

Resumen

La inflación de la zona del euro es inferior al 1 por 100 desde octubre de 2013, y las expectativas de inflación a medio plazo son muy inferiores al 2 por 100. Los pronósticos de retorno al objetivo de inflación han sido equivocados. El BCE debe actuar con fuerza, pero sin minar los ajustes de precios relativos entre el centro y la periferia de la zona del euro, ni el proceso de saneamiento del sistema bancario. Sería beneficioso reducir el tipo de los depósitos o introducir otra operación de refinanciación a largo plazo, pero probablemente no cambiaría las expectativas de inflación. La compra de bonos del Estado también sería beneficiosa, pero en una unión monetaria con 18 Tesoros, es difícil por razones económicas, políticas y jurídicas. Se recomienda un programa de compra de activos mensual de 35.000 millones de euros, con una revisión pasados tres meses. Los bonos que se deberían comprar: los emitidos por ESM/EU/EIB EFSF, los corporativos y los respaldados por activos. La compra de bonos de bancos se consideraría después de la evaluación del BCE sobre los balances bancarios. Aunque las compras de bonos distorsionan los incentivos y expone al BCE a la presión pública y privada, presentan consecuencias potenciales sobre la inflación, por lo que esos riesgos se deben sopesar frente al riesgo de persistencia de una inflación baja.

Palabras clave: inflación, política monetaria, expansión cuantitativa.

Abstract

Euro-area inflation has been below 1 percent since October 2013, and medium-term inflation expectations are well below 2 percent. Forecasts of the return to target inflation have proved wrong. The ECB should act forcefully, but should undermine neither the relative price adjustments between the euro-area core and the periphery that are needed, nor the process of addressing weaknesses in Europe's banking system. Reducing the deposit rate or introducing another long-term refinancing operation could be beneficial, but would be unlikely to change substantially inflation expectations. Government bond purchases would be significantly beneficial, but in a monetary union with 18 different treasuries, such purchases are difficult for economic, political and legal reasons. We recommend a monthly asset-purchase program of 35 billion with a review after three months. EFSF/ESM/EU/EIB bonds, corporate bonds and asset-backed securities should be purchased. Bonds of sound banks could be considered after the completion of the ECB's assessment of bank balance sheets. While bond purchases distort incentives and make the ECB subject to private and public sector pressure, with potential consequences for inflation, such risks need to be weighed against the risk of persistently low inflation.

Key words: inflation, monetary policy, quantitative easing.

JEL classification: E31, E51, E52.

ENFRENTÁNDOSE A LA BAJA INFLACIÓN: LAS OPCIONES DEL BCE (*)

Gregory CLAEYS

Zsolt DARVAS

Silvia MERLER

Guntram B. WOLFF

Bruegel

I. INTRODUCCIÓN

LOS beneficios que se derivan de la estabilidad de precios son muy claros. Una inflación elevada puede distorsionar las decisiones de inversión de las empresas y las decisiones de consumo de las familias. Los cambios en la inflación redistribuyen la riqueza y la renta reales entre los diferentes segmentos de la sociedad, tales como ahorradores y prestatarios o jóvenes y mayores. Por consiguiente, la estabilidad de precios es un bien público esencial que se ha convertido en un principio fundamental de la Unión Económica y Monetaria Europea. Pero el Tratado no define la estabilidad de precios. Corresponde al Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) cuantificarla: «Se entiende por estabilidad de precios un incremento interanual por debajo del 2 por 100 en la zona del euro del Índice de Precios de Consumo Armonizado (IPCA)» (1). El Consejo de Gobierno del BCE también ha dejado claro que su objetivo es mantener la inflación por debajo o, en todo caso, muy próximo al 2 por 100 a medio plazo, aunque no ha cuantificado lo que entiende por «proximidad» ni ha dado una definición exacta del término «medio plazo» (2). Esta aclaración se ha interpretado mayoritariamente como que el objetivo real del BCE está cercano, pero

por debajo del 2 por 100 de inflación en el medio plazo.

En las actuales circunstancias europeas, una inflación baja en el conjunto de la zona del euro implica que en determinados Estados miembros de la zona del euro la inflación tiene que ser muy baja o incluso negativa para poder recuperar su competitividad con respecto a los países con mejor comportamiento, los países del centro. Cuanto más baja sea la tasa de inflación general, más tendrán que reducirse las tasas de inflación de los países de la periferia para conseguir los mismos beneficios en términos de competitividad. Pero una inflación más baja socava la sostenibilidad de la deuda pública y privada cuando los contratos de deuda son contratos nominales a largo plazo y no se ha anticipado la caída en la tasa de inflación. Desde el punto de vista de los Estados, una inflación baja a menudo significa una caída en la recaudación tributaria nominal, lo que a su vez dificulta el servicio o el reembolso de la deuda.

La inflación en la zona del euro se ha ido reduciendo desde finales de 2011 y se ha mantenido por debajo del 1 por 100 desde octubre de 2013. La inflación subyacente, una medida que excluye las variaciones de los precios volátiles, es decir, los precios de la energía y los alimentos

no procesados, ha experimentado una evolución similar. Cinco de los 18 Estados miembros de la zona del euro (Chipre, Grecia, Portugal, Eslovaquia y España) están ya en deflación. Incluso en los países que no están en recesión, como Bélgica, Francia y Alemania, las tasas de inflación están próximas pero por debajo del objetivo de la zona del euro del 2 por 100. Y más preocupante aún es que la previsión del BCE indica que la inflación no estará cercana al 2 por 100 en el medio plazo.

Dada la necesidad de recuperar la competitividad, se puede esperar y es incluso deseable una tasa de inflación por debajo del objetivo en los países periféricos de la zona del euro. Aun así, para facilitar los ajustes y cumplir con el objetivo general de inflación del BCE, es necesario que la inflación en los países del centro de la zona del euro se estabilice y alcance niveles por encima del 2 por 100. Por consiguiente, una de las preguntas claves que se plantean los responsables de diseñar las políticas es por qué las tasas de inflación se contienen en los países del centro pese a unas condiciones de política monetaria muy acomodaticias y un restablecimiento gradual del crecimiento económico. Los responsables de las políticas monetarias también deben tener en cuenta cuáles son las políticas monetarias que resultan apropiadas para incrementar la inflación en el conjunto de la zona del euro y garantizar, al mismo tiempo, que se mantenga el diferencial de inflación entre el centro y la periferia. Además, los problemas sin resolver del sector bancario hacen más difícil la tarea del BCE.

Con este escenario detrás, en este artículo se discuten las operaciones de política monetaria dirigidas a tratar la baja inflación en la zona del euro. Evidentemente, las políticas estructurales

y las dirigidas a la banca, el mecanismo de fijación de salarios y las políticas fiscales también tendrán que representar un papel importante para luchar contra la recesión y la baja inflación. Sin embargo, estos últimos aspectos no se discuten en este artículo.

II. EVOLUCIÓN HETEROGÉNEA DE LA INFLACIÓN EN LA ZONA DEL EURO

El panel A del gráfico 1 muestra que la inflación ha seguido una tendencia a la baja desde finales de 2011, mientras que el panel B pone de relieve una tendencia similar en la inflación subyacente (3). Los paneles A y B indican también que había diferencias importantes entre los países de la zona del euro. Los países periféricos (que definimos como Chipre, Grecia, Irlanda, Italia, España y Portugal) registraron tasas de inflación más altas que otros países de la zona del euro antes de la crisis y también en pleno periodo de crisis. Solo desde 2013 se observa una caída de la inflación en la periferia por debajo de los niveles medios de la zona del euro (4).

