

FOCUS · QE: el BCE se va de compras

Casi un año después del anuncio del QE, el conjunto de la eurozona se encuentra en un escenario de crecimiento moderado, pero sostenido, y con una inflación alrededor del 1% (excluyendo el precio de la energía). Aunque hay discrepancias entre países, es un escenario parecido a las previsiones del propio BCE una vez iniciado el QE. Entonces, ¿por qué Draghi se plantea ampliar el programa? ¿Porque, en su actual formato, no se está implementando según lo previsto? ¿O porque su impacto no es el esperado?

Después de la adopción de políticas monetarias heterodoxas en 2014, mediante los préstamos de las TLTRO y los programas de compras de activos privados ABSPP y CBPP3,¹ en enero de 2015 el BCE introdujo su programa de compra de activos públicos (PSPP).² Así, el BCE se comprometió a comprar activos de deuda pública de los países de la eurozona por valor de 50.000 millones de euros mensuales (más 10.000 millones mensuales en los activos de los ABSPP y CBPP3).³ Las compras se iniciaron en marzo de 2015 y continuarán, al menos, hasta septiembre de 2016, aunque el fin del programa es indefinido y está sujeto a conseguir que la inflación se dirija a su objetivo del 2%. Como muestra el gráfico, las compras han alcanzado cada mes su volumen objetivo, excepto en agosto, de modo que el programa se está desarrollando según las previsiones del BCE.

Además, el impacto está siendo positivo. Como vemos en la tabla, las compras del BCE han conseguido una compresión a la baja de los tipos de interés, que ha sido generalizada y ha beneficiado, principalmente, a los países periféricos. Es más, esta disminución de los tipos se ha traducido en una reducción del coste del crédito a las empresas y familias. Por su parte, el euro se ha depreciado con respecto a las principales divisas (principalmente en el primer semestre) y las previsiones de inflación han mejorado. El crecimiento de la actividad sigue siendo moderado y la inflación se mantiene débil, pero la experiencia de otros países nos indica que los efectos del QE sobre estas variables aparecen a medio plazo. En cualquier caso, parte de la debilidad de la inflación proviene del bajo precio del petróleo, y hay que destacar positivamente que no haya provocado una deflación generalizada en otros bienes y servicios. Por último, el anuncio del QE también se tradujo en un aumento del valor de las bolsas.

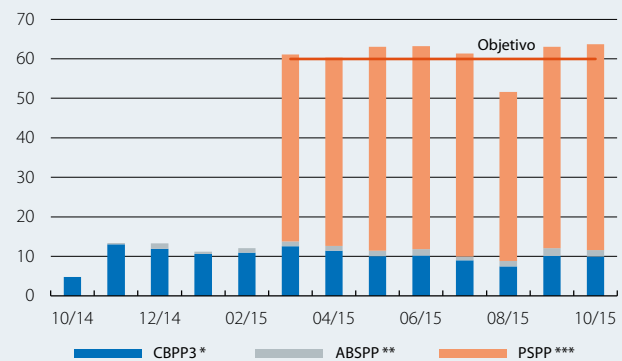
Sin embargo, han surgido nuevos riesgos procedentes del exterior (concretamente, la desaceleración de los emer-

1. Targeted long-term refinancing operations (TLTRO), asset-backed securities purchase programme (ABSPP) y covered bonds purchase programme 3 (CBPP3).
2. Public sector purchase programme.
3. Además, se impusieron límites del 25% sobre cada emisión (ampliado en septiembre de 2015 al 33% para la mayoría de activos) y del 33% sobre el total de las emisiones para evitar que el BCE tuviera poder de bloqueo en caso de reestructuración y que no influyera excesivamente la formación de precios.

gentes y los efectos de una próxima subida de tipos en EE. UU., ante la cual el BCE puede querer enfatizar la divergencia entre políticas monetarias) que pueden retrasar el alcance del objetivo de estabilidad de precios. Así, es posible que el BCE decida ampliar el QE en su próxima reunión de diciembre, con el objetivo de reforzar la dinámica positiva que muestra la demanda doméstica y frente al menor empuje que cabría esperar del sector exterior si se materializaran los riesgos. Esta ampliación del QE puede ir en diversas direcciones: alargarlo en el tiempo, aumentar el volumen de compras mensuales o ampliar la lista de activos que pueden participar en él. Además, el BCE también podría reducir aún más el tipo sobre la facilidad de depósitos. En cualquier caso, dado que el QE se está desarrollando según lo previsto y el comportamiento de la economía se ajusta a las expectativas, no parece necesaria una ampliación de gran magnitud. En este sentido, la decisión del BCE deberá tener en cuenta los límites sobre las compras que se autoimpuso y la efectividad que la ampliación puede tener en un entorno en el que los tipos ya son muy bajos.

Compras mensuales del BCE

(Miles de millones de euros)



Notas: * Covered bonds purchase programme 3. ** Asset-backed securities purchase programme. *** Public sector purchase programme.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BCE.

Antes y después del QE: variación de indicadores seleccionados

	Diciembre 2014	Octubre 2015	Variación
Previsión Δ PIB 2016	1,1% ¹	1,7% ²	0,6
Previsión Δ IPCA 2016	0,6% ¹	1,1% ²	0,5
Tipo de cambio \$/€	1,2331	1,1235	-8,89%
Tipo de deuda periférica a 10 años ³	1,92%	1,72%	-20 p. b.
Tipo de deuda alemana a 10 años	0,64%	0,55%	-9 p. b.
Coste del crédito a las empresas (eurozona)	2,45%	2,22% ⁴	-23 p. b.
Eurostoxx 50	3.159,8	3.275,5	3,66%

Notas: 1. Consensus del 8/12/2014. 2. Consensus del 12/10/2015. 3. Promedio ponderado de la deuda pública de España, Irlanda, Italia y Portugal. 4. Dato de septiembre de 2015.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Consensus Economics, BCE y Eurostoxx.