



Universidad
Zaragoza

Trabajo Fin de Grado

La expansión cuantitativa: su implantación en
Europa

Quantitative Easing: its implementation in Europe

Autor:

Sergio Rambla Marco

Director:

José María Serrano Sanz

Facultad de Economía y Empresa. Universidad de Zaragoza

2020

INFORMACIÓN Y RESUMEN

Autor del trabajo: Sergio Rambla Marco

Director del trabajo: José María Serrano Sanz

Título del trabajo: La expansión cuantitativa: su implementación en Europa.

Title: *Quantitative Easing: its implementation in Europe*

Titulación: Grado en Economía

Resumen: Tras la quiebra de Leman Brothers en 2008, la economía global se vio afectada por una fuerte recesión. La situación fue tan grave que las políticas monetarias convencionales no fueron suficientes para combatir esta crisis, por lo que los Bancos Centrales tuvieron que recurrir a políticas menos tradicionales como la *Quantitative Easing* (QE) para minimizar el shock producido. Las herramientas tradicionales dejaron de ser eficaces debido al escenario de tipos 0% donde nos encontramos, es por ello que entidades como el BCE han incrementado sus programas de compras de activos con el objetivo de estabilizar los mercados financieros y los tipos de interés de largo plazo, entre otros, aunque a día de hoy todavía existen dudas acerca de los efectos que esta estrategia no convencional de política monetaria pueda tener en el futuro.

Abstract: After the collapse of Leman Brothers in 2008, the global economy was hit by a severe recession. The situation was so serious that conventional monetary policies were not enough to combat this crisis, so Central Banks had to resort to less traditional policies such as Quantitative Easing (QE) to minimize the shock. The traditional tools ceased to be effective due to the 0% rate scenario where we find ourselves, which is why entities such as the ECB have increased their asset purchase programs with the aim of stabilizing financial markets and long-term interest rates, among others, although today there are still doubts about the effects that this unconventional monetary policy strategy may have in the future.

Keywords: *Quantitative Easing*, Banco Central, Política Monetaria, tipos de interés, inflación, *Tapering*.

Índice

1. Introducción.....	4
2. Política Monetaria.....	6
2.1. Política Monetaria convencional.....	6
2.2. Política Monetaria no convencional.....	8
3. La Expansión Cuantitativa (QE).....	11
3.1. Qué es la Expansión Cuantitativa.....	11
3.2. Compra de Activos Financieros y cambios en los balances.....	13
3.3. Implantación de la QE en Europa.....	16
3.3.1. Desarrollo de la compra de Activos por parte del BCE.....	17
3.3.2. Análisis de la inflación.....	24
3.4. Efectos económicos sobre los mercados.....	26
3.5. Consecuencias políticas.....	30
4. Consecuencias del <i>Tapering</i>.....	32
5. Conclusiones.....	36
6. Bibliografía.....	38

1. Introducción

El objetivo principal de este trabajo es analizar la estrategia de política monetaria no convencional denominada como Expansión Cuantitativa (QE), incidiendo principalmente en el desarrollo que ha tenido en la Unión Europea además de los efectos que ha tenido tanto sobre la inflación como en los mercados, entre otros.

La expansión cuantitativa es una compleja política monetaria no convencional llevada a cabo por varios Bancos Centrales en distintos países y uniones económicas, con el objetivo principal de reactivar y relanzar la economía en un momento donde las estrategias convencionales han dejado de surtir efecto dado el contexto de tipos 0% donde nos encontramos, haciendo que las herramientas tradicionales utilizadas hasta el momento hayan dejado de ser lo suficientemente servibles para combatir una crisis financiera que comenzó hace doce años y que, para más inri, las consecuencias que arrastramos desde 2008 han chocado ahora con una crisis pandémica mundial en la que llevamos inmersos cerca de diez meses y que no tiene una fecha predeterminada para su finalización.

La QE se trata de una política monetaria no convencional, relativamente reciente y que ha generado un intenso debate sobre la necesidad de su implementación y de su eficacia real en los mercados, es por ello que me gustaría analizar desde la compra de activos financieros y cambios en los balances que han sufrido los Bancos Centrales, pasando por el desarrollo de esta estrategia que ha llevado a cabo el Banco Central Europeo dentro de la Unión Monetaria Europea, los efectos que ha tenido sobre los objetivos de inflación que tiene el BCE, además de los efectos económicos que ha tenido sobre los mercados y finalizando con las consecuencias tanto políticas como las derivadas de su posible finalización (*Tapering*).

A diferencia de otros Bancos Centrales como puede ser la Reserva Federal en Estados Unidos, el BCE llevó con cautela los primeros años desde 2008 las medidas de política monetaria expansiva para impedir que a países donde la crisis no les afectó tanto se vieran perjudicados con presiones inflacionistas. El BCE tiene un objetivo principal, la estabilidad de precios, es decir, mantener un nivel de inflación cercano al 2%, además de la estabilidad también de los niveles e indicadores macroeconómicos en cada país miembro de dicha unión monetaria, dicho objetivo cercano al 2% permite resguardarse de una gran inflación o deflación mientras se admite el crecimiento tanto de la economía como del empleo.

El miedo a la tensiones generadas mediante el índice general de precios provocó que el BCE se centrara más en el objetivo del 2% que en el objetivo del pleno empleo, es por ello que países de la periferia donde España se encuentra, se sufriera de forma más grave las consecuencias provocadas por la crisis de 2008.

Las principales economías que han aplicado programas como la QE han sido Japón, Estados Unidos y Europa entre otras, aunque en cada país o unión económica se ha llevado a cabo según las diferentes necesidades. A pesar de la peculiaridad de cada situación, todos los programas se han caracterizado por haber tenido una gran dimensión y por haber desencadenado un gran periodo de incertidumbre al ser la primera vez que se ha visto la puesta en marcha de un programa de tales dimensiones, además, los Bancos Centrales han ido ajustando los diferentes subprogramas a la situación económica y a la coyuntura existente en cada momento sin tener muy claras las posibles consecuencias que puedan llegar a darse en un largo plazo.

Un elemento que ha sido clave en la puesta en marcha de la QE ha sido la comunicación de las medidas llevadas a cabo por los distintos Bancos Centrales, los cuales han sido muy cautelosos a la hora de llevar a cabo los programas en todo momento, sabiendo manejar las expectativas para evitar el pánico, y sobre todo, para no perder la credibilidad en las diferentes instituciones y puesta en marcha de las medidas.

2. Política Monetaria

2.1 Política monetaria convencional

La política monetaria convencional es aquella que ha seguido el BCE desde su creación en 1998 hasta el inicio de la gran crisis financiera surgida en 2007. Recibe este nombre debido a la utilización de instrumentos convencionales usados en la Eurozona durante el periodo de moderación, cuando se creía que solo con el uso de los tipos de intervención se podía actuar sobre la economía tanto de forma expansiva como contractiva además de corregir los shocks que se pudiesen producir a lo largo del tiempo. Estos instrumentos utilizaban principalmente el tipo de interés a corto plazo para fijar lo que es el objetivo primario del BCE, la estabilidad de precios.

De este modo, el BCE puede controlar los tipos de interés para que se mantengan en torno a unas bandas, consiguiendo así su objetivo de política monetaria. En efecto, mediante este control de los tipos de interés, el BCE puede influir en la economía real mediante el mecanismo de transmisión del canal de tipos de interés. Este proceso se lleva a cabo de la siguiente manera: si se modifican los tipos de interés, cambian las condiciones de financiación de los distintos bancos comerciales, los cuales abaratarán o encarecerán esa financiación al público objetivo final en función de si los tipos han bajado o han subido, de forma inminente, este cambio en las condiciones de financiación afectará a los costes de obtener un crédito por parte de los clientes de estas entidades bancarias, por lo que acabará influyendo también en la demanda agregada debido al cambio que puede llegar a producirse tanto en el consumo como en la inversión, provocando además un cambio en el nivel de precios.

En especial, esta estrategia es la que principalmente ha llevado a cabo el BCE desde su fundación en 1998 hasta el inicio de la crisis financiera de 2008, siendo esta la forma en la que los tipos de interés suben o bajan en función de los objetivos que se tengan para realizar así las políticas económicas consecuentes, ya sean expansivas o contractivas en

función de las diferentes situaciones económicas y de la coyuntura general que exista en cada momento.

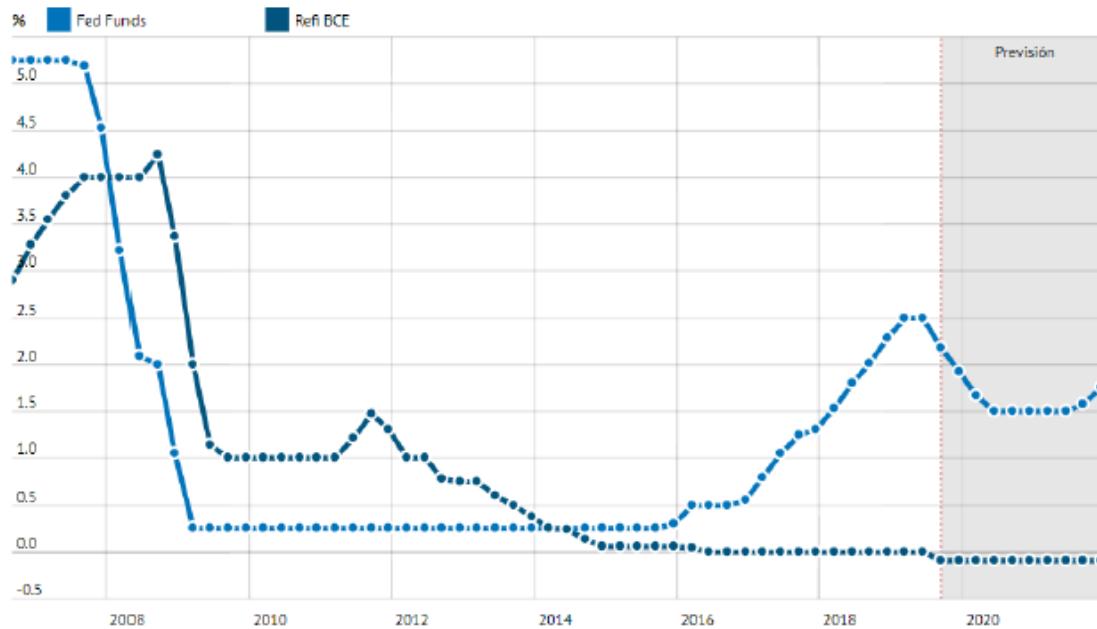
En los años previos a la crisis financiera de 2008 y hasta 2015, en un período de expansión y bonanza económica, nos encontramos con políticas en las que fue necesario aumentar los tipos de interés para intentar contener el sobrecalentamiento de la economía debido a presiones inflacionistas que hacían peligrar el objetivo de estabilidad de precios marcado por el BCE. Durante los primeros años de este siglo, se produjo un gran aumento del crédito debido a los bajos tipos de interés que reinaban en los mercados financieros, unido esto a la progresiva desregulación que se produjo en el sector bancario, se fueron formando burbujas financieras en los distintos países, lo que hizo que la crisis de 2008 fuese ya inevitable. Con la caída de Leman Brothers, sumando esto a la falta de liquidez de los bancos y la pérdida de confianza en los distintos agentes económicos, se generó un aumento de la morosidad que conllevaría varias quiebras bancarias que con efecto dominó acabarían llevándose por delante gran parte del sistema productivo de los distintos países, afectando tanto a la demanda como a la oferta; con todo lo anterior, en 2008 comenzó la Gran Recesión, y con ella, comenzarían a darse los primeros pasos en cuanto a políticas monetarias no convencionales, teniendo como origen la FED en EEUU.