Varios países están ya experimentando una deflación. La situación de Chipre, Grecia, Portugal, Eslovaquia y España es de deflación, mientras que en marzo de 2014 las tasas de inflación en Holanda (0,1 por 100), Irlanda (0,3 por 100), Italia (0,3 por 100) y Lituania (0,2 por 100) se acercaban bastante a cero si se medían a partir de la inflación subyacente.

— *¿Existe el riesgo de que la zona del euro en su conjunto entre en clara deflación?*

Las mediciones de las expectativas de inflación llevan tiempo ca-

yendo. El gráfico 2 muestra expectativas procedentes de dos fuentes (un estudio del BCE y un indicador basado en el mercado) y para dos horizontes temporales. Las expectativas a dos años están significativamente por debajo del 2 por 100, e incluso por debajo del 1 por 100 según el indicador basado en el mercado. En el horizonte temporal relevante para el BCE las expectativas de inflación han estado ancladas en el 2 por 100. El hecho de que el BCE no adoptara medidas de política monetaria en un momento en el que sus propias previsiones de inflación a medio plazo daban por cierto que estaban por debajo del umbral del 2 por 100, era una señal a los mercados de que las expectativas de inflación a más largo plazo también habían sido objeto de una revisión a la baja. El BCE es ahora menos efectivo a la hora de anclar las expectativas a más largo plazo en o próximo al 2 por 100.

Hay otras cuatro razones que sugieren que el BCE ya debería haber adoptado estímulos monetarios adicionales:

1) El coste de las desviaciones con respecto a la inflación actual de referencia es asimétrico.

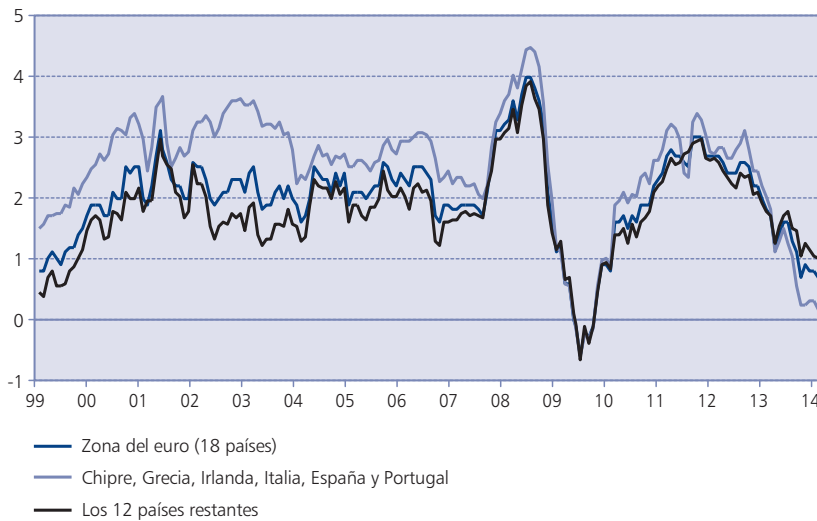
2) El historial de las previsiones y expectativas de inflación demuestra que, a menudo, los grandes cambios en la inflación no se han podido prever.

3) La experiencia japonesa parece indicar que las expectativas a largo plazo del mercado pueden estar persistentemente sesgadas al alza.

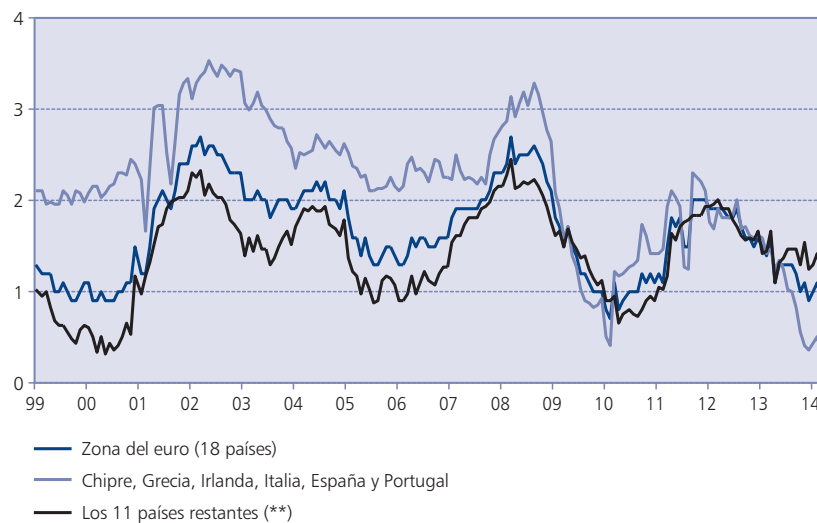
4) La acción anterior se puede evitar con el uso posterior de medidas de política no convencional mucho más intensas, en situaciones en que la inflación cae tanto que no queda otra opción.

GRÁFICO 1
EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN EN LA ZONA DEL EURO
(Cambio porcentual comparado con el mismo mes del año anterior)

A) Inflación general (con todos los productos)



B) Inflación subyacente (*)



Notas:

(*) La inflación subyacente se define como el índice general excluyendo los alimentos no procesados y la energía.

(**) Los datos de inflación subyacente de Eslovenia no están disponibles para todo el periodo analizado, por lo que no se incluye este país.

Fuente: Cálculos de Bruegel utilizando datos de Eurostat.

En primer lugar, cuando el nivel de inflación es bajo, los costes de una desviación con respecto a las previsiones de inflación del

propio BCE son altamente asimétricos. Si la inflación resulta ser más alta de lo previsto, ello significaría que la inflación estaría más

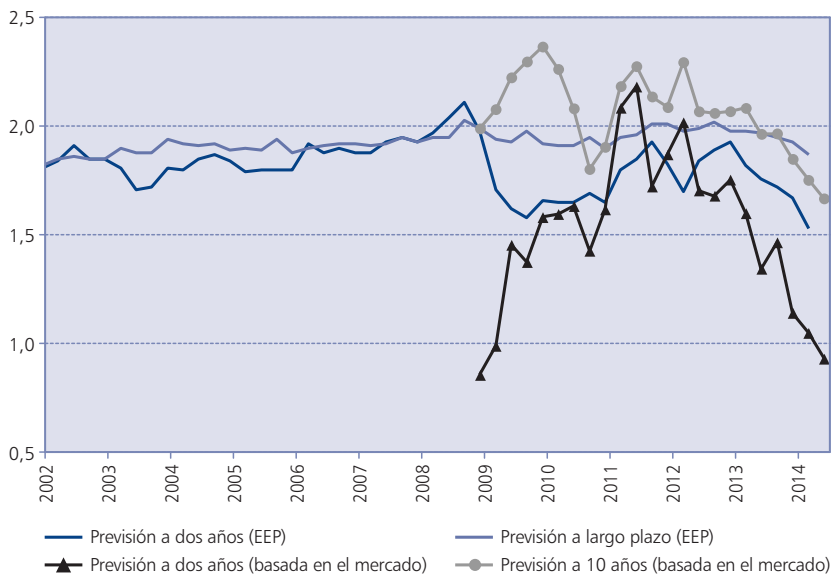
próxima del umbral del 2 por 100, lo que constituye una evolución benigna. Pero, si la inflación resulta ser más baja de lo previsto, los países periféricos de la zona del euro tendrían que mantener un nivel de inflación aún más bajo o un nivel de deflación más alto, con los riesgos consiguientes para la sostenibilidad de la deuda pública y privada.

