FOCUS · El impacto macroeconómico del QE

Un año después de iniciar el programa de compra de activos públicos (QE), el BCE ha decidido ampliarlo basándose, entre otras razones, en que el QE está cumpliendo con su cometido de estimular la economía. En anteriores Focus, hemos visto cómo la implementación del programa se ha desarrollado según lo previsto por el BCE.[1] A continuación, analizamos el impacto macroeconómico del programa para responder a las preguntas: ¿funciona el QE?, y ¿es necesario ampliarlo?

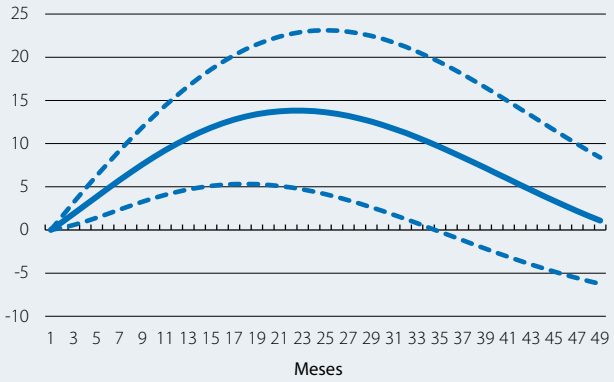
El efecto más inmediato del anuncio y la implementación del QE a partir del primer trimestre de 2015 ha sido una compresión a la baja de los tipos de interés. Ello se ha traducido en una reducción del coste del crédito a las empresas y los hogares y en una depreciación del euro respecto a los principales socios comerciales de la eurozona. Así, el QE estimula la economía tanto con un empuje a la demanda interna como haciendo más competitivas las exportaciones europeas al resto del mundo.

Para cuantificar el alcance macroeconómico del QE, partimos de las relaciones históricas entre la tasa de crecimiento del PIB, la inflación y el tipo de interés de referencia del BCE para calcular el impacto de una relajación monetaria.[2] Como muestra el gráfico, según nuestros cálculos, una reducción del tipo de interés de 25 p. b. produce un aumento gradual de la tasa de crecimiento del PIB hasta un máximo de unos 13,75 p. b. adicionales al cabo de unos dos años. ¿Cómo podemos extrapolar esta magnitud a la repercusión del QE? Tras la reunión del BCE del 3 de diciembre de 2015, Mario Draghi desveló que los resultados conseguidos con el QE eran equivalentes a los que hubiera producido una reducción del tipo refi de 100 p. b. Así, extrapolando las magnitudes estimadas, nuestros cálculos indican que el QE puede llegar a añadir 55 p. b. a la tasa de crecimiento interanual del PIB a finales de 2017 (el efecto acumulado situaría el PIB un 1% por encima). No obstante, aunque la repercusión del QE sobre la economía sea equivalente al de una reducción del tipo refi de 100 p. b., las medidas para conseguir este impacto han ido mucho más allá. Como ya vimos en un Focus anterior,[3] el llamado «tipo sombra» resume las medidas no convencionales en un tipo de interés equivalente al refi. De hecho, señala que el QE habría producido una expansión monetaria equivalente a una reducción del tipo refi de unos 380 p. b. De este modo, los datos podrían sugerir que, en el entorno actual, una reducción del tipo refi de 380 p. b. tiene el mismo impacto macroeconómico que el que tenía una disminución de *solo* 100 p. b. en tiempos normales. Una posible explicación para esta discrepancia es que la transmisión de la política monetaria pierda fuerza cuando los tipos ya son muy bajos. Por ejemplo, en los niveles actuales, es difícil que el coste del crédito a las empresas y familias disminuya mucho más sin comprometer la solvencia del sector bancario, que es el transmisor de la política monetaria. Además, también es posible que la volatilidad financiera con la que ha coexistido el QE le haya restado eficacia.

En suma, nuestras estimaciones muestran un impacto positivo y significativo del QE.[4] Sin embargo, también indican que el efecto sobre la macroeconomía no es inmediato y que el impacto máximo aparece al cabo de unos dos años. Por ello, es importante que el BCE y los mercados sean pacientes y den tiempo a que las medidas surtan efecto. Respondiendo a nuestras preguntas iniciales, el QE tiene la capacidad de dar un fuerte impulso a la actividad, pero precisamente por esta razón es importante dejar que la economía disponga de tiempo para absorber la importante relajación de la política monetaria que se produjo en 2015.

Crecimiento del PIB: respuesta a una reducción de 25 p. b. del tipo de interés

(p. b.)



Nota: *Las líneas discontinuas representan un intervalo de confianza al 80%.*
Fuente: *CaixaBank Research.*

QE: cambios en las variables macro seleccionadas

Cambios observados	Periodo de referencia	Variación
Tipo de cambio real efectivo	Dic. 2014 - Feb. 2016	–6,80%
Coste del crédito*		
Periferia	Dic. 2014 - Ene. 2016	–47%
Núcleo	Dic. 2014 - Ene. 2016	–23%
Estimaciones propias		
ΔPIB**	Ene. 2016 - Dic. 2017	97,44 p. b.

Notas: ** Núcleo incluye a Bélgica, Alemania, Holanda, Francia y Austria, periferia a España, Irlanda, Italia y Portugal. ** Respuesta según un modelo VAR.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del BCE.*

1. Véase el Focus «QE: el BCE se va de compras» en el IM12/2015.
2. Estimamos un modelo de vectores autorregresivos con la tasa de crecimiento interanual del PIB trimestral, la inflación interanual subyacente y el tipo de interés sombra entre diciembre de 1999 y diciembre de 2015.
3. Véase el Focus «Descubriendo la política monetaria en la sombra» en el IM02/2016.
4. El análisis interno del propio BCE señala unos efectos parecidos: un aumento del PIB de un 1% entre 2015 y 2017 y un aumento de la inflación de 50 p. b. en 2016 y de 33 p. b. en 2017.