2.2 Política monetaria no convencional

Tras la crisis financiera de 2008 la política monetaria cambió de forma radical, ante una crisis dinámica fue necesario recurrir a distintas estrategias y herramientas monetarias para intentar frenar las consecuencias que dicha crisis estaba ocasionando sobre los diferentes sectores de la economía. Hasta ese momento, los bancos centrales habían puesto su objetivo en el control de los tipos de interés de intervención continuando con una política monetaria convencional, pero el shock financiero que se produjo con esta crisis dejó en evidencia el uso de las herramientas convencionales, su utilización había llegado a un punto de agotamiento y no retorno por lo que hacían falta nuevas estrategias capaces de revertir la situación de estancamiento en la que se encontraban la mayoría de países, por lo que los bancos centrales decidieron recurrir al uso de medidas no convencionales. Esto se debió también a que el uso de los tipos de interés como herramienta había llegado a tal punto que sus variaciones apenas tenían efecto sobre la economía real, dichos tipos de interés habían llegado a su límite inferior, denominado también “zero lower bound”, haciendo imposible que las políticas monetarias de carácter expansivo tuvieran algún efecto para hacer frente a los problemas tanto en los mercados financieros como monetarios.

Las medidas de política monetaria no convencionales se reservan principalmente para cuando la vía tipo de interés ya no tiene más margen, es decir, cuando el límite de este tipo de interés llega al 0%. En este tipo de situaciones que pueden darse en crisis largas y con recesiones profundas, está considerado el uso de otras políticas monetarias de carácter expansivo como pueden ser las no habituales. Esto sucede debido a que, una vez se llega al límite del 0%, las políticas vía tipos de interés pierden sentido ya que los agentes, al no obtener rendimientos por sus ahorros, prefieren mantener efectivo antes que prestar sus fondos. Además, no solo queda eliminada la capacidad de los bancos centrales de reducir los tipos de interés reales, sino que el mantenimiento de este efectivo en manos de los agentes aumenta la probabilidad de que se den situaciones donde las expectativas macroeconómicas se vean alteradas por una situación deflacionista, cosa que haría empeorar la recuperación económica generándose nuevas presiones deflacionistas, entrado así en una espiral de la que es muy difícil salir.

Gráfico 1 - Evolución tipos de interés de referencia:



La pérdida de efectividad de las políticas monetarias convencionales vía tipos de interés como son las convencionales no fue el único problema que se dio con la crisis financiera de 2008, a parte de los problemas propios que tenía principalmente el sistema bancario debido en gran parte a las liberalizaciones producidas años anteriores, uno de los más importantes fueron las restricciones crediticias, haciendo que la transmisión tradicional de política monetaria quedase anulada y sin margen de maniobra.

La crisis y posterior recesión económica afectó de manera notable a los precios de distintos activos, reduciéndolos de tal manera que generaron a las entidades financieras graves problemas de solvencia empeorando todavía más su capacidad para actuar como mediadores o transmisores de la política monetaria.

En este contexto, los bancos centrales comenzaron a actuar como prestamistas ofreciendo liquidez, en principio a corto plazo, con el fin de estabilizar los mercados, estas inyecciones de liquidez no solo iban destinadas a los bancos comerciales, sino que también tenían como objetivo otros agentes como podían ser los gobiernos de los distintos países.

Uno de los instrumentos de política monetaria no convencional más usados y que más repercusión ha tenido ha sido la adquisición por parte de los bancos centrales de activos financieros, aumentando el tamaño de sus balances, y por ende, aumentando la base monetaria. Este procedimiento lleva el sobrenombre de “Quantitative Easing, QE” o expansión cuantitativa. Una vez comenzado este período de compras de activos, el banco central da a entender que los tipos de interés van a permanecer bajos durante un largo periodo de tiempo. Si la estrategia de QE que se está llevando a cabo en determinado momento es suficientemente agresiva y tiene una duración importante en el tiempo, podría tener efectos sobre la efectividad de las políticas fiscales expansivas, por lo tanto, una política monetaria de este tipo podría mantener los tipos de interés de los bonos de deuda soberana reducidos facilitando el endeudamiento de los distintos países, y por ende, la capacidad de estos de llevar a cabo políticas fiscales expansivas con un coste mucho menor.

3. La expansión cuantitativa QE

3.1 ¿Qué es la expansión cuantitativa (QE)?

La Expansión Cuantitativa (en adelante QE) es una política monetaria expansiva de mercado abierto, con la que se inyecta dinero en el mercado, incrementando la Oferta Monetaria, por medio de compras masivas de valores representativos de deuda soberana u otros del mismo tipo existentes en el mercado, con el objetivo de aumentar la concesión de crédito, incrementar la demanda y con ello intentar reactivar la economía. A través de los “primary dealers” o comerciantes primarios, básicamente bancos y brokers, que venden o compran valores de deuda directamente al Estado (mercado primario) y se encargan de dar liquidez al mercado mediante la participación en subastas distribuyendo valores del Tesoro además de mantener la liquidez del mercado secundario de deuda marcando los precios de oferta y demanda.

Como se ha descrito anteriormente, la expansión cuantitativa es una política monetaria considerada no convencional que trata de estimular la economía tras períodos prolongados de crisis y cuando se ha visto que otras políticas monetarias se han mostrado poco eficaces, el empleo de este instrumento por parte del BCE es bastante reciente, pero otros bancos centrales como pueden ser la FED (EEUU), el BoE (Bank of England) o incluso el Nippon Ginko (Japón) ya habían utilizado esta herramienta en otras crisis o situaciones límites.

Con respecto al Banco Central Europeo, la QE es un programa de compra de deuda desarrollado por el mismo banco que empezó a ponerse en práctica desde 2015 para ayudar a impulsar la inflación en la eurozona hasta el objetivo que tiene fijado el BCE en Europa que es del 2%. Bajo el paraguas de esta operación, el banco central europeo comenzó a adquirir desde marzo de 2015 títulos de deuda pública y privada, principalmente pública, por valor de unos 60.000 millones de euros mensuales.

Este organismo inició el programa pudiendo comprar deuda con intereses negativos hasta la referencia marcada por la facilidad de depósitos bancarios, la cual entonces estaba fijada en el -0,2% aunque posteriormente se rebajó esa referencia hasta el -0,3% e incluso hasta el -0,4%.

En abril de 2016 el BCE aumentó su presupuesto mensual de compra de bonos hasta los 80.000 millones de euros intentando conseguir un ajuste sostenido de la senda de inflación que sea compatible con el objetivo del 2% marcado por las autoridades europeas. El BCE comenzó a adquirir estos títulos de deuda pública y privada emitidos por Gobiernos u otras instituciones de la Zona Euro con vencimientos de entre 2 y 30 años, estas adquisiciones no se llevan a cabo en subastas de los Tesoros de cada país, sino a través del mercado secundario. Fue a partir de junio de 2016 cuando también comenzó a adquirir bonos emitidos por empresas no financieras. Esta medida, a parte de intentar aumentar los niveles de inflación en la eurozona, también buscaba desmotivar la inversión en la deuda pública al reducir los intereses de estos bonos, e intentar canalizar el dinero hacia otras inversiones más rentables para la economía productiva.

Centrándonos en el caso del BCE, esta medida de política monetaria no convencional supone, a parte de una inyección de liquidez al mercado, un aumento del potencial atractivo de las exportaciones europeas al “debilitar” el euro frente a otras monedas extranjeras.