En segundo lugar, las previsiones de inflación del BCE y las expectativas del mercado no fueron capaces de predecir desviaciones importantes con respecto al umbral del 2 por 100 (gráfico 3). Cuando se observaba una desviación significativa, tanto las previsiones del BCE como las expectativas del mercado predecían una vuelta gradual al umbral del 2 por 100, lo que en ocasiones se confirmó (véanse, por ejemplo, las previsiones del BCE de diciembre de 2011), pero resultó desacertado la mayoría de las veces.

Y, en tercer lugar, el hecho de que las expectativas de inflación a largo plazo en la zona del euro no se hayan desviado demasiado del 2 por 100 hasta el momento no debería interpretarse como una garantía de que la inflación pueda volver al nivel del 2 por 100 sin ninguna medida adicional de política monetaria. En Japón, las expectativas de inflación a largo plazo se mantuvieron en torno al 1 por 100 en promedio entre 1996 y 2013, pese a que el nivel real de inflación se situó ligeramente por debajo de cero, en $-0,1$ por 100 (gráfico 4). El error medio de previsión de las expectativas de inflación a seis-diez años cometido entre 1996 y 2003 fue de 1,1 puntos porcentuales (5).

Al mismo tiempo, las evoluciones de los precios de la zona del euro siguen siendo sustancialmen-

GRÁFICO 2
EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN EN LA ZONA DEL EURO (*)
 (Expectativas de la Encuesta de Expertos en Previsión del BCE
 y las basadas en el mercado, T1;2002-T2;2014)



Nota: (*) En la encuesta del BCE el horizonte de largo plazo no se especifica. Las expectativas que se basan en el mercado se refieren a *swaps* de inflación a un día (OIS) que se pueden usar como una variable *proxy* de la expectativa de inflación futura. Los valores del T2-2014 de las expectativas del mercado se calculan como la media durante el periodo 1-23 de abril, mientras que el último dato disponible para los valores de la encuesta son de finales de marzo de 2014.

Fuentes: Encuesta de Expertos en Previsión (*Survey of Professional Forecasters*) del BCE y Datastream.

III. ¿CÓMO ABORDAR UNA INFLACIÓN BAJA EN UNA UNIÓN MONETARIA HETEROGÉNEA?

1. Restricciones clave

La tarea del BCE se complica por la presencia de dos circunstancias muy concretas. En primer lugar, la zona del euro es una unión monetaria muy heterogénea en la que está en curso un proceso de ajuste de precios relativos entre las diferentes partes de la unión monetaria. Este ajuste es consecuencia de las pasadas divergencias en los precios, muy significativas. Para comprender mejor la primera cuestión, es útil recurrir a un sencillo ejemplo de una unión monetaria de dos países. En esta unión monetaria, una región (llamada la periferia) está en recesión y tiene una tasa de inflación que tiende a cero, mientras que la otra región (llamada el centro) tiene una tasa de inflación del 1 por 100, todavía por debajo del objetivo del 2 por 100, aunque esta región casi alcanza el pleno empleo. El estímulo monetario debería provocar un incremento de la inflación agregada en la unión monetaria hasta alcanzar el objetivo del 2 por 100. No obstante, como es necesario un ajuste de precios relativos entre la periferia y el centro, el estímulo monetario tendría que garantizar el mantenimiento del diferencial de inflación entre las dos regiones.

Por tanto, el estímulo debe incrementar la inflación y la actividad tanto en el centro como en la periferia. El necesario ajuste de precios relativos implica que la inflación se incremente en el centro hasta superar el objetivo, mientras que se mantenga por debajo de este en la periferia. En caso de que el estímulo no tuviera ningún impacto en el centro, restringiéndose su influencia a la periferia,

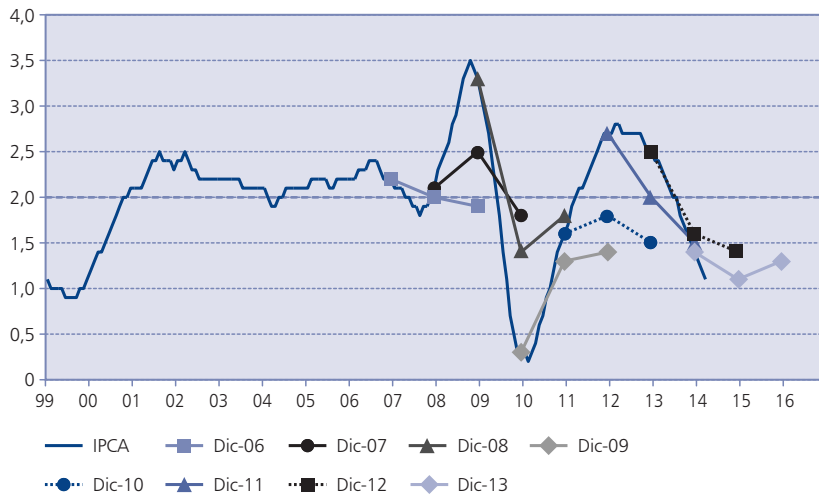
te distintas de lo que ha sucedido en Japón en las dos últimas décadas. En Japón, cerca de la mitad de los artículos que forman parte de la cesta de la compra registraron una caída en sus precios durante el periodo en el que la tasa de inflación media era cercana a cero (Claeys, Hüttl y Merler, 2004). En la zona del euro se había registrado un aumento en la proporción de los artículos de la cesta del IPCA que ya eran deflacionarios en los últimos meses (hasta cerca del 20 por 100 de la cesta total del IPCA), pero esta proporción no es demasiado alta (y similar a las proporciones observadas en 2005 cuando la tasa de inflación se aproximó al 2 por 100 en la zona del euro) y sigue sien-

do significativamente más baja que en Japón.

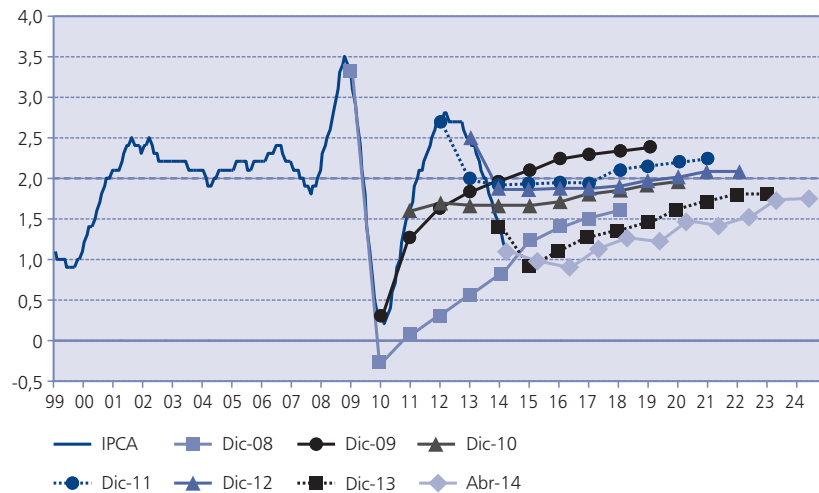
En su conjunto, la inflación no ha dejado de bajar de forma significativa, al igual que las expectativas de inflación. Las previsiones de inflación han demostrado una y otra vez que son demasiado optimistas respecto al regreso a tasas de inflación en el umbral del 2 por 100 en la zona del euro como del objetivo del 1 por 100 en Japón. Las propias previsiones del BCE parecen indicar que la inflación en la zona del euro no volverá a niveles cercanos al 2 por 100 en el medio plazo, y detectamos un riesgo importante de que no vuelvan a situarse en estos niveles ni siquiera a más largo plazo.

