

30 de Enero de 2015

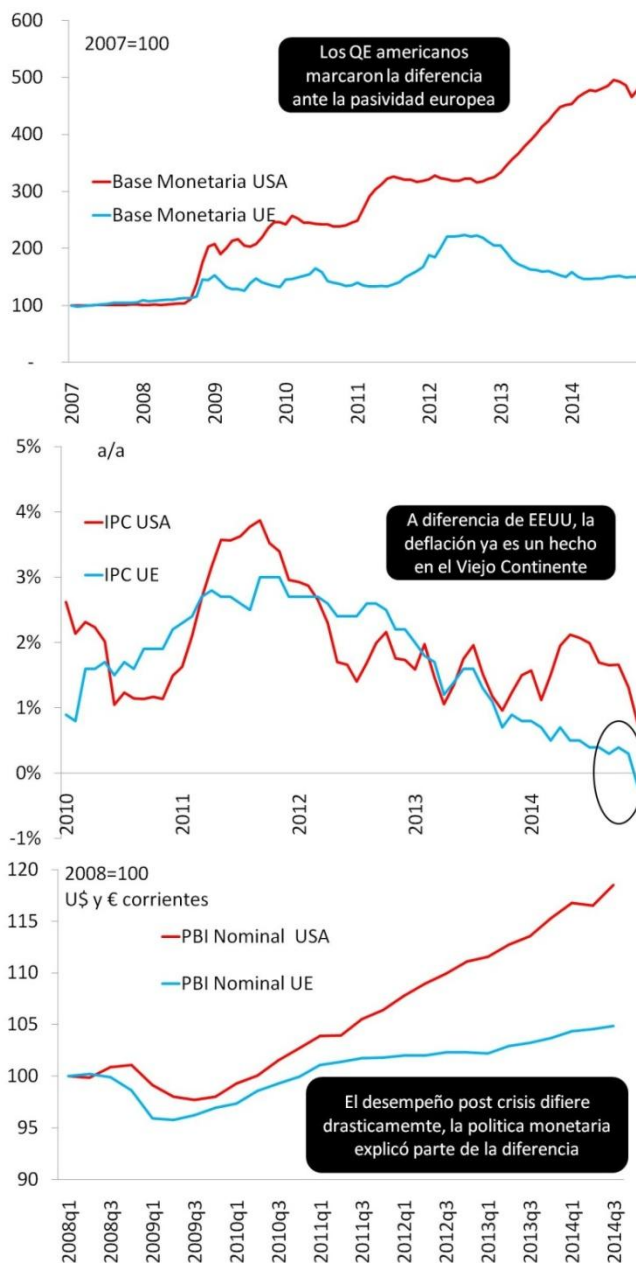
QE: El Turno del Viejo Continente

Después de una larga espera, finalmente el Banco Central Europeo (BCE) anunció el programa de compras de títulos la semana pasada. Al estilo *Quantitative Easing* (QE) o Relajación Cuantitativa norteamericano, el BCE comprará bonos por €60.000 millones por mes, por lo menos hasta septiembre del 2016. A continuación, explicaremos brevemente en qué consiste el programa y sus potenciales repercusiones.

Más vale tarde que nunca

Creo que existe cierto consenso en que la autoridad monetaria debió haber actuado antes. Si bien desde el propio núcleo del BCE han declarado públicamente en más de una oportunidad su intención de intervenir, la férrea postura alemana paralizó cualquier intento de comprar bonos en el mercado secundario. Clave para la nueva postura fue el cambio de un Trichet más ortodoxo a un Draghi más pragmático.

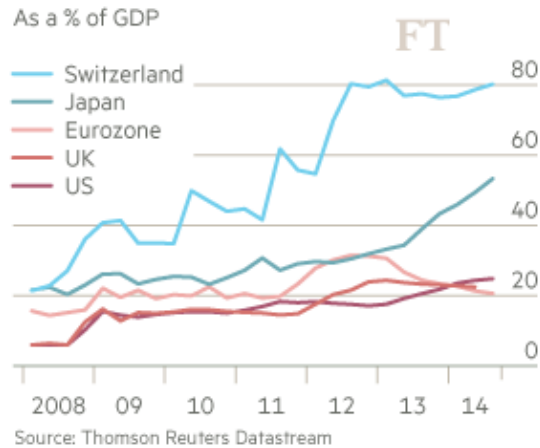
Desde el 2012 la inflación se encuentra en claro descenso y en la última medición ya pisó terreno negativo. Esta dinámica coincide con un achicamiento del balance del BCE, que analizado desde el punto de vista de sus pasivos, no es otra cosa que una menor base monetaria. La política europea frente a la crisis internacional, y también sus resultados, difieren drásticamente de los caminos escogidos por la Reserva Federal, el Banco de Inglaterra y el Banco de Japón. Vale remarcar que en los últimos meses el BCE emprendió algunas políticas de inyección de liquidez (compra de títulos privados, líneas de redescuento a plazos y tasa negativa para los depósitos de las entidades en el BCE), pero fueron insuficientes ante el fuerte escenario recesivo. En los gráficos a continuación se ve claramente los diferentes senderos de Europa y Estados Unidos.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la FED, BCE, EuroStat y BEA.

Parece que en su mandato de velar por la estabilidad de precios, el BCE se pasó del otro lado. La deflación ya es un hecho y la amenaza de una tercera recesión (*triple dip*) golpea la puerta. A la mencionada dureza monetaria hay que sumarle la austeridad fiscal, castigando más todavía la demanda agregada. A una economía en recesión y en proceso de desmonetización, la deflación provoca un incremento del valor real de las deudas y retrasa el consumo. Con los resultados a la vista, finalmente Draghi se pudo imponer y lanzó el programa.

Central bank balance sheets

**Detalles del programa**

A partir de marzo, el BCE comprará títulos por un total de €60.000 millones por mes, por lo menos hasta septiembre de 2016 (lo que implica un total de €1,14 billones), y extensible hasta que la inflación se ubique cerca de la meta del 2%. Los activos elegibles serán bonos gubernamentales, bonos de agencias e instituciones europeas y bonos securitizados de hipotecas y otros préstamos. La maturity de los bonos comprados podrá extenderse desde 2 a 30 años. El grueso de las compras (80%) recaerá sobre los balances de los Bancos Centrales Nacionales, algo se le concedió a Alemania, aunque la política de compras la manejará el BCE. En términos de magnitud, el QE europeo acaricia el 10% del PBI, una magnitud bastante menor (la mitad aproximadamente) en relación a los programas de compras de la FED, el Banco de Inglaterra y el Banco de Japón.

Objetivos y desafíos

Como mencionamos, el principal desafío es salir del escenario recesivo y deflacionario. Hasta ahora, con austeridad fiscal y en un sector privado que se preocupa más por pagar las deudas que por consumir, no parece muy probable que la demanda pueda despertar. Varios son los canales de transmisión de la relajación monetaria sobre las economías del bloque.

Por el lado del crédito soberano, la gran mayoría de los países ya afrontan una bajísima tasa de interés, el QE mucho más no podrá hacer salvo mantener las expectativas de tasas bajas por un mayor tiempo. Sin embargo, el programa podría beneficiar el costo del crédito privado, dándole un pequeño impulso a la inversión. Varias críticas recaen en este punto, por más que el costo de financiamiento caiga, no se generarán nuevas inversiones hasta que no haya demanda, y en este punto el cambio en la política fiscal vuelve a ser clave.

Las familias europeas también se verán aliviadas por el menor costo del crédito hipotecario (tasa variable o renovación a tasa fija). Sin embargo, el endeudamiento neto de las familias europeas (sacando algún país del sur) es menor en relación a las familias americanas al momento de lanzar el QE, con lo cual sus efectos serán más acotados.

Otro canal es la cotización del euro. A una moneda que venía siendo presionada a la baja, el programa de relajación monetaria no hace más que aumentar la presión devaluatoria. Vale remarcar que Europa ya hizo el ajuste externo, de hecho hoy el bloque presenta un superávit de cuenta corriente, con lo cual la presión sobre el euro debería ser menor en comparación con unos años atrás. En el mismo sentido, el margen para reactivar la economía en la zona común vía una devaluación es menor en relación a cualquier economía dado el fuerte componente del comercio intra-regional. La caída del crudo también incentiva el consumo privado y las cuentas externas (la región es importadora neta), jugando a favor de un euro más fuerte. Si bien el programa incentiva un euro más débil, otros factores también juegan.

Por último, y para nosotros quizás lo más relevante, los hogares pueden tener un efecto riqueza positivo vía un aumento del valor de sus ahorros. Si el QE, al igual que en EEUU, Inglaterra y Japón, incrementa el valor de mercado de los activos (acciones), el efecto riqueza puede beneficiar el consumo. Los mercados se ven favorecidos por dos canales, la mayor liquidez y

la potencial depreciación de la moneda. Un menor costo del dinero siempre empuja hacia arriba las acciones y una moneda más débil beneficia los balances contables vía un incremento de los resultados de las filiales en el exterior. Sin embargo, este canal también tiene una menor fuerza que en EEUU e Inglaterra, donde la exposición de los hogares a los mercados bursátiles es mayor.

En resumen, el programa es bienvenido para animar la economía intentando sortear la deflación y el estancamiento. Para los mercados europeos la inyección de liquidez siempre es una buena noticia. Sin embargo, habrá que esperar para ver los alcances y la efectividad de la política monetaria sin contar con la ayuda de la política fiscal.