3.2 Compra de Activos Financieros y cambios en los balances

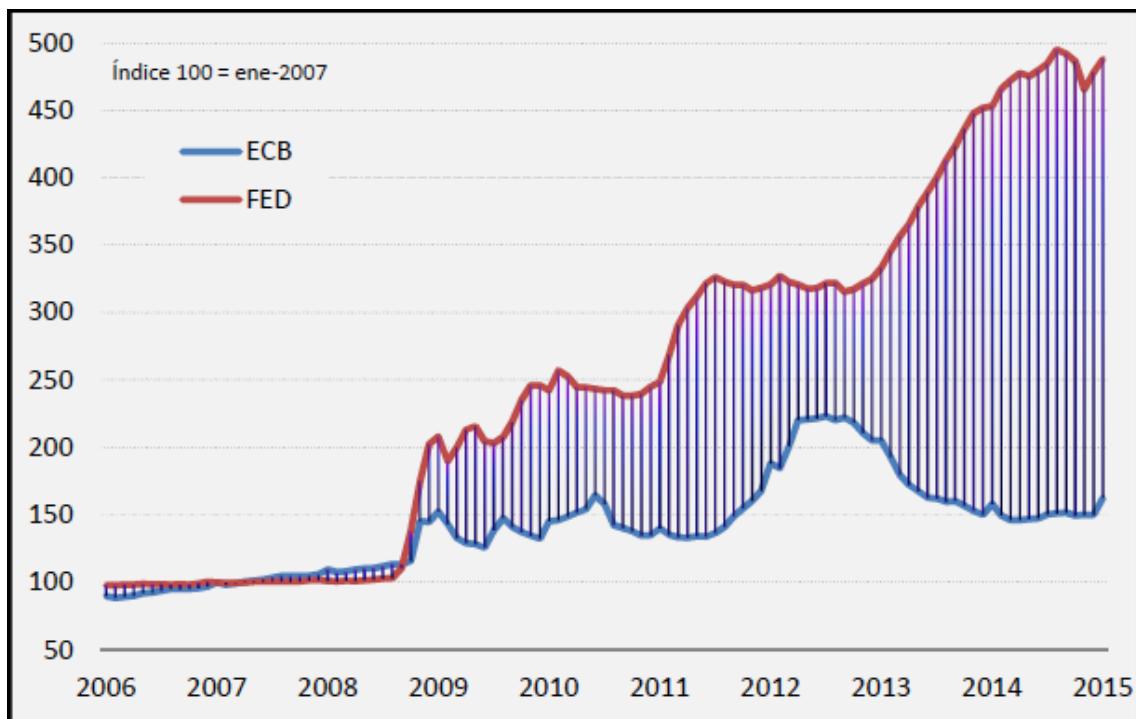
Como se ha explicado más arriba, cuando los tipos de interés de intervención rozan el límite inferior del 0%, los distintos bancos centrales pueden seguir llevando a cabo una política monetaria expansiva mediante la alteración de la composición de sus balances, con el objetivo de alterar la oferta, y por tanto el precio, de los activos existentes en el mercado. Por si las diversas medidas o estrategias no tuvieran el efecto deseado en el tejido productivo de la economía, en última instancia podría realizar un aumento del tamaño de su balance, incrementando la base monetaria, mediante la adquisición de activos financieros, que al fin y al cabo es de lo que se trata la Expansión Cuantitativa.

Esta clase de política monetaria no convencional tiene como objetivo afectar a la economía a través de diversos canales que se explicarán en las líneas siguientes.

Uno de los primeros canales suelen ser las políticas de comunicación, es decir, las acciones que los bancos centrales llevan a cabo a la hora de modificar sus balances complementan las distintas comunicaciones acerca de cuándo, cómo y cuál va a ser el montante total de compra de activos que se va a realizar, dándose a conocer también el objetivo de las políticas futuras (*signalling channel*). Es una forma de añadir credibilidad a las futuras intenciones y promesas de compra de activos y de continuación de la estrategia de flexibilización cuantitativa, puesto que si se da marcha atrás en dicha compra podría incurrir en un gran coste tanto para los mercados financieros como para el propio banco central. Una vez comenzado un programa de flexibilización cuantitativa, se está dejando entender que los tipos de interés van a permanecer bajos un largo período de tiempo, este efecto señalizador que puede tener consecuencias tanto en el corto como en el largo plazo suele reforzarse mediante políticas de “forward guidance”.

Un segundo canal es el efecto que se produce sobre la propia composición de la cartera de activos de cada banco central creado mediante las nombradas compras de estos activos, que pueden reactivar la economía mediante los tipos de interés de largo plazo y los precios de dichos activos. En el caso de que los mercados financieros fueran perfectos, los cambios producidos en los balances o en su composición en una situación donde los tipos de interés a corto plazo hubieran alcanzado el límite inferior del 0%, como se está dando en la actualidad, no tendrían ningún efecto sobre los precios de los activos o sobre la economía ya que estos precios dependerían únicamente de los intereses que estos pudiesen retornar o de la rentabilidad, nula en este caso, de estos activos. Si un banco central comenzara a adquirir grandes cantidades de un activo determinado, otros inversores venderían estos activos a cambio de efectivo, mientras que el precio de los activos y los tipos de interés se mantendrían constantes, como consecuencia de ello, un cambio que se produzca en la composición o tamaño del balance del banco central no debería tener ningún efecto sobre la economía en general. Sin embargo, el activo vendido por el banco central puede ser un bien sustitutivo imperfecto por lo que, los inversores tratarán de modificar sus carteras mediante la compra de otros productos que les ofrezcan mejor rentabilidad en el largo plazo, como por ejemplo, los bonos corporativos. Esto sucede cuando el banco central lleva a cabo compras ingentes de deuda soberana, aumentando su demanda y por ende, su precio, reduciendo su rentabilidad. En general, dado que los mercados financieros son imperfectos, los bancos centrales son capaces de influir tanto en el plazo, riesgo, primas y rendimientos globales mediante la intervención directa en los mercados al variar la oferta de activos teniendo como consecuencia la variación de precios de los distintos productos que se puedan comercializar en estos mercados. La eficacia de este segundo canal dependerá en gran medida del grado de sustituibilidad entre los diferentes activos y la medida en que los cambios en la oferta relativa de estos mismos tengan un impacto en su rentabilidad o rendimiento futuro. En el caso por ejemplo de la Reserva Federal, esta intenta influir a la baja en los tipos de interés facilitando la financiación y endeudamiento de los agentes, siendo este canal más importante en Estados Unidos que en Europa, ya que en EE.UU. un 60% de la financiación se realiza vía mercados financieros, mientras que en Europa la realizan principalmente las instituciones bancarias.

Gráfico 2 – Evolución Balances de los bancos centrales:



Como podemos ver en el gráfico anterior, la diferencia de políticas de balance llevadas a cabo tanto por la FED como por el BCE hasta 2015 son muy diferentes entre sí.

Llegado el año 2015, la FED ha multiplicado por 5 el tamaño de su balance mientras que la política llevada a cabo por el BCE ha sido más comedida. Si bien es cierto que el BCE cambió de estrategia en el año 2015 mediante la puesta en marcha de un programa de compras de valores públicos (programa PSPP) en los mercados secundarios en relación a la aportación que cada país hace al BCE. Mediante este programa de compras, anunciado por Mario Draghi durante el 2014, se busca reactivar la economía desde un punto de vista menos convencional usando para ello estrategias y políticas no convencionales.

3.3 Implantación de la QE en Europa.

Es necesario recalcar que el Banco Central Europeo tuvo un entorno muy difícil para actuar desde la crisis de 2008, el mayor de los problemas residía en la composición de la Unión Europea, siendo esta una “Unión” que no llega a un punto total de integración económica hablando, teniendo como consecuencia de esto último la existencia de unas barreras difícil de superar (falta de unión fiscal, política y monetaria).

Particularmente, problemas como: la crisis griega, Portugal, aumento de la deuda soberana, rescate que sufrimos en nuestro caso del sistema bancario español,... fueron puntos de inflexión que hicieron reaccionar al BCE obligándolo a cambiar de estrategia si quería que el rumbo de la economía cambiase con ella.

Debido a la unión monetaria que existe en la mayoría de países de la UE, el BCE no podía emitir más dinero abaratando el euro para que los países pudieran hacer más competitivas sus exportaciones y mejorar su PIB, puesto que las políticas del BCE afectan a toda la zona euro y no país a país, hasta que la inflación del total de la zona euro o la estabilidad del sistema financiero no se viese afectado no podía modificar la base monetaria. Tampoco se encuentra dentro del mandato del BCE la emisión de deuda común, aunque ahora en el contexto de crisis pandémica mundial que vivimos debido al COVID-19 sea una de las decisiones que se han puesto sobre la mesa para intentar desahogar a países para reactivar su economía, ya que cada país emite la suya propia siendo este un gran problema para países como España o Italia.

La respuesta del BCE ante estos problemas vino de la mano de su presidente en uno de los momentos más frágiles del euro, donde Mario Draghi en 2012 dijo lo siguiente: *“...haremos todo lo que sea necesario para garantizar la estabilidad y continuidad de la moneda única, el euro.”* Con ello, el BCE facilitó créditos y ayudas a un coste mínimo a las economías del euro que veían peligrar su financiación debido al gran aumento de sus primas de riesgo y como consecuencia el coste que ello repercutía en la financiación de cada uno de ellos, fueron las conocidas operaciones denominadas como TRLTRO, con el inicio de estas operaciones se intentaba proveer de liquidez y conseguir una

estabilidad financiera a países entonces en peligro como Irlanda, Grecia Portugal, Italia o el claro ejemplo de España, más conocidos algunos como los “PIGS”.

Por todas estas razones y problemas anteriores, el 22 de Enero de 2014, Mario Draghi anunció el inicio de la expansión del programa de compra de activos que hasta entonces se había llevado a cabo de manera puntual, tanto durante los dos programas conocidos como LTRO que se implantaron para dotar de liquidez principalmente al sistema bancario, como la compra de valores respaldados por activos (ABS) que comenzaron a finales de 2014 denominados CBPP3 y ABSPP.

3.3.1 Desarrollo de la compra de activos por parte del BCE

El nuevo programa de compra por parte del BCE que expande las estrategias anteriores y que se viene llevando a cabo desde 2015 se caracteriza por:

- Compras de los bonos emitidos por los gobiernos centrales y otras instituciones de la zona euro en los mercados secundarios.
- Las compras de estos activos serían de forma mensual con un límite de 60 billones de euros.
- La fecha prevista para la finalización de este nuevo programa se había fijado en Septiembre de 2016, aunque existía el condicionante de una tasa de inflación cercana al 2% en el medio plazo.

El objetivo de esta nueva estrategia de política no convencional era el mantenimiento de los precios en la zona euro debido a que los indicadores de estos mismos estaban reflejando una baja inflación prolongada en el tiempo, sumado esto a que los tipos de interés de referencia estaban en su límite más bajo. El BCE buscó que la puesta en marcha de estas políticas se tradujese en una mejora de acceso al crédito tanto de empresas como de hogares repercutiendo esto en el consumo y la inversión de los distintos agentes de la economía, intentando así que el crecimiento de los precios se

acerque al objetivo del BCE en cuanto a la inflación, es decir, un inflación cercana al 2%.