GRÁFICO 3
PREDICIONES Y EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN Y DATOS REALIZADOS DE INFLACIÓN EN LA ZONA DEL EURO (*)

A) Previsiones de inflación del BCE



B) Expectativas de inflación basadas en el mercado



Nota: (*) El IPCA se define como la tasa de variación media en los doce meses; en el panel A, para las previsiones del BCE las proyecciones de la plantilla indican un rango que se refiere al «cambio porcentual medio anual proyectado» (véase: [//www.ecb.europa.eu/mopo/strategy/ecana/html/table.en.html](http://www.ecb.europa.eu/mopo/strategy/ecana/html/table.en.html)). Por simplicidad, se toma la media del rango dado. En el panel B, las expectativas basadas en el mercado se refieren al *swap* de inflación a 1 día (OIS), que se utiliza como variable *proxy* de las expectativas de inflación futura.

Fuente: Datastream.

estímulo monetario orientado a que los bancos incrementen los préstamos al sector privado resulte menos efectivo, tal y como ocurrió en el contexto de las operaciones de refinanciación a plazo más largo (*Longer Term Refinancing Operations*, LTRO) a finales de 2011 y comienzos de 2012, cuando los bancos incrementaron los préstamos a los gobiernos y acumularon reservas en el BCE. Además, el BCE está preocupado con la calidad de los balances de los bancos en el sentido de que está revisando la calidad de los activos y realizando test de estrés. Evidentemente, la política monetaria no puede por sí sola arreglar el canal del crédito bancario. Es necesario tomar medidas para corregir las deficiencias estructurales de los balances bancarios. La pregunta clave es si las posibles medidas de política monetaria (tales como una nueva inyección de liquidez a largo plazo a los bancos, programas de compra de activos de bancos y/o de otros tenedores de activos del sector privado o tipos de depósito negativos en el BCE para los bancos) podrían dar lugar a un incremento de la inflación en las circunstancias actuales. Otra pregunta igualmente importante es saber si medidas de política monetaria de este tipo eliminarían el incentivo para corregir los problemas estructurales del sistema bancario donde proceda.

2. Instrumentos de política monetaria para afrontar una inflación baja en el marco particular de la zona del euro

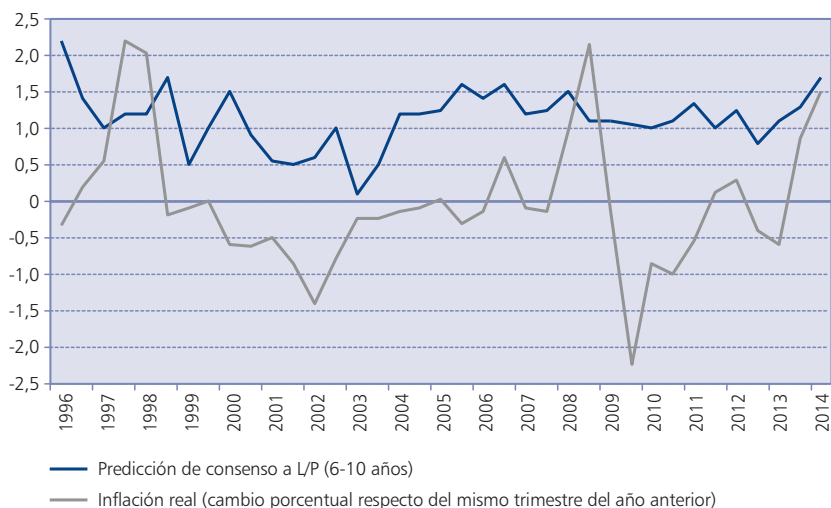
Son varios los instrumentos de política monetaria que podrían desplegarse para incrementar la inflación y las expectativas de inflación:

terminaría por socavar el necesario proceso de ajuste de precios.

La segunda cuestión que el BCE ha de resolver es el saneamiento

de los balances de los bancos que ya está en curso. Cuando varios bancos presentan una posición vulnerable en términos de capital y de liquidez, es probable que un

GRÁFICO 4
EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A LARGO PLAZO E INFLACIÓN REAL EN JAPÓN (*)



Nota: (*) Se utilizan los datos utilizados en el gráfico 7 de Antolin-Díaz (2014). Hay dos observaciones por año, abril y octubre. Para la inflación real se dibuja el cambio en el IPC general respecto del trimestre del año anterior, que el último dato disponible para los valores de la encuesta son de finales de marzo de 2014.

Fuentes: Consensus Economics (2014) para las expectativas y FMI para los datos realizados.

— Reducir las operaciones principales de financiación (*Main Refinancing Operation*, MRO) a tipo de interés cero.

— Tipos de depósito negativos para los depósitos bancarios en el BCE.

— Finalizar la esterilización del SMP (*Securities Market Programme*) de las posiciones en deuda pública del BCE.

— Nuevas operaciones de refinanciación a largo plazo (por ejemplo, a tres o más años), a ser posible condicionadas a la concesión de crédito neto al sector privado.

— Compras de activos:

a) Compra de deuda europea o de la zona del euro (deuda de

fondos europeos y de bancos de inversión europeos.

b) Compra de deuda no soberana, por ejemplo, deuda de empresas no financieras, valores respaldados por activos (ABS) o deuda de entidades financieras.

c) Compra de deuda soberana de Estados miembros de la zona del euro.

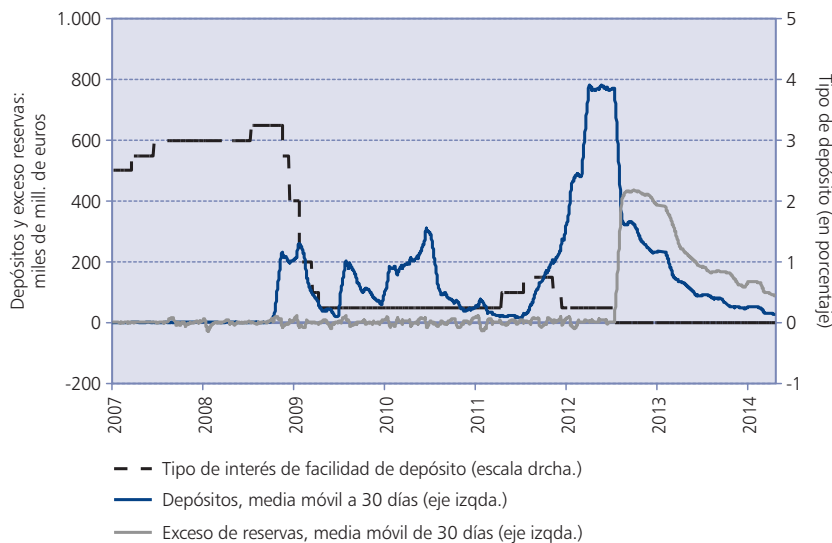
d) Intervenciones en los mercados de divisas: compra de activos extranjeros, como deuda soberana fuera de la zona del euro o deuda corporativa. No volveremos a ocuparnos de esta medida de política monetaria habida cuenta de la declaración de febrero de 2013 de los gobernadores de los bancos centrales y ministros de Economía del G-7, ratificando «el compromiso per-

manente con tipos de cambio determinados por el mercado y consultar ampliamente cualquier intervención en los mercados de divisas» (6).

