero la crisis financiera global y, más adelante, la crisis de deuda soberana de la eurozona, se había resistido a comprar deuda pública a gran escala hasta la fecha.<sup>1</sup> Sin embargo, el pasado 22 de enero, anunció la ampliación del programa de compras de activos e incluyó la deuda pública. ¿Qué ha motivado al BCE a lanzar este programa? ¿Hasta qué punto será efectivo el QE para relanzar la economía de la eurozona?

El objetivo final de un programa de expansión cuantitativa no difiere del que se persigue cuando el banco central reduce el tipo de interés de referencia. Ambas actuaciones pretenden estimular la demanda agregada mediante la reducción del tipo de interés que soportan familias y empresas para incentivarlas a consumir e invertir y, así, impulsar la actividad económica y la inflación. La diferencia radica en los canales de transmisión a la economía real. Mientras que, en el primer caso, se pretende reducir los tipos de interés de largo plazo a través de la reducción de los de corto, el QE pretende afectar directamente a los tipos de interés de largo plazo. Concretamente, cuando el banco central compra un determinado tipo de activo a gran escala, su rentabilidad baja, lo que incentiva a los inversores a recomponer su cartera con otros activos que ofrezcan rentabilidades más atractivas, de manera que el descenso del tipo de interés se traslada a activos más arriesgados.

Esta es la teoría. En la práctica, es prematuro llegar a conclusiones sobre la efectividad de las compras de deuda pública por parte del BCE, puesto que estas apenas han empezado. No obstante, los numerosos estudios que se han llevado a cabo en el ámbito de la economía estadounidense encuentran que el QE impactó de manera significativa en los precios de los activos financieros y en la deuda pública, bancaria y corporativa, así como en la revalorización de la bolsa (véase el artículo «El QE desembarca en la eurozona: una escala de largo plazo» del presente Dossier). La evidencia es menos concluyente respecto al efecto sobre la economía real, pero, en general, también se considera que las sucesivas rondas de QE evitaron una recesión más profunda en EE. UU. Con todo, la recuperación ha sido mucho más lenta de lo que se esperaba. Aunque existen múltiples explicaciones de tal languidez, uno de los factores que limitó la velocidad de recuperación en EE. UU. fue el elevado nivel de endeudamiento de los hogares y las empresas, que, al estar sumidos en un proceso de desapalancamiento, no respondieron a los estímulos monetarios de forma tan vehemente como en ocasiones anteriores. De ello se puede inferir que el proceso de desapalancamiento de la eurozona, que todavía no se ha completado en muchas de sus economías, limitará la efectividad del QE del BCE. Esta observación se enmarca en un debate más de fondo sobre las limitaciones de la política monetaria a la hora de generar crecimiento económico por la vía del estímulo de la demanda agregada y del crédito. Es decir, la efectividad de las políticas de demanda viene determinada tanto por la disposición de los agentes privados a aumentar el consumo y la inversión a base de endeudarse como por la disposición del sector bancario a asumir el riesgo (véase el artículo «La banca ante el QE: entre el deseo y la realidad» en este mismo Dossier para un análisis del papel del sector bancario). Además, la falta de crecimiento de la eurozona obedece, en gran medida, a un problema de oferta y no tanto de demanda. A este respecto, Mario Draghi no cesa de advertir, en sus comparecencias tras las reuniones del Consejo de Gobierno, que las actuaciones de política monetaria deben ir acompañadas de reformas estructurales que aumenten la actividad inversora, estimulen la creación de empleo e incrementen la productividad de las economías de la eurozona.