El mecanismo de compra por parte del BCE consiste en la entrega de bonos por parte de las instituciones que las vendan en los mercados secundarios al BCE a cambio de dinero bancario que el propio banco central creará, esta compra de deuda se hará de forma descentralizada, es decir, mediante los distintos bancos nacionales de cada país de la Unión Monetaria Europea, si profundizamos más en las características de este tipo de compras podemos ver que:

- Su vencimiento se puede encontrar entre los 2 y los 30 años.
- Hace falta tener una calificación crediticia dentro de cada grado de inversión, con especialidades para aquellos países que han sufrido un rescate o se encuentran bajo el ajuste y supervisión del BCE o FMI.
- Las pérdidas que pueda generar esta compra de deuda de instituciones nacionales serán compartidas en el eurosistema por parte del BCE.
- No se comprará más de un 33% de la deuda de cualquier gobierno emisor ni más de un 25% de las nuevas emisiones.

Este programa de compra de deuda soberana, antes hecho por ejemplo en Estados Unidos, Inglaterra o Japón, intenta evitar la denominada monetización de la deuda al hacerse estas compras en el mercado secundario y no en el mercado primario, haciendo que el BCE no interfiera ni distorsione la valoración del riesgo de los activos de los diferentes países o instituciones. En relación a las medidas de política monetaria no convencionales llevadas a cabo por la Unión Europea, vamos a intentar explicar en las siguientes líneas las estrategias y objetivos que tiene el BCE para el marco de los países pertenecientes al euro.

En primer lugar, el BCE apenas llevó a cabo acciones importantes en cuanto a política monetaria en los años previos a la crisis de 2008, su política de tipos de interés fue bastante contraria al resto de bancos centrales del mundo, debido a que la inflación era su objetivo primordial y esta estaba ligada de forma importante al precio del petróleo, mientras otros bancos centrales se centraban en abaratir los costes crediticios el BCE se empeñó en mantener los tipos e incluso subirlos en momentos nada propicios llegando

en 2008 a situarse estos en un 4,25%, solo tras la quiebra de Leman Brothers los bajaría hasta el 1%. Además, la excesiva preocupación por la liquidez a corto plazo resultó en pequeñas subastas semanales y mensuales pero nunca mirando mas allá de un año, lo que dio como resultado una fragmentación del mercado europeo produciéndose así grandes diferencias entre países más y menos afectados por la crisis en los que más tarde se agravarían los problemas de necesidades de financiación.

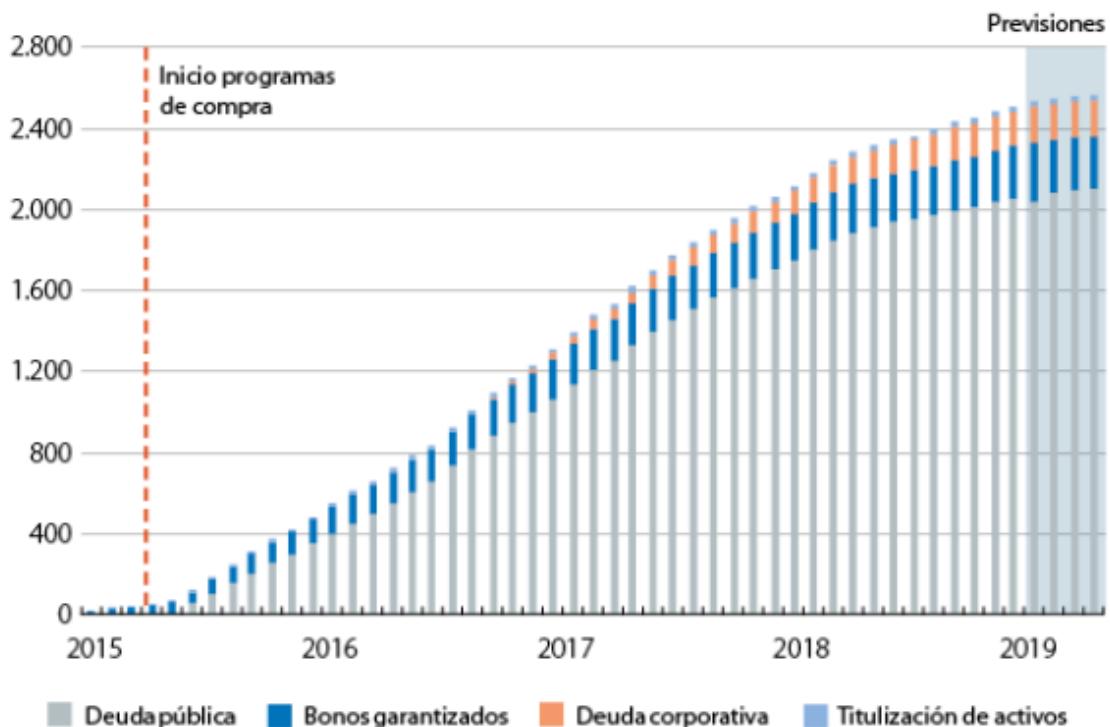
Durante los años 2010 y 2011, esta fragmentación creciente fue a más, el BCE se equivocó a la hora de actuar y ya iba tarde con respecto a otros bancos centrales. Seguía en su convencimiento de la política de tipos de interés, incluso fue el único banco central que subió los tipos en plena crisis guiándose solo por el objetivo de inflación. La incertidumbre en los bancos comerciales seguía su curso debido a las subastas a corto plazo sin pensar mas allá de un año y sin tener un plan que abarcase un medio plazo como mínimo, también considerar la fragmentación financiera que se estaba produciendo con tipos de interés divergentes y primas de riesgo elevadas en los países donde más fuerte estaba tocando la crisis. Para intentar aliviar esta fragmentación, el BCE comienza a aplicar programas específicos pero esporádicos y mínimos de adquisición de valores como son el CBPP (dotado en 2010, 2011 y 2012 con 77 mil millones de euros) y el SMP (dotado con 220 mil millones de euros entre 2010 y 2012) ambos insuficientes para intentar reactivar la economía. Debido a estas estrategias que llevó a cabo el BCE, el resultado final fue, a parte de las dudas generadas sobre el euro, rescates de haciendas públicas de distintos países como fueron Grecia, España o Portugal.

Con la entrada en la presidencia del BCE de Mario Draghi y durante finales de 2011 hasta mitad de 2014, el BCE fue progresivamente reduciendo los tipos de interés desde el 1% en noviembre de 2011 hasta el 0,25% en 2013. También se llevó a cabo una nueva estrategia de liquidez en relación a la banca con la puesta en marcha de las operaciones LTRO enfocadas en un horizonte temporal de más largo plazo (3 años) y sin límite en cuanto a cantidades se refiere, se redujo también el coeficiente de caja del 2% al 1% para intentar aumentar los créditos a las distintas instituciones tanto privadas como públicas. Con todas estas medidas encima de la mesa, empezaron a llegar los

primeros ajustes positivos en cuanto a liquidez y reducción de tipos de interés, aunque no terminaba de llegar ese dinero nuevo en circulación a los créditos de la forma prevista para el BCE, muchos bancos usaban esta abundancia de liquidez para sanear sus propios balances sin que terminase de llegar a los distintos agentes de la economía, además, comienza un período donde el problema de expectativas deflacionistas amenaza una lenta recuperación económica que se entre deja ver.

A partir de junio de 2014 la estrategia del BCE cambia de rumbo de forma radical, comienzan los programas de política monetaria no convencional con el objetivo de ser lo más expansivos posibles. Progresivamente se van rebajando los tipos de interés desde un 0,25% hasta el 0% e incluso se llegan a reducir por debajo de esta cifra hasta el - 0,5% intentando que las ayudas y el crédito fluyan finalmente hasta los diferentes agentes finales de la economía. Las subastas LTRO se vuelven trimestrales y tienen como objetivo principal la llegada de este crédito hasta el sector privado. En marzo de 2015 comienza un programa de sesgo muy expansivo denominado “Expansión Cuantitativa” con la adquisición de valores públicos y privados, PSPP por sus siglas en inglés, donde se había llegado a adquirir un volumen de 60 mil millones de euros al mes durante 2015, unos 80 mil millones al mes durante 2016 y alrededor de 60 mil millones de euros al mes durante 2017, en principio este programa iba a tener una duración limitada, pero viendo el contexto general donde estábamos y donde nos encontramos ahora, más aun con el Covid-19, este plan se ha tenido que mantener e incluso ampliar de manera forzosa para que las repercusiones económicas puedan llegar a ser las mínimas posibles. Con la puesta en marcha de este tipo de políticas no convencionales, llegan los atisbos de esperanza y comienza a revertirse lentamente la situación con la reducción de los tipos de interés, la vuelta del crédito al sector privado de la economía, primeros síntomas de crecimiento económico y una tasa de inflación estabilizada por debajo del 2%. De hecho, el siguiente grafico muestra la evolución de las compras que ha ido realizando el BCE desde 2015 hasta casi el año 2020.

Gráfico 3 - Evolución compras por parte del BCE:



Con la llegada de la pandemia mundial que estamos sufriendo, el BCE ha tenido que reforzar sus programas de compra de deuda y llevar a cabo un nuevo impulso monetario. Durante los primeros días de marzo, el BCE comunica una nueva ronda de expansión cuantitativa por valor de 120 mil millones, además del aumento de liquidez en las operaciones LTRO y la puesta en marcha de una nueva estrategia denominada TLTRO que se caracteriza por ser aún más baratas que las anteriores, con las estrategias anteriores se creía suficiente para combatir las consecuencias que el coronavirus podía producir y que estaba produciendo en el momento, pero dichas medidas eran consideradas insuficientes por muchos países y es por eso precisamente, por lo que las primas de riesgo y el coste de financiación en ciertos países no dejaba de crecer como por ejemplo en España, Italia, Portugal o Francia, produciéndose una nueva fragmentación del mercado euro. Es por ello que, 3 días después de la comunicación de las medidas anteriormente nombradas, el 18 de marzo se anuncia una nueva puesta en marcha de operaciones PEPP por un valor mucho mayor, alrededor de 750 mil millones, además de que estas compras serían mucho más flexibles y no irían vinculadas a las aportaciones que cada país hace a la Unión Europea, sino que dependerían de la situación individual de cada uno de esos países. El BCE anunció que estas medidas

durarían lo que durase el problema, como mínimo hasta fin de año, además de mantener todas las medidas anteriores en un intento desesperado por reducir o minimizar el impacto de un shock externo tanto de demanda como de oferta como el que estamos viviendo y que se ha llevado por tierra, en cinco meses, el trabajo y las reformas puestas en marcha durante años para combatir la aún persistente crisis financiera de 2008. El 30 de abril, el BCE volvió a comunicar nuevas operaciones de financiación a plazos más largos para luchar contra la pandemia, las denominadas operaciones PELTRO, sin un objetivo específico más que la reducción de la fragmentación entre países, con vencimiento en 2021 de momento y unos menores tipos (-0,50% y -1%).