2.1. Reducir el tipo de interés del BCE

Cabría la posibilidad de una rebaja marginal del tipo de refinanciación del BCE, actualmente en el 0,25 por 100. Pero es poco probable que el impacto de esta pequeña rebaja sea suficiente para cambiar de modo sustancial las expectativas de inflación. Además, el BCE podría bajar el tipo de interés que reciben los bancos cuando depositan liquidez en el BCE, de cero a un tipo negativo. Dado que actualmente los bancos no pueden exceder las reservas en sus cuentas corrientes en el BCE a tipo cero, un tipo de depósitos negativo estaría acompañado por el mismo tipo de interés negativo sobre los excesos de reservas para evitar el cambio de todos los depósitos a excesos de reservas. El gráfico 5 muestra que los bancos cambiaron la mitad de sus depósitos a exceso de reservas cuando el tipo de los depósitos se redujo a cero. Un tipo de interés en los depósitos negativo significaría que los bancos pagarían intereses por colocar depósitos en el banco central. Esta medida reduciría el incentivo que supone para los bancos mantener sus reservas en el banco central y, por consiguiente, debería llevar a los bancos a una mayor predisposición a destinar su liquidez a otros usos, como puede ser conceder crédito a otros sectores de la economía. Sin embargo, la suma de los depósitos de los bancos y sus excesos de reservas en el BCE ha caído rápidamente (gráfico 5), incluso con la normalización de los mercados monetarios a los niveles precrisis cercanos a cero. Esto

GRÁFICO 5
TIPO DE INTERÉS SOBRE DEPÓSITOS DEL BCE, DEPÓSITOS DE BANCOS EN FACILIDADES DE DEPÓSITO DEL BCE Y EXCESO DE RESERVAS DE LOS BANCOS EN EL BCE (*)
 (Enero 2007-abril 2014)



Nota: (*) El exceso de reserva de los bancos incluye las reservas de los bancos que mantienen en sus cuentas corrientes con el BCE menos el requerimiento mínimo de reservas.
 Fuente: Cálculos de Bruegel basados en datos del BCE.

implica que el impacto directo de un tipo de depósito negativo sería mínimo, en términos de cambiar los incentivos para mantener depósitos y exceso de reservas.

No es fácil determinar el impacto específico que tendría un tipo de depósito negativo sobre el crédito adicional y la inflación, pero el caso de Dinamarca puede servir de ejemplo. En julio de 2012, el banco central danés redujo el tipo de depósito de los bancos a $-0,2$ por 100, y mantuvo el tipo negativo hasta el 24 de abril de 2014. La principal motivación para el tipo de interés negativo fue desincentivar las entradas de capital en Dinamarca, porque con la intensificación de las crisis del euro los inversores buscaban activos seguros. Los efectos más directos fueron la re-

ducción del rendimiento de los bonos del Tesoro danés por debajo de cero y una depreciación de la corona danesa frente al euro, en alrededor de medio punto porcentual (de 7,43 a 7,46). Este cambio fue bastante voluminoso para Dinamarca, ya que el tipo de cambio con el euro se mantiene muy estable. Un tipo de depósito negativo del BCE podría reducir los rendimientos de los bonos del Tesoro, especialmente de los países del centro de la zona del euro, y debilitar el tipo de cambio del euro, lo que daría lugar a un aumento de la inflación.

Algunos comentaristas (por ejemplo, Papadia, 2013) han argumentado que, de hecho, los bancos podían aumentar el tipo de interés de sus préstamos para compensar las pérdidas ocasionadas por sus depósitos en el BCE. Sin embargo, la experiencia danesa también mostró que un tipo de interés de depósito negativo no necesariamente tiene impacto sobre los préstamos de los bancos a sus clientes. Otro motivo de preocupación tiene que ver con el impacto de los tipos de interés negativos sobre la actividad del mercado monetario. La decisión del BCE de reducir a cero el tipo de depósito ya ha supuesto el cierre de varios fondos del mercado monetario —fondos de inversión que invierten en el mercado monetario (7)—. No obstante, en Dinamarca los volúmenes del mercado monetario solo experimentaron una ligera bajada después de que se introdujera el tipo de depósito negativo del banco central. Los inversores que salían de los fondos del mercado monetario se limitaban a atesorar el dinero en efectivo o se veían obligados a buscar nuevas inversiones, lo que probablemente llevó a aumentar la liquidez en los mercados con características similares a los mercados monetarios.

2.2. *Detener la esterilización de las posiciones de deuda del SMP*

Otra medida que se plantea algunas veces consiste en suspender la esterilización de las posiciones de deuda del Programa para el Mercado de Valores del BCE (*Securities Market Programme, SMP*). Al amparo de este programa, el BCE adquirió cerca de 220.000 millones de euros en deuda pública de Grecia, Irlanda, Portugal, Italia y España. En este momento todavía hay 175.500 millones de euros en bonos del SMP, cuya fecha de vencimiento no ha sido hecha pública por el BCE. Los títulos públicos se mantienen hasta su vencimiento y las compras se esterilizan en su tota-

lidad. Detener su esterilización supondría una inyección de 175.500 millones de euros en los mercados monetarios de la zona del euro.

Ahora bien, el programa SMP se lanzó para corregir el mal funcionamiento de los mercados de capitales y restaurar un mecanismo adecuado de transmisión de la política monetaria, sin que ello incidiera en la señal de política monetaria (8). Un rasgo clave que se destacó de ese programa era la esterilización. No cumplir con este compromiso y cambiar ahora el objetivo alterando la señal resultaría bastante problemático, ya que podría socavar la confianza en otros compromisos adquiridos por el BCE. Es importante señalar que también se anunció la esterilización de las Operaciones Monetarias de Compraventas (OMT) (9). En las disputas judiciales sobre las OMT que hay en curso actualmente (10), detener la esterilización de las posiciones de deuda del SMP brindaría un argumento poderoso a los demandantes, que podrían alegar que los compromisos del BCE respecto a las OMT no son de fiar.

2.3. *Nuevas operaciones de refinanciación a largo plazo (por ejemplo, tres años o más)*

En épocas normales, los bancos centrales no se implican en operaciones de liquidez a largo plazo. Una de las razones de ello es la relacionada con el riesgo moral: una financiación a largo plazo de los bancos centrales a tipos más bajos de los que los bancos pueden obtener en el mercado podría incentivar una asunción de riesgos excesiva y mantener a flote bancos de lo contrario insolventes. Pero cuando el mercado interbancario se

tornó disfuncional durante la crisis, varios países periféricos de la zona del euro se enfrentaban a una suspensión repentina de la financiación exterior. Para abordar este problema, el BCE proporcionó una amplia liquidez. El plazo de vencimiento de las operaciones de liquidez del BCE se amplió de tres a seis y doce meses. En diciembre de 2011 y febrero de 2012, el BCE también lanzó dos Operaciones de Refinanciación a Largo Plazo (LTRO) de carácter extraordinario con plazos de vencimiento a tres años, al amparo de las cuales los bancos de la zona del euro tomaron prestado un total de casi 1 billón de euros.

Asimismo, en octubre de 2008, el BCE introdujo una política de «adjudicación total» para todas las operaciones de liquidez del BCE. Con este procedimiento, el control de la liquidez de los bancos centrales se traslada de facto del banco central al sistema bancario, al poder acceder los bancos a toda la liquidez del banco central que necesiten a un tipo de interés variable (a condición de que aporten colateral elegible suficiente).

Estas operaciones, junto con la revisión de la política de colateral elegible (ampliación y modificación de los requisitos para la aceptación de activos como colateral con objeto de mitigar las posibles restricciones derivadas de la escasez de colateral) permitieron a los bancos con problemas de liquidez refinanciar una parte sustancial de sus balances gracias al crédito del banco central, disponible a un tipo de interés bajo y un vencimiento largo. En un sistema fuertemente dependiente de los bancos, como el de la zona del euro, estas medidas fueron esenciales para evitar un cataclismo financiero y económico (11).