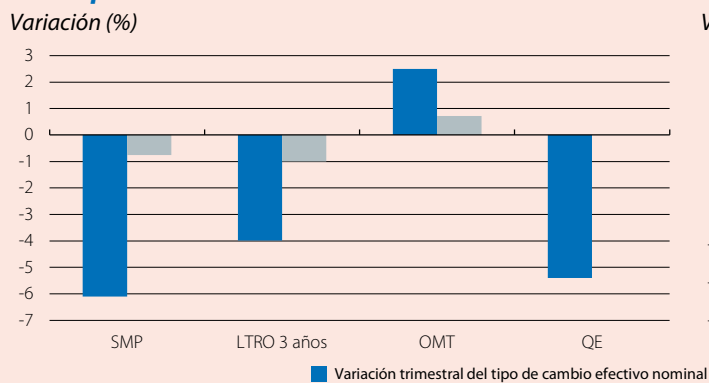
Por otro lado, a pesar de que la efectividad del nuevo programa no esté garantizada, el BCE, en cierto modo, se ha visto forzado a adoptarlo por el impacto que tuvieron sobre el tipo de cambio del euro las políticas monetarias ultraexpansivas del resto de economías desarrolladas. Según la teoría económica, cuando un banco central reduce el tipo de interés de referencia, el tipo de cambio tiende a depreciarse hasta que se equilibran las rentabilidades esperadas en los distintos países. En el caso de la expansión cuantitativa, el impacto sobre otras economías es potencialmente mayor dadas las importantes cantidades de liquidez que se inyectan al sector bancario y a los mercados financieros. En una economía globalizada, los flujos de capitales se mueven rápidamente a otras economías y ello puede conllevar movimientos bruscos en el tipo de cambio. Con todo, los bancos centrales acostumbran a justificar sus decisiones en clave interna, es decir, toman medidas de política monetaria para incidir principalmente sobre la demanda doméstica, y, por lo tanto, los efectos sobre el tipo de cambio se consideran una consecuencia inevitable de tales políticas, pero no un fin en sí mismo. Sin embargo, lo cierto es que las decisiones de política monetaria no solamente impactan la economía que las adopta, sino que sus efectos se sienten más allá de sus fronteras y la percepción por parte de los socios comerciales no siempre es positiva. Por ejemplo, algunas economías emergentes, como Brasil o China, cuyas monedas

1. El BCE compró deuda pública bajo el programa SMP (*Securities Market Program*) entre mayo de 2010 y septiembre de 2012 con el objetivo de restaurar el buen funcionamiento del mercado de deuda pública en aquellos países donde el elevado estrés no permitía la correcta transmisión de la política monetaria.

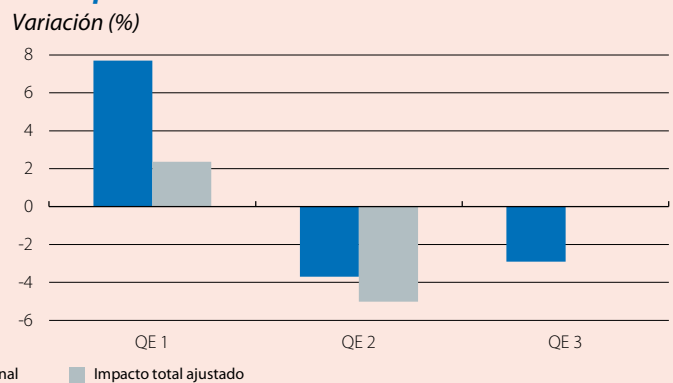
experimentaron una notable apreciación en 2010, acusaron a EE. UU. de iniciar una guerra de divisas. Más recientemente, el Banco Central de Japón ha sido objeto de críticas similares. En este sentido, existe una amplia evidencia sobre los beneficios de coordinar las políticas a nivel internacional, con el fin de evitar situaciones que podrían aumentar la volatilidad e incluso erosionar la credibilidad del propio banco central como las que provocaría una guerra de divisas en toda regla. Aun así, cabe señalar que el FMI (*Spillover Report 2011*) concluye que los efectos del QE de EE. UU. fueron positivos a nivel global, ya que la mejora de la situación cíclica de la economía estadounidense y de las condiciones financieras globales tuvieron un impacto positivo sobre sus socios comerciales que compensó con creces los efectos negativos generados por la depreciación del dólar.

Volviendo al caso europeo, entre agosto de 2012 y marzo de 2014, el euro se apreció un 9,9% en términos nominales efectivos. Un euro fuerte no solo afecta al nivel de competitividad, al encarecer las exportaciones domésticas, sino que también reduce el nivel de precios al abaratar las importaciones. Puesto que la inflación en la eurozona se encuentra en niveles muy bajos, al BCE no le ha quedado más remedio que lanzar su propio QE en aras de promover la estabilidad de precios. A su vez, la expansión cuantitativa en la eurozona genera presiones sobre otras economías para que también adopten políticas monetarias expansivas si quieren evitar que sus monedas se aprecien respecto al euro (véase el artículo «El dilema de los bancos centrales europeos ante las políticas del BCE» en este mismo Dossier). De este modo, uno de los canales a través del cual el QE del BCE podría estimular la economía es la depreciación del euro y el impulso que supondrá para el sector exportador de algunos países de la eurozona.<sup>2</sup>

### Eurozona: impacto de la política monetaria en el tipo de cambio del euro



### EE. UU.: impacto de la política monetaria en el tipo de cambio del dólar



**Nota:** El impacto total ajustado para la eurozona se estima a partir de Fratzscher, M., Lo Duca, M., Straub, R. (2014) «ECB Unconventional Monetary Policy Actions: Market Impact, international Spillovers and Transmission Channels», IMF. El impacto total ajustado para EE. UU. se estima a partir de Fratzscher, M., Lo Duca, M., Straub, R. (2013) «On the international spillovers of US Quantitative Easing», ECB working paper. No se disponen de estimaciones del impacto total ajustado del QE del BCE ni de la tercera ronda del QE de la Fed. La variación trimestral del tipo de cambio efectivo nominal es la variación entre dos meses antes y un mes después del anuncio de la política.

**Fuente:** "la Caixa" Research, a partir de datos de Thomson Reuters Datastream, el BCE y la Fed.

Al analizarse el impacto de las principales medidas de política monetaria adoptadas por la Fed y el BCE sobre el tipo de cambio efectivo nominal del dólar y del euro, respectivamente, se observa que dichas medidas han tendido a depreciar el tipo de cambio doméstico, tal y como predice la teoría (véase el gráfico anterior),<sup>3</sup> pero con dos excepciones notables: la primera ronda del QE de la Fed y el programa de transacciones monetarias directas del BCE (OMT, por sus siglas en inglés). En ambos casos, estas intervenciones marcaron un antes y un después a la hora de restaurar la confianza en las respectivas economías tras sufrir importantes *shocks* (la quiebra de Lehman Brothers en EE. UU. y la crisis de deuda soberana en la eurozona). Aunque la política monetaria era expansiva, la reducción de la aversión al riesgo propició un flujo de capitales hacia estas economías, lo que apreció sus monedas.

Los movimientos cambiarios como consecuencia de la política monetaria son, por lo tanto, considerables. Desde que, en abril de 2014, Mario Draghi empezó a manifestar de manera explícita que vigilaría el tipo de cambio del euro, el tipo de cambio efectivo nominal del euro inició una tendencia bajista, reduciéndose un 4,8% entre abril y diciembre. La depreciación del euro se ha visto reforzada, al inicio del 2015, por el anuncio del QE y por las expectativas de una subida de tipos de interés por parte de la Fed y del Banco de Inglaterra. Dicha depreciación será, por lo tanto, el principal canal impulsor de la economía de la eurozona, relanzando el sector exterior de algunos países, por un lado, y presionando al alza los precios de las importaciones, por el otro. Todo ello debería ayudar a conseguir el objetivo de estabilidad de precios que persigue el BCE.

Judit Montoriol-Garriga

Departamento de Macroeconomía, Área de Planificación Estratégica y Estudios, CaixaBank

2. Para un análisis detallado del efecto del tipo de cambio en las exportaciones de los distintos países de la eurozona, véase el Focus «La sensibilidad de las exportaciones de la eurozona ante los movimientos cambiarios» del *Informe Mensual* de diciembre de 2014.

3. Para cada una de las medidas, se grafica la variación del tipo de cambio entre dos meses antes y un mes después del anuncio de cada medida, así como el impacto total estimado por Fratzscher *et al.* (2013 y 2014). Estos estudios utilizan datos diarios para aislar el impacto de la política monetaria de otros efectos contemporáneos que podrían incidir en el tipo de cambio, teniendo en cuenta tanto el impacto del día del anuncio como los días de su implementación.