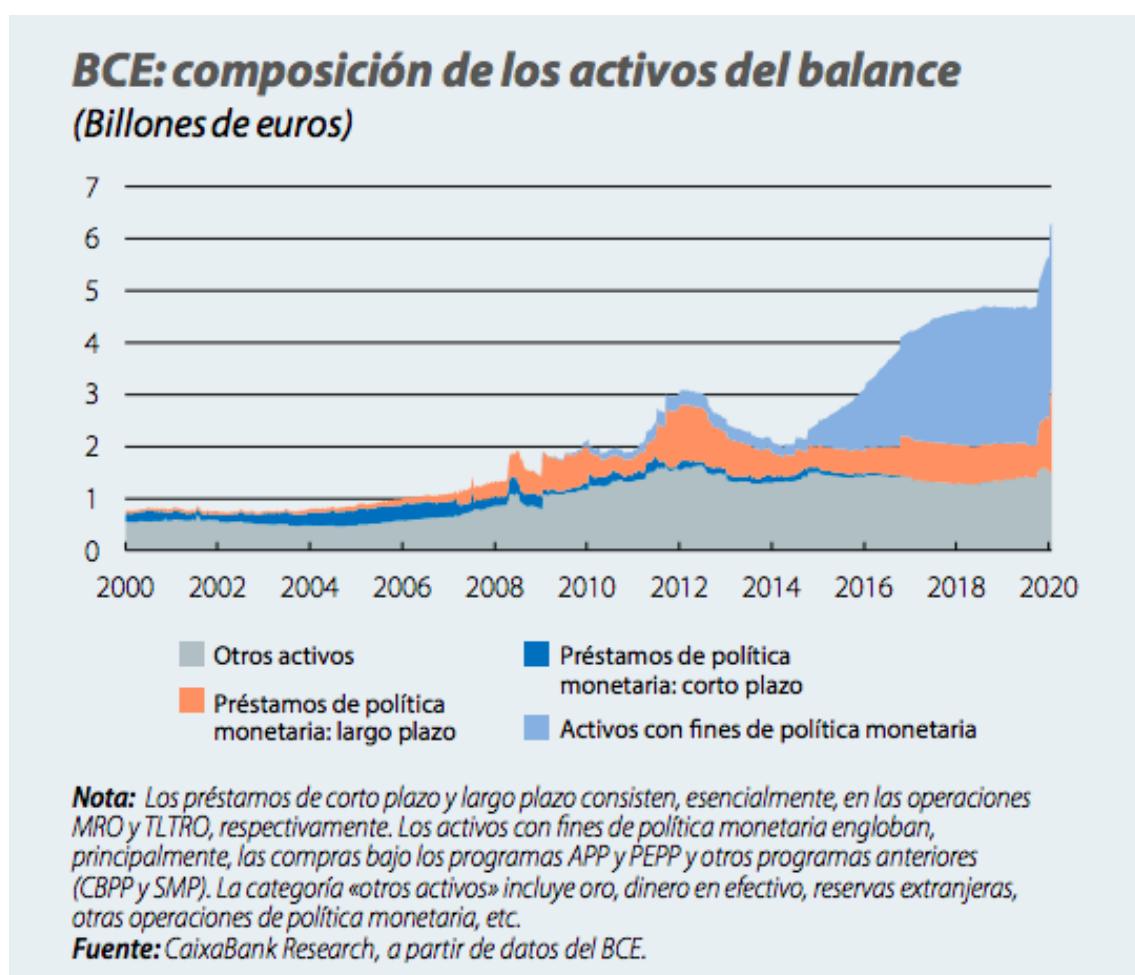
En relación a las operaciones anteriores con tipos de interés negativos, el 5 de agosto los distintos bancos europeos solicitaron 5.684 millones de euros de liquidez al BCE, siendo esta la tercera operación de refinanciación a largo plazo desde que la medida se implementó el pasado 30 de abril de las siete previstas por el BCE, el plazo de vencimiento de estas operaciones es el 30 de septiembre de 2021, como los tipos de interés son negativos en estos casos, los bancos cobrarán unos 14 de millones de euros al BCE por pedir prestado esta cantidad de dinero. La siguiente operación de este tipo se hará el 2 de septiembre y el plazo de vencimiento será el 26 de agosto también de 2021.

Por otro lado, a día 24 de agosto, el BCE ya está superando los 15.000 millones a la semana en sus compras de emergencia contra la pandemia bajo el programa de adquisiciones PEPP, con el objetivo final de paliar el impacto de la pandemia en los mercado y mantener bajo control los diferenciales de deuda de los distintos países de la eurozona, por tener una referencia, en la primera semana de agosto el importe de las compras realizadas por el BCE fue de 13.800 millones aproximadamente. De este modo, el BCE ha empleado ya 483.899 millones de euros de la partida presupuestaria del programa PEPP que cuenta con un montante total de 1,35 billones, es decir, un 36% del mismo, que estará en vigor como mínimo hasta junio de 2021, incluso el mismo banco central se ha comprometido a reinvertir los vencimientos de estos activos adquiridos bajo el programa anterior hasta, como mínimo, finales de 2022. En la ultima rueda de prensa de Christine Lagarde, esta se comprometió a utilizar la totalidad de la partida presupuestaria, los 1,35 billones de euros, del programa PEPP.

En relación a España y desde el lanzamiento de este programa a finales de marzo hasta el pasado mes de julio, el BCE había destinado unos 46.000 millones de euros a la adquisición de deuda soberana española mediante dicho programa, en concreto y según los datos aportados por las publicaciones mensuales del BCE, en los meses de junio y julio las compras netas de bonos españoles sumaron un total de 23.719 millones de euros frente a los 22.392 millones adquiridos entre finales de marzo y mayo, revelando una tendencia que va a la alta si persiste y se agrava el problema del Covid.

En el siguiente grafico podemos ver y diferenciar la variación en la composición de los activos que presenta el BCE en su balance.

Gráfico 4 - Composición activos balance BCE:



3.3.2 Análisis de la inflación

Con la firma del Tratado de Maastricht el 7 de febrero de 1992 y su entrada en vigor el 1 de noviembre de 1993, el objetivo que se marcaba para el Eurosistema era el mantenimiento de la estabilidad de precios, señalando el Consejo de Gobierno del BCE la siguiente definición en 1998: “La estabilidad de precios se define como un incremento interanual del índice armonizado de precios de consumo (IAPC) de la zona euro inferior al 2%. La estabilidad de precios ha de mantenerse en el medio plazo”, de hecho, en el año 2003 tras realizar exhaustivos estudios acerca de la estrategia de política económica a seguir, se acordó que el objetivo era mantener a medio plazo la tasa de inflación por debajo del 2% pero próxima a ese valor. El análisis anterior se organiza a partir de dos perspectivas complementarias sobre la determinación de la evolución de precios: el análisis económico y el análisis monetario.

En el primer segmento de análisis, el económico, tiene como objetivo evaluar a corto y medio plazo los determinantes de los precios, se centra en la actividad real y en la situación financiera de la economía, tomando en cuenta la influencia que la oferta y la demanda de bienes, servicios y factores tienen sobre ellos.

El segundo segmento, o análisis monetario, donde enmarcaríamos la Expansión Cuantitativa como estrategia no convencional de política monetaria, se centra en un horizonte más amplio y se aprovecha del vínculo a largo plazo existente entre dinero y precios; también se toma en consideración la evolución de los indicadores monetarios, incluido el M3, sus componentes y contrapartidas además de realizarse una evaluación de la situación del crédito y de la liquidez.

Este enfoque basado en los análisis anteriores sirve para contrastar las indicaciones proporcionadas por el análisis económico, más a corto plazo, con lo derivado del análisis monetario, enfocando este a más largo plazo. Esto garantiza que a la hora de determinar las políticas monetarias consecuentes en cada momento no se pase por alto información importante acerca de las tendencias futuras de los precios reduciendo el riesgo de error que se introduciría al depender única y exclusivamente de un indicador.

Con lo que a la Expansión Cuantitativa se refiere, se apuntan dos vías donde la puesta en marcha de esta política monetaria no convencional podría producir efectos.

Si enfocamos nuestro punto de vista hacia el mercado financiero vemos claramente que encontramos tasas de inflación positivas, ya que la compra de bonos, acciones, deuda soberana, etc... empujará al alza los precios de estos productos debido a la ley de oferta y demanda.

En contraposición, y centrándonos en la economía real, parece que no se tienen los mismos resultados ya que dependerá de si la liquidez aportada por el BCE acaba llegando a los agentes finales de la economía (empresas no financieras, familias y sector público). El medio por el cual suele ocurrir lo anterior es el crédito, este crédito no se verá aumentado por el mero hecho de que existan más reservas bancarias, sino porque los bancos que reciben esta inyección de liquidez utilicen este dinero para canalizar la capacidad o la necesidad de financiación hacia los agentes finales de la economía intentando repercutir así en el sistema productivo y por ende en la recuperación económica. Es posible que la QE afecte al crédito de forma indirecta reduciendo por ejemplo los gastos asociados a la financiación de las empresas y del sector público o incluso mejorando la solvencia de los prestatarios gracias al aumento del precio de sus activos. Pero también podemos encontrar otra opción, y es que la propia QE reduzca los niveles de crédito si las empresas que reciben estas inyecciones de liquidez las utilicen para amortizar sus propios préstamos y cuadrar sus balances.

Gráfico 5 – Evolución inflación en Eurozona desde 2008



Si nos fijamos en el gráfico anterior, las compras que realiza el BCE a través del programa de QE apenas tiene efectos insignificantes sobre la inflación, pero si que permite impulsar el crecimiento económico. En este sentido, se explica que aunque las políticas no convencionales llevadas a cabo por el banco central pueden llegar a reducir el estrés y la fragmentación del mercado financiero tras producirse algún tipo de shock, en efecto, se trata de una medida de uso temporal donde se fija el medio plazo para una recuperación económica y donde apenas hay indicios claros de influencia sobre los niveles de inflación.

3.4 Efectos económicos sobre los mercados

En Europa la puesta en marcha de medidas no convencionales por el BCE a partir de 2015 fue tan necesario como urgente, ya que se intercalaron tres grandes problemas casi al mismo tiempo: crisis interbancaria, económica y de deuda soberana. En general las medidas adoptadas han tenido un resultado positivo, en el sector financiero los efectos han sido favorables con la consecuente reducción de los costes operativos y los despidos masivos de empleados, además de las fusiones, incluso las empresas del sector privado han reducido notablemente su endeudamiento llevando a cabo un riguroso plan de negocio y un control de su actividad financiera.

Una de las consecuencias más preocupantes que ha generado la crisis financiera de 2008 y que seguimos teniendo presente a día de hoy, en Europa y con más incidencia en España, ha sido la gran cantidad de despidos en las empresas privadas, generando altas tasas de desempleo. Un sector en el que cabe destacar este aumento en los despidos es el bancario, en dicho sector se ha ido llevando a cabo un proceso de fusiones y concentraciones entre entidades y cajas de ahorro, provocando una reducción tanto del número de bancos, como sucursales y por tanto, empleados, debido a este proceso de fusiones, cada entidad se ha reestructurado internamente hacia una centralización,

potenciando sus estrategias más rentables y reduciendo costes operativos, en resumen, esta concentración ha resultado en numerosos despidos.

La tasa de desempleo en Europa ha aumentado hasta rozar cifras muy sensibles, en el año 2013 alcanzó un 12%, junto con la lenta recuperación económica esta tasa ha ido reduciendo su valor hasta situarse por debajo del 9%, en Estados Unidos por ejemplo no aumentó tanto debido a que en Europa, además de tener un menor ritmo de crecimiento del PIB, habría que sumarse el problema que tiene el viejo continente con los altos niveles de deuda soberana. Es por ello que la Unión Europea ha creado diversas instituciones para conseguir un crecimiento económico sostenible, recuperar la confianza en la inversión y reducir el desempleo.

Uno de los constantes focos de preocupación y caballo de batalla de Europa ha sido la crisis griega. A comienzos de 2015 y con la puesta en marcha de la QE, la situación griega era tan negativa que su participación en este tipo de programas de ayuda quedó excluida, en 2016 se llevó a cabo un programa de rescate para el país heleno y para rehabilitar su sistema bancario, se acordó usar sus bonos como colateral para los préstamos adjudicados por el BCE, como consecuencia y después de muchos recortes y privatizaciones previamente acordadas con la Unión Europea a cambio de dichas partidas presupuestarias, el gobierno griego recuperó el acceso a los mercados de capitales internacionales.

En resumen, la recuperación europea ha traído consigo un aumento del optimismo entre los distintos inversores del resto del mundo, traduciéndose esto en una marcada subida de los índices bursátiles europeos, aunque hoy en día y en apenas seis meses la pandemia mundial provocada por el Covid-19 está echando por tierra la recuperación económica no solo europea sino también mundial.

Si centramos la vista en el caso de Estados Unidos, muchos expertos consideran que la rapidez en sus decisiones de política económica no le trajo tan malas consecuencias pasado un tiempo como en Europa, sino que en una primera fase conocida como Q1 influyó de forma muy positiva reduciendo el impacto del shock provocado por la quiebra de Leman Brothers y la crisis venidera que no tardaría en aparecer. Esta Q1 regó de abundante liquidez al sector bancario y financiero del país, el cual se encontraba a punto de la quiebra técnica, además, se consiguió que los mercados internacionales volviesen a poner en el punto de mira de la inversión a los Estados Unidos recuperando las expectativas perdidas sobre su economía, y en particular, sobre el sector bancario. Una vez que los bancos recibieron la liquidez necesaria para un funcionamiento correcto dentro de toda la coyuntura que se estaba dando en aquel momento, el objetivo que se ha puesto la Reserva Federal durante los últimos años ha sido el fomento del empleo y la estabilidad de la inflación, con el objetivo de un aumento mantenido en el tiempo del nivel de precios alrededor del 2%.

La Reserva Federal (FED) actuó de forma diferente si comparamos su institución con la de otros países o regiones económicas, la FED no ha sobrepasado la frontera negativa de los tipos de interés. A finales de 2008 las autoridades monetarias americanas situaron en el 0,25% los tipos de interés de referencia manteniéndolos así durante los siete años siguientes hasta finales de 2015 cuando se comenzó a incrementar levemente estos tipos llegando incluso hasta el 2,25% en diciembre de 2018, actualmente y según los últimos datos publicados por este organismo, se ha vuelto a fijar un tipo de interés de referencia del 0% debido a la situación de pandemia que vivimos actualmente con el objetivo de minimizar los costes que el Covid-19 está ocasionando, además de dar facilidades a la hora de la recuperación económica, en resumen, el progresivo crecimiento de los tipos de interés era una buena noticia y una clara señal de mejora de la economía que la pandemia mundial ha truncado, la recuperación económica dependerá en gran medida también de la carrera por la vacuna, la cual muchos países están ya investigando y algunos en fases finales casi de distribución.

Durante los primeros años del estallido de la crisis de 2008, el consumo privado se redujo de forma exponencial, y como consecuencia de ello, la inflación llegó a cruzar el umbral negativo, haciendo que sonara la alarma del riesgo de deflación. Uno de los objetivos principales que se marcó la FED a la hora de llevar el programa de expansión cuantitativa en Estados Unidos fue el de alcanzar una inflación del 2%, en este caso concreto de EE.UU. la reducción de los tipos hasta niveles cercanos al 0% ha tenido un efecto muy positivo sobre la inflación estadounidense, que en 2018 llegó a alcanzar el 2,2% aquí vemos claramente la relación entre la QE y la recuperación económica influyendo positivamente en los objetivos marcados para la inflación en este tipo de programas.

Aunque el sector más perjudicado durante el estallido de la crisis de 2008 fuese el sector financiero en un principio, el impacto se extendió al resto de sectores que conforman la economía, haciendo que se destruyeran cientos de miles de empleos en Estados Unidos. A finales de 2009 el desempleo en la primera potencia económica mundial alcanzó el 10%, durante los años 2012 y 2013 esta tasa de desempleo se convirtió en una de las principales preocupaciones de la Reserva Federal entre otros objetivos, la lenta recuperación económica contribuyó a la creación de puestos de trabajo pero aún con esto la tasa de paro rondaba el 8%. Sin embargo, y gracias a la influencia de la *Quantitative Easing*, esta tasa de paro se ha ido reduciendo hasta el 3,9% a finales de 2018 e incluso hasta el 3,5% según los datos de Diciembre de 2019, aunque ahora con la crisis pandémica mundial que estamos viviendo, en Abril de este año rozó máximos con niveles cercanos al 14,7%, debido a las continuas operaciones y distintas puestas en marcha de programas como la QE se ha conseguido reducir este porcentaje hasta el 8,4% según los últimos datos aportados en Agosto.

3.5 Consecuencias políticas

Muchas opiniones críticas con la expansión cuantitativa exponen que esta estrategia empleada por los distintos Bancos Centrales ha generado ganadores y perdedores contribuyendo al aumento de la desigualdad entre las clases sociales. Debido al aumento en los precios de determinados activos financieros, las clases más pudientes se han visto más beneficiadas ya que el valor de los activos que tuviesen en su propiedad han visto aumentar su valor, además, los distintos estados han obtenido también un aumento de las ganancias obtenidas en relación a los impuestos recaudados sobre las plusvalías generadas por este aumento de valor de los distintos activos. Los principales perdedores han sido los ahorradores, en principio, personas pertenecientes a clases medias que han visto como sus posiciones económicas se han debilitado siendo una de las primeras causas la pérdida de empleo y por tanto de sus fuentes de ingresos. También ha contribuido esta situación el descenso o disminución del retorno de los planes de pensiones como resultado de la caída de los tipos de interés. Esta desigualdad ha generado bastante descontento entre las clases medias y bajas de la población, ya que se considera que mucha de la riqueza generada últimamente ha venido por la vía de la especulación con los propios activos financieros.

Otro de los temas que tuvo gran repercusión y el cual fue muy controvertido fue el anuncio por parte del BCE de comenzar el programa denominado *Outright Monetary Transactions* (OMT), con el cual se pretendía comprar deuda pública de forma ilimitada. Dicho programa nunca se llevó a cabo como tal ya que no era compatible con la legislación marcada por la Unión Europea, ya que esta limita la proporción de deuda que el BCE puede adquirir de un estado al 33%. Es por ello que el Tribunal Constitucional de Alemania se opuso a la ejecución de la puesta en práctica del programa OMT.

La consecuencia más importante relacionada con el descontento de las clases sociales en los últimos años ha sido el aumento de los populismos en busca de una “justicia social” fuera de las opciones tradicionales de política. Este hecho se ha observado claramente en las campañas de ciertos partidos principalmente de países desarrollados dentro de la Unión Europea, ya sea debido, entre otras cosas, a la decepción generada por las políticas monetarias llevadas a cabo que han ayudado a generar partidos contrarios a los Bancos Centrales. Todo lo anterior, unido a otras circunstancias propias también de cada país, han llegado a crear un clima de “volatilidad” política o incertidumbre, en los últimos años han surgido candidatos fuera de la política tradicional los cuales ganan rápidamente seguidores e incluso llegan a vencer en algunas elecciones tanto a nivel municipal como nacional como pueden ser Theresa May o Donald Trump, May fue muy crítica con el programa de QE llevado a cabo por el Banco de Inglaterra.

Muchos economistas expertos han indicado que la solución se encuentra en manos de los Bancos Centrales y han propuesto que se debería distribuir la riqueza producida por programas como la QE para la generación de riqueza auténtica. Es decir, los activos creados por los Bancos Centrales y los cuales han generado grandes plusvalías debido a la variación en sus precios, las ganancias obtenidas con ellos se deberían reinvertir en educación, infraestructuras e incluso en gasto social para contribuir a la cohesión de la población de los distintos países, de esta manera la *Quantitative Easing* sería vista como una inversión llevada a cabo por los diferentes Bancos Centrales.

4. Consecuencias del *Tapering*

La política monetaria no convencional como es la expansión cuantitativa no puede alargarse de forma indefinida en el tiempo, por este motivo, los Bancos Centrales acordaron llamar “*Tapering*” al momento de dar por concluida esta estrategia. Este concepto financiero significa literalmente “cerrar el grifo”. Dichos programas expansivos llevados a cabo por las diferentes instituciones supranacionales se han caracterizado por la compra de grandes volúmenes de deuda gubernamental entre otras adquisiciones, es por ello que el final de estas compras no pueden hacerse de forma radical, sino que se debe hacer de forma gradual. De esta manera, se asemeja a un grifo cerrándose, donde se va reduciendo poco a poco el flujo de agua hasta que esta deja de salir.

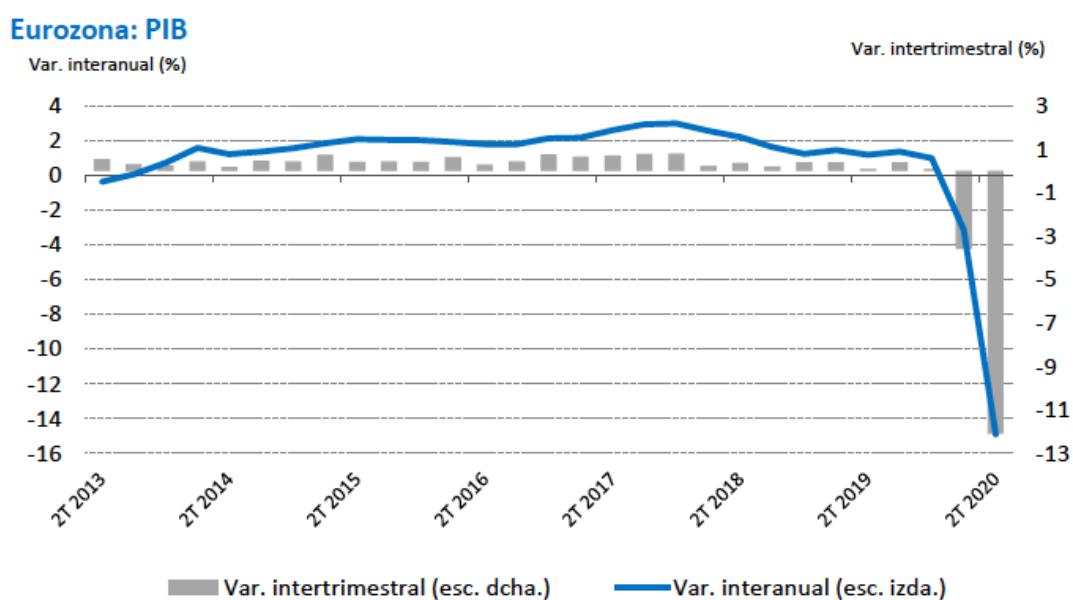
Este momento del *Tapering* llega cuando los Bancos Centrales consideran que ya no es necesario seguir garantizando el estímulo de la economía, por lo que llegaría ese anuncio del fin de este tipo de política monetaria. Los programas de QE han sido y siguen siendo, más incluso en estos momentos de pandemia, necesarios para revitalizar la economía en momentos de crisis y en momentos donde la política monetaria tradicional deja de tener margen de maniobra y por tanto efecto, estos programas de QE tienen un límite a partir del cual la economía, que ya se encuentra inundada de estímulos, deja de dar señales de reactivación y por tanto las estrategias de política monetaria no convencional dejan de tener efecto. Tras el paso de una década, el riesgo deflacionista prácticamente ha desaparecido, siendo esta una línea roja que la economía no podía rebasar, por lo que los Bancos Centrales habían comenzado a reducir el ritmo de compra de estos bonos, pero el escenario actual impide la finalización de este tipo de programas, de hecho, se han tenido que reforzar y los recursos que han inundado el mercado buscando estimular la economía lo han hecho casi en tiempo récord debido al gran shock que todo el mundo ha sufrido, además, nos enfrentamos a una crisis a la que no le podemos poner una fecha de finalización, por lo que son necesarios programas como la QE sin una fecha determinada de finalización en un futuro cercano y que se va acomodando a las circunstancias y demandas del día a día.

Debido a que la QE ha sido la primera implantación de una estrategia a tan gran escala, se ha ido aplicando de forma gradual y según la necesidad que ha tenido la economía de cada país, sin una fecha determinada para poner fin a esta estrategia en la mayoría de los casos, es decir, ha existido una gran incertidumbre en cuanto a los efectos de cada programa de compra y sobre todo en cuanto a la finalización.

Dichas políticas de *Tapering* están enfocadas hacia los tipos de interés de referencia, además, los Bancos Centrales también deben gestionar las expectativas que estos tipos de interés vayan a tener en un futuro próximo en relación a las inversiones que se puedan llegar a realizar en un medio o largo plazo. En la mayoría de los mercados, esta incertidumbre se centra en el futuro y en las variaciones que puedan producirse sobre todo en los mercados de renta fija, ya que existe la posibilidad de que la burbuja de este mercado estalle. Una de las consecuencias que la QE ha generado ha sido el aumento de la demanda global de bonos, haciendo que los precios de estos aumenten, es por ello que una posible finalización de este tipo de programas puede conllevar una gran reducción en la demanda de este tipo de títulos por parte de los Bancos Centrales lo que conllevaría una esperada reducción de los precios de estos activos, por lo tanto y como consecuencia a esto, la retirada masiva en cuanto a inversión en el mercado de renta fija sería lo más probable que sucediese hasta que los bonos fuesen más baratos y las ganancias obtenidas de estos mayores. Los Bancos Centrales habían comenzado a decelerar sus programas de QE de forma progresiva, principalmente para evitar un colapso en el mercado de renta fija, pero dado el contexto mundial a día de hoy en el que nos encontramos, se han tenido que reforzar dichos programas además de aplazar la subida en los tipos de referencia, refiriéndonos a estos últimos tipos, tal y como está la situación actualmente no se espera que suban en el corto plazo, ya que una subida de estos conllevaría un efecto negativo en el mercado de renta variable, la cual es más arriesgada y por lo tanto el inversor preferirá la seguridad de la renta fija, haciendo que muchos planes de inversión no se terminen de llevar a cabo si se produjese la hipotética subida de tipos de la que hablamos.

Si nos referimos a Europa, el BCE ha sabido dosificar y cuidar las distintas comunicaciones y toma de medidas que ha llevado a cabo con la QE, haciéndolo también a un ritmo constante con el objetivo de mantener un equilibrio en los mercados intentando que estos no reaccionasen de forma brusca a los distintos shocks que se hubiesen ido produciendo a lo largo de los años.

Gráfico 6 – Evolución PIB Eurozona desde el segundo trimestre de 2013



La economía europea lleva creciendo desde el año 2014, siendo 2013 donde se obtienen los últimos datos negativos en cuanto a variación del PIB anual con un -0,3%, desde la puesta en marcha de programas como la QE ya en 2014 la economía europea creció un 1,4%, siendo en 2015 su crecimiento del 2,1%, en 2016 un 1,9%, en 2017 alcanzó su máximo con un 2,6% (cifra que no se veía desde 2007), pero desde entonces se ha visto una ralentización de este crecimiento, siendo en 2018 el 1,9% y en 2019 el 1,3%, las previsiones indican, debido principalmente al escenario de pandemia actual, un hundimiento del PIB anual europeo de hasta el 7% aunque previsiones para 2021 indican un crecimiento del 4,8%. El Banco Central Europeo anunció el comienzo del *Tapering* en 2017, disminuyendo sus compras mensuales pasando de 80 billones de euros a 60 billones. En enero de 2018 se anunció una “segunda etapa” recortando dichas compras mensuales hasta los 30 billones de euros al mes y extendiendo en principio la

duración del programa de QE hasta septiembre de ese mismo año, pero los niveles de inflación impidieron este descenso en la cantidad total de compras realizadas al mes, es por ello que en marzo de 2018, Mario Draghi que era el presidente en aquel momento, incidió en la posibilidad de alargar dicho programa si se veían indicios de que la economía europea diese signos de ralentización. A día de hoy, y con el mencionado estado en el que nos encontramos, se ha paralizado la subida de tipos y ha sido imposible frenar progresivamente la QE, incluso esta se ha tenido que reforzar para que la situación a la que nos enfrentamos incida y tenga las menos consecuencias posibles en la economía de cada país y en la europea de forma conjunta.

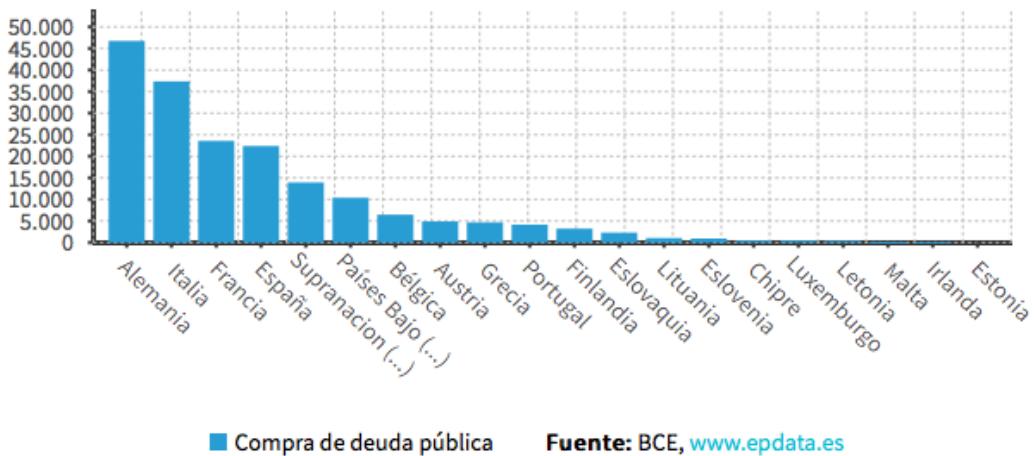
Lejos quedan aquellas fechas entorno a 2018 donde se comenzaba a hablar de una posible reducción por parte del BCE de su programa de compra de activos, incluso de una finalización progresiva de este mismo, pero llegado el año 2020 y apenas se ha llevado a cabo esta opción, de hecho, se ha tenido que aumentar el montante total de compras por parte del Banco Central. La institución presidida por Christine Lagarde ha superado todas las expectativas a la hora de luchar contra la pandemia desde la posición de los mercados financieros con un aumento del programa de compras contra la pandemia (PEPP) de 600.000 millones de euros, hasta un total cercano a los 1,350 billones. El “*Tapering*” está lejos y de momento casi ni se plantea debido a la situación actual, ya que la propia institución del BCE ha extendido la fecha de compras del programa PEPP hasta Junio de 2021 (frente a finales de este año), además, por otro lado, el Banco Central Europeo ha mantenido los tipos de interés sin cambios, dejando la facilidad de depósito en el -0,5%, la facilidad de crédito en el 0,25% y el tipo de interés principal o de referencia en el 0%. En el comunicado conocido en Junio de este año, el BCE ha anunciado de que reinvertirá los vencimientos de los bonos adquiridos bajo el programa PEPP por lo menos hasta finales de 2022.

Gráfico 7 – Programa PEPP entre Marzo y Mayo de 2020

Compra de deuda pública del BCE a través de su programa de compras de emergencia contra la pandemia (PEPP)

Entre marzo y mayo de 2020

En euros (Millones)



■ Compra de deuda pública

Fuente: BCE, www.epdata.es

La política expansiva llevada a cabo por el BCE ha sido prudente y muy persistente, y a día de hoy, no existe una fecha fija para la finalización de este programa de política monetaria no convencional, ello dependerá de la evolución de las economías pertenecientes a la zona euro que irá asemejada a la evolución de la pandemia mundial.

5. Conclusiones

Llegado el momento de las conclusiones podemos decir que, la *Quantitative Easing* se podría clasificar como un experimento llevado a cabo por los diferentes Bancos Centrales para intentar reactivar la economía tras una dura crisis financiera como la sucedida en el 2008, unida esta a una más actual como la situación de pandemia mundial que vivimos provocada por el virus SARS-CoV-2 o más mundialmente conocido como Coronavirus. Esta última década ha sido única en la historia económicamente hablando, ya que nunca antes se habían puesto en marcha programas no convencionales como este y de tales dimensiones.

Dichos programas llevados a cabo han sido muy particulares en cada unas de las economías donde se han implementado, adaptándose también a las circunstancias de cada una en cada momento del ciclo económico. Sin embargo, todos los programas se han caracterizado por haber tenido, y tener, unas dimensiones muy radicales sin tener mucha certeza de que puede deparar el largo plazo y sus posibles consecuencias.

En general, la puesta en marcha de la QE ha generado opiniones muy diversas desde sus inicios, en un principio existían casos de economistas que no eran muy favorables de llevar a cabo este tipo de estrategias y que incluso decían que este programa iba a descontrolar los niveles de inflación. Los Bancos Centrales han sabido actuar y transmitir calma para evitar una caída más brusca de la sucedida y suavizar el shock producido además de minimizar, o intentar minimizar, los costes y consecuencias que la crisis de 2008 ha tenido y que seguimos sufriendo, evitando así una salida masiva de los inversores del mercado.

Las consecuencias han sido positivas y negativas, aunque nunca existe la solución perfecta y menos para problemas de grandes dimensiones como al que nos enfrentamos, pero podemos decir que las consecuencias positivas han sido mayores que las negativas. La puesta en marcha de estrategias como la Expansión Cuantitativa ha contribuido a la recuperación económica global tras una crisis que trajo consigo una caída del sistema financiero mundial, niveles de deflación alarmantes y recesiones que a día de hoy se dejan notar sus consecuencias.

En un momento en el que parecía que este tipo de herramientas no convencionales parecían llegar a su fin, llegó a principios de año otro shock, que afecta tanto al lado de la demanda como al de la oferta y que las consecuencias que puede dejar en el medio-largo plazo se podrían asemejar a las dejadas por la crisis financiera de 2008, e incluso peores. Es por ello que estrategias como la QE deben seguir en marcha, ofreciendo recursos y soluciones, pero no para siempre, en mi opinión, la utilización de este tipo de políticas monetarias se deben realizar en momentos de extrema necesidad de reacción de la economía y que deberían velar, además de por un crecimiento económico sostenible, por reducir las desigualdades que se hayan podido generar durante los últimos años.

Al ser esta una situación nueva, y no tener un espejo pasado donde poder mirar las posibles consecuencias que deja la utilización de estos programas a tan gran escala, veremos en los próximos años si su puesta en marcha deja más problemas que solucionar en el futuro como pueden ser las burbujas de deuda, o es la clave que se necesita cuando el resto de herramientas y estrategias dejan de funcionar.

6. Bibliografía

- Banco Central Europeo (2015). “*ECB: ECB announces expanded asset purchase programme*”.
http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122_1.en.html
- Banco Central Europeo (2009). “Decisiones de política monetaria” en *Informe Anual 2009, BCE*. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2009es.pdf>
- Banco Central Europeo (2010). “Decisiones de política monetaria” en *Informe Anual 2010, BCE*. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2010es.pdf>
- Banco Central Europeo (2011). “Decisiones de política monetaria” en *Informe Anual 2011, BCE*.
<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2011es.pdf?cf2da8fe4fd469d77a41b2e5a2e7a012>
- Banco Central Europeo (2012). “Decisiones de política monetaria” en *Informe Anual 2012, BCE*. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2012es.pdf>
- Banco Central Europeo (2013). “Decisiones de política monetaria” en *Informe Anual 2013, BCE*. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2013es.pdf>
- Banco Central Europeo (2014). “Decisiones de política monetaria” en *Informe Anual 2014, BCE*. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2014es.pdf>
- Banco Central Europeo (2015). “Decisiones de política monetaria” en *Informe Anual 2015, BCE*. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2015es.pdf>
- Banco Central Europeo (2016). “Decisiones de política monetaria” en *Informe Anual 2016, BCE*. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2016es.pdf>
- Banco Central Europeo (2017). “Decisiones de política monetaria” en *Informe Anual 2017, BCE*. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ecb.ar2017.es.pdf>
- Banco Central Europeo (2018). “Decisiones de política monetaria” en *Informe Anual 2018, BCE*.
<https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ar2018~d08cb4c623.es.html>
- Banco Central Europeo (2019). “Decisiones de política monetaria” en *Informe Anual 2019, BCE*.
<https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ar2019~c199d3633e.en.html>

- Estadísticas de la Zona Euro (2020). “Indicadores macroeconómicos”
<https://www.euro-area-statistics.org/macro-economic-indicators?cr=eur&lg=es>
- Estadísticas de la Zona Euro (2020). “Tasas de inflación” <https://www.euro-area-statistics.org/inflation-rates?cr=eur&lg=es>
- Estadísticas de la Zona Euro (2020). “Tipos de interés bancarios”
<https://www.euro-area-statistics.org/bank-interest-rates-loans?cr=eur&lg=es>
- Admiral Markets. (16 de Marzo de 2020). “QE, Todo sobre el Quantitative Easing”. <https://admiralmarkets.com/es/education/articles/forex-strategy/la-larga-historia-del-quantitative-easing-o-flexibilizacion-cuantitativa>
- Europa Press. (5 de Agosto de 2020). “La banca pide 5.684 millones al BCE a tipos negativos en la tercera subasta de liquidez contra la pandemia”.
<https://www.europapress.es/economia/finanzas-00340/noticia-banca-pide-5684-millones-bce-tipos-negativos-tercera-subasta-liquidez-contra-pandemia-20200805142630.html>
- Europa Press. (24 de Agosto de 2020). “El BCE supera los 15.000 millones semanales de compras de emergencia contra la pandemia”.
<https://www.europapress.es/economia/finanzas-00340/noticia-bce-supera-15000-millones-semanales-compras-emergencia-20200824163323.html>
- Banco Central Europeo. (Junio de 2020). “Proyecciones Macroeconómicas, resumen”.
https://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/ecb.projections202006_eurosystemstaff~7628a8cf43.es.html#toc1
- Montoriol Garriga, Judit. (10 de Marzo de 2015). “Sobre la necesidad y la eficacia del QE del BCE”. CaixaBank research.
<https://www.caixabankresearch.com/es/economia-y-mercados/politica-monetaria/sobre-necesidad-y-eficacia-del-qe-del-bce>
- Martínez Sarnago, Carlos. (10 de Marzo de 2015). “El QE desembarca en la eurozona: una escala de largo plazo”. CaixaBank research.
<https://www.caixabankresearch.com/es/economia-y-mercados/mercados-financieros/qe-desembarca-eurozona-escala-largo-plazo>
- Banco Central Europeo. (22 de Enero de 2016). “¿Cómo funciona el programa de compras de activos del BCE?”. Actualizado el 28 de Febrero de 2019.
<https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/app.es.html>

- Banco Central Europeo. (22 de Enero de 2015). “¿Qué es el programa ampliado de compras de activos?”. Actualizado el 31 de Marzo de 2016.
<https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/asset-purchase.es.html>
- Banco Central Europeo. (24 de Junio de 2016). “¿Qué son las TLTRO-II?”.
<https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me/html/tltro.es.html>
- Banco Central Europeo. (2019). “*Monetary policy operations*”.
<https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/balance/mpo/html/index.en.html>
- Canals, Clàudia. (4 de Febrero de 2013). “En tiempos de crisis, creatividad monetaria”. CaixaBank research.
<https://www.caixabankresearch.com/es/economia-y-mercados/politica-monetaria/tiempos-crisis-creatividad-monetaria>
- Morron Salmeron, Adrià. (13 de Julio de 2020). “Gracias a una actuación contundente, el BCE respira y se da un tiempo”. CaixaBank research.
<https://www.caixabankresearch.com/es/publicaciones/notas-breves-actualidad-economica-y-financiera/observatorio-bancos-centrales/gracias>
- Draghi, M. (2012). European Central Bank press conference.
- Expansión. (12 de Marzo de 2015). “El BCE ya ha comprado 9.800 millones en los tres primeros días de QE”.
<http://www.expansion.com/2015/03/12/mercados/1426152342.html>
- de la Torre Montoro, Belén y Moral Ballesteros, Vanesa. (2011). “La composición del balance de los Bancos Centrales”.
<http://www.extoikos.es/n4/pdf/14.pdf>