No obstante, estas operaciones contribuyeron muy poco a incentivar la concesión de créditos al sector privado (aunque es probable que sí hayan contribuido a evitar el colapso del crédito existente). En una gran medida, los bancos depositaron la financiación barata obtenida del banco central en el BCE para los tiempos difíciles, o bien compraron deuda pública con un mayor rendimiento. Por tanto, las LTRO sirvieron para apuntalar la liquidez, asegurando a los bancos una financiación estable a largo plazo (tres años), subsidiaron al sistema bancario y ayudaron a restablecer su rentabilidad y apoyaron temporalmente a unos mercados de deuda pública en apuros. Considerando la alternativa de una crisis financiera cuya gravedad podía ir en aumento, estos logros fueron beneficiosos. Aunque las LTRO pudieron retrasar los esfuerzos de restructuración de la banca y prolongar la vida de bancos inviables.

Por dos motivos principales, la situación actual difiere mucho de la que había cuando se adoptaron las dos LTRO con vencimiento a tres años.

En primer lugar, una de las razones por las que fracasaron las LTRO de 2011/2012 en su intento de promover el crédito fue la debilidad de los balances de los bancos y la incertidumbre acerca de la integridad de la zona del euro. Gracias a la Evaluación Exhaustiva del BCE, las deficiencias estructurales del sector bancario se están corrigiendo de forma gradual. Además, las especulaciones sobre el desmembramiento de la eurozona han perdido parte de su relevancia. Por tanto, una nueva LTRO podría ser más efectiva. En concreto, si la financiación del BCE se condiciona al incremento por parte de los bancos del crédito neto a la economía no financiera del sector privado, de modo simi-

lar al Plan de Financiación del Crédito (*Funding for Lending Scheme*, FLS) del Banco de Inglaterra (Darvas, 2013; Wolff, 2013). Este condicionamiento, por definición, excluiría el uso de esa liquidez por parte de los bancos para comprar deuda pública. Con el crédito garantizado a los bancos, la exposición del BCE al riesgo de crédito es mínima. Además, el banco central no sustituiría al sistema bancario en la provisión y asignación del crédito al sector privado no financiero. Una nueva LTRO podría ser una buena opción de política monetaria para promover el crecimiento del crédito.

En segundo lugar, la otra gran razón por la que la situación ac-

tual difiere de la época en la que se adoptaron las LTRO con vencimiento a tres años es que hoy ya no hay crisis de liquidez. De hecho, algunos bancos están reembolsando antes de lo previsto los préstamos del BCE (gráfico 6), aun cuando pueden sustituir esa financiación a un mayor coste de otras fuentes. Por tanto, inyectar liquidez mediante una LTRO puede estar limitada y el programa podría no ser efectivo en estimular la inflación y el préstamo.

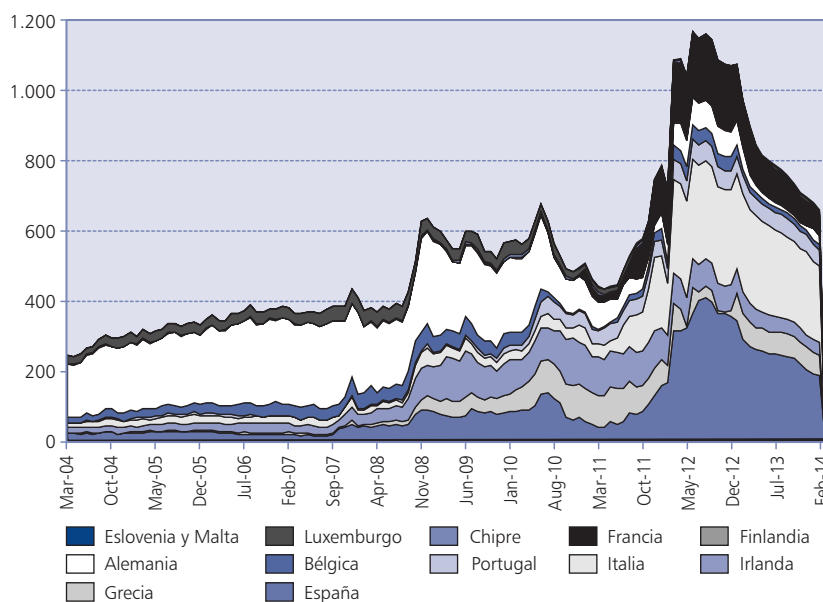
IV. COMPRAS DE ACTIVOS

Para cualquier banco central, las compras de activos siempre llevan asociadas elecciones difícil-

les sobre qué y cuánto comprar. El banco central se ha convertido en un comprador importante en los mercados financieros y, por tanto, puede estar sujeto a presiones procedentes de políticos y empresas. Este es un poderoso argumento para que los bancos centrales actúen pronto, para evitar la trampa de una baja inflación en la que las políticas monetarias convencionales llegarían a ser menos efectivas. Cuanto más tiempo se retrase la aplicación de un programa de compra de activos en una situación en la que la inflación es ya muy baja, mayor es el riesgo de que en última instancia sea necesario un programa de compra aún mayor.

Como respuesta a la crisis global económica y financiera, la Reserva Federal, el Banco de Inglaterra y el Banco de Japón lanzaron programas de compra de activos de gran alcance, denominados a menudo expansión cuantitativa (*Quantitative Easing*, QE) (12). Entre comienzos de 2009 y marzo de 2014, la Reserva Federal compró 1,9 billones de dólares (el 11,9 por 100 del PIB de Estados Unidos) en bonos a largo plazo del Tesoro estadounidense (UST) y 1,6 billones de dólares (el 9,6 por 100 del PIB de Estados Unidos) en títulos respaldados por hipotecas (*Mortgage-Backed Securities*, MBS). Entre enero de 2009 y noviembre de 2012, el Banco de Inglaterra compró 375.000 millones de libras (el 24 por 100 del PIB de Reino Unido) en títulos de deuda del Tesoro británico en su mayoría a medio y largo plazo. Y el Banco de Japón inició una nueva ronda de compras de activos en marzo de 2013 y prevé comprar 50 billones de yenes en deuda pública (el 10,4 por 100 del PIB de 2013), 1 billón de yenes de fondos cotizados (el 0,2 por 100 del PIB) y 50.000 millones de yenes en fon-

GRÁFICO 6
USO DE LA LIQUEZ DEL EUROSISTEMA, ENERO 2003-FEBRERO DE 2014 (*)
(En miles de millones de euros)



Nota: (*) El BCE no proporciona datos desagregados por país del uso de sus facilidades. Los datos proceden de los bancos centrales nacionales pero el informe estándar difiere. Por lo tanto, la longitud de las series temporales no es la misma para todos los países y para algunos países los datos no están disponibles para el público.

Fuente: Informes de los bancos centrales nacionales.

dos japoneses de inversión inmobiliaria (el 0,01 por 100 del PIB) al año, con objeto de duplicar en dos años la base monetaria del país. Además de estas compras de activos, estos bancos centrales también disponían de una serie de programas para mantener la liquidez de diferentes mercados. El BCE ha efectuado pocas compras de activos hasta la fecha, pero ha reaccionado a la crisis inyectando liquidez al sistema bancario. La magnitud del balance de los bancos centrales se incrementó, pues, por diferentes motivos (gráfico 7).

Las compras de activos pueden obedecer a una medida de política si los tipos de interés han llegado al límite inferior de cero y las operaciones de refinanciación no son efectivas, como se indicó anteriormente. Hay diversas vías a través de las cuales las compras de activos pueden ejercer una influencia sobre las condiciones

monetarias y, por ende, sobre la actividad económica y los precios:

— *El multiplicador monetario*: si el multiplicador monetario (la relación entre los agregados monetarios en sentido amplio y la base monetaria) es estable, el incremento de la base monetaria resultante de la compra de activos incrementará los agregados monetarios, al concederse más crédito a entidades no financieras y a familias, lo que a su vez estimulará la demanda.

— *Alterar las rentabilidades*: la compra por el banco central de un determinado activo reducirá la oferta neta de dicho activo al sector privado e incrementará su precio, reduciendo así su rentabilidad.

— *Reajuste de carteras*: a menos que los activos adquiridos sean un sustituto muy próximo al dinero en efectivo (como los pa-

garés y letras del Tesoro a corto plazo), los inversores que vendieron estos activos buscarán nuevas oportunidades de inversión, haciendo subir los precios y reduciendo también los rendimientos en otros mercados.

— *Tipo de cambio*: vía reajuste de carteras, los anteriores propietarios de los activos podrían invertir en activos nominados en otras divisas, lo que traería consigo una depreciación de la moneda local. Esto último podría, a su vez, incrementar los precios a la importación y, por tanto, la inflación, pero también fomentaría la producción para la exportación y, por consiguiente, la actividad económica.

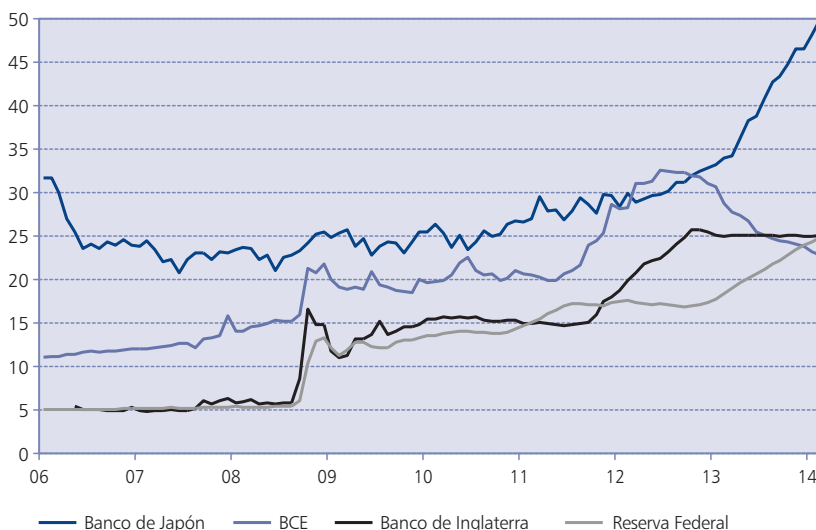
— *Efecto riqueza*: el incremento de los precios de los activos puede tener un efecto riqueza para los propietarios de esos activos, lo que a su vez puede incrementar el consumo o la inversión (13).

— *Señalización*: las compras de activos por el banco central cuando se alcanza el límite inferior de cero en los tipos de interés podría constituir una señal para los participantes en el mercado de que el banco central es serio en cuanto a la relajación adicional de las condiciones monetarias. Esto podría tener un impacto sobre las expectativas de inflación y sobre la orientación futura prevista de los tipos de política monetaria, lo que a su vez podría traer consigo una reducción en los tipos de interés reales actuales.

1. ¿Cómo funcionarían estos canales en la zona del euro y, en particular, en los países del centro y en los periféricos?

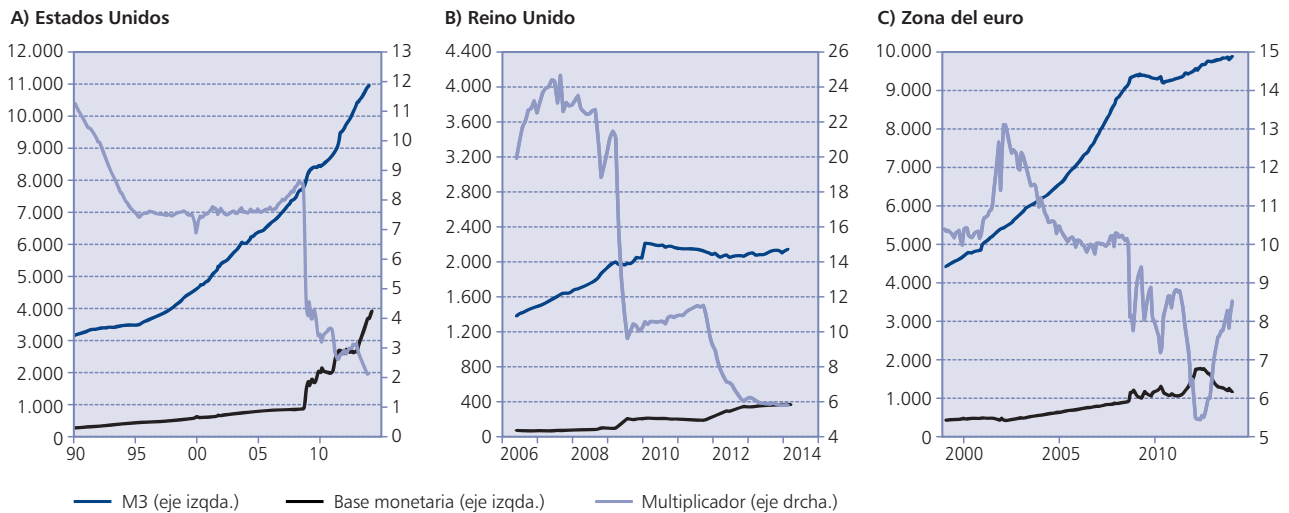
La experiencia reciente pone de manifiesto que el canal del

GRÁFICO 7
TAMAÑO DE LOS BALANCES DE VARIOS BANKOS CENTRALES
(En porcentaje del PIB)



Fuentes: FRED, FMI.

GRÁFICO 8
AGREGADOS MONETARIOS Y MULTIPLICADORES MONETARIOS



Fuentes: FRED, BCE y Banco de Inglaterra.

El multiplicador monetario no funcionó en países que realizaron compras de activos y cayó significativamente a medida que aumentaba la base monetaria. El gráfico 8 muestra, por ejemplo, que en Estados Unidos y Reino Unido, el agregado monetario M3 siguió creciendo más o menos al mismo ritmo incluso tras la duplicación de la base monetaria, reduciendo así a la mitad el multiplicador monetario. Muy probablemente el multiplicador en la zona del euro sería igualmente inestable tras la compra de activos, luego el canal del multiplicador monetario no sería efectivo.

El balance del BCE experimentó un incremento del 112 por 100 entre septiembre de 2008 y junio de 2012, habiéndose reducido un 30 por 100 desde entonces por el reembolso de las LTRO por los bancos. El declive del balance como tal no es un indicio de endurecimiento de las condiciones monetarias, sino que refle-

ja más bien una normalización de las condiciones de liquidez en el mercado interbancario.

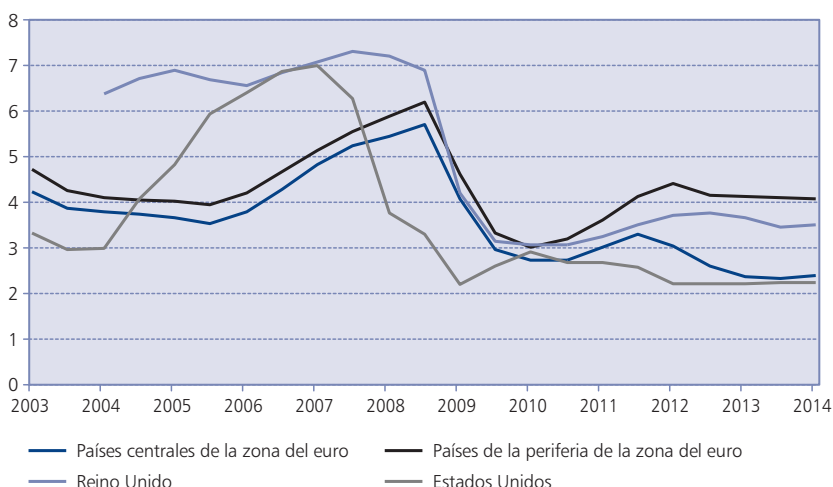
El canal que funciona a través de una reducción de los rendimientos nominales es poco susceptible de constituir un medio potente en las economías del centro, si bien podría tener una incidencia algo mayor en los países periféricos. En países del centro de la zona del euro, tanto los rendimientos de la deuda pública como los costes de financiación del sector privado son actualmente muy bajos. El rendimiento del bono alemán a diez años es del 1,5 por 100 anual, pero incluso en Italia y España el rendimiento del bono a diez años es de un 3,1 por 100, muy similar al rendimiento de la deuda pública estadounidense a diez años. En cuanto a los tipos de los créditos a las empresas, los tipos nominales del sector privado son más bajos en los países centrales de la eurozona que en Reino Unido y

ligeramente superior que en Estados Unidos, dos países que ya han puesto en marcha compras de activos a gran escala (panel A del gráfico 9). Dado que la inflación también es más baja en estos países de la zona del euro que en Estados Unidos, la diferencia entre tipos reales es ligeramente superior en la zona del euro que en Estados Unidos, pero todavía inferior a su valor precrisis. Por lo tanto, la reducción en los rendimientos reales consecuencia del cambio en las expectativas de inflación podría ser algo más efectiva en los países del centro, pero la caída en los tipos de interés reales sería probablemente limitada.

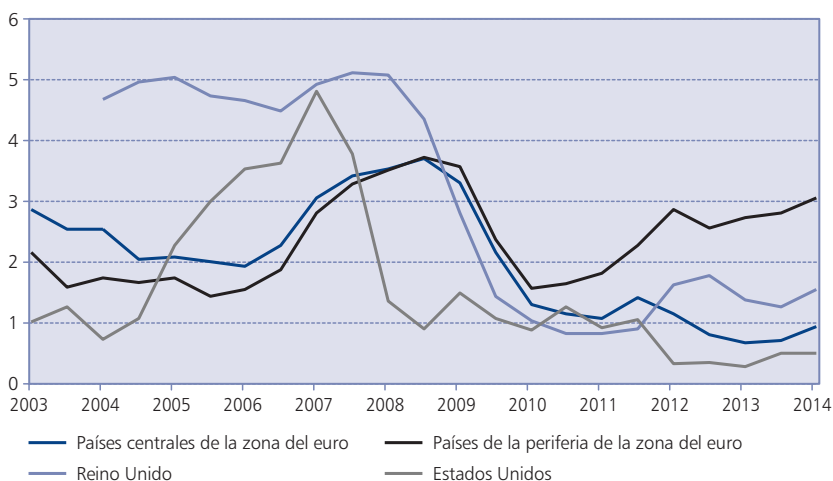
En el caso de los países periféricos, los tipos de interés nominales de los créditos a las empresas no financieras son más elevados que en los países centrales, y debido a unas expectativas de inflación aun menores que en estos últimos, los tipos de interés reales

GRÁFICO 9
TIPO DE INTERÉS DE PRÉSTAMOS A EMPRESAS NO FINANCIERAS
EN LA ZONA DEL EURO, REINO UNIDO Y ESTADOS UNIDOS (*)

A) Tipos nominales



B) Tipos reales



Nota: (*) Se muestran dos datos por año que corresponden con la publicación de primavera del Informe del FMI (*World Economic Outlook*, WEO), que suele publicarse en abril, y con el WEO de otoño, publicado normalmente en octubre. El tipo de interés nominal es la media respecto de los seis meses anteriores a la publicación del WEO. Los tipos de interés reales se calculan utilizando las previsiones de inflación a dos años del WEO hasta octubre de 2007 (debido a la falta de previsiones para horizontes más largos), mientras que a partir de abril de 2008 se utiliza un promedio de previsión de cinco años. Las previsiones de inflación del WEO se mantuvieron relativamente estables con anterioridad a 2008, pero después mostraron variaciones mayores, por lo que nuestra elección de considerar diferentes horizontes de tiempo para la previsión de inflación antes de 2008 y después de 2008 puede no distorsionar mucho la comparabilidad de los dos periodos. El dato más reciente de Estados Unidos es T1-2014; para la zona del euro y Reino Unido es febrero-2014. Los datos relativos a los países del centro de la zona del euro y la periferia se calculan como un promedio ponderado del PIB con pesos fijos.

Fuentes: Cálculos de Bruegel basados en el BCE (tipos de los préstamos en los países de la UE), el FMI (las previsiones de inflación) y St. Louis FRED (los tipos de interés nominales de Estados Unidos).

son considerablemente mayores. Queda todavía por determinar hasta qué punto el diferencial de rendimiento entre los tipos de interés de los créditos en los países del centro y de la periferia responde a la fragmentación financiera y al mayor riesgo crediticio en los países periféricos. En el momento más álgido de la crisis del euro en el verano del 2012, es probable que ambos factores desempeñasen un papel crucial. Desde entonces, se ha relajado la fragmentación en la eurozona. En la medida en que la fragmentación financiera siga desempeñando un papel importante, estarán justificadas las medidas del BCE para limitar dicha fragmentación, tales como las compras de activos con un efecto ya sea directo o indirecto sobre los costes de los préstamos de las empresas no financieras. Al mismo tiempo, las compras de activos también pueden tener un impacto indirecto en el riesgo crediticio vía una mejora en las condiciones económicas.

Una cuestión relevante es la importancia de los cambios en los tipos de interés reales ante el actual ajuste de precios relativos entre los países centrales y la periferia de la zona del euro. Taylor (1999) estimó la semielasticidad del consumo y la inversión con respecto al tipo de interés real en los países del G-7. Sus resultados indican que la sensibilidad ante el tipo de interés era significativamente mayor en Francia y Alemania que en Italia. Por lo tanto, un mismo descenso del tipo de interés real (ya sea por un aumento en las expectativas de inflación o un rendimiento nominal inferior) sería más expansivo en los países centrales que en Italia (y probablemente también que en otros países de la periferia). Como hemos argumentado, el alcance de una disminución en los tipos

reales es menor en los países del centro que en la periferia. Por lo tanto, una reducción de los tipos de interés reales al sector privado podría ser neutral en términos generales para el actual ajuste de precios relativos de la zona del euro, ya que en el centro el alcance limitado de dicha reducción se acompañaría de una elevada sensibilidad a los tipos de interés, mientras que en la periferia el mayor efecto de la reducción se acompañaría por una baja sensibilidad a los tipos de interés.

El canal del reajuste de Carteras probablemente funcionaría tanto en los países centrales como periféricos. Por ejemplo, los tenedores de bonos del gobierno alemán a largo plazo posiblemente tienen preferencia por activos seguros a largo plazo. Si la oferta neta de estos activos al sector privado cae, con toda probabilidad los propietarios de estos activos buscarán otros instrumentos de renta fija con características similares, como bonos de grandes bancos o empresas no financieras con sede en Alemania u otros países del centro. Un reequilibrio de este tipo sería favorable para la financiación de estas empresas, lo que podría incidir en sus decisiones de inversión, en particular para aquellas empresas que financian la inversión mediante créditos.

Un tipo de cambio del euro más débil podría contribuir directamente a subir la inflación debido a su impacto en los precios de las importaciones. El efecto del tipo de cambio vía exportaciones probablemente sería favorable para los países tanto del centro como periféricos, aunque tendría dos efectos diferenciados. Puesto que los países del centro con grandes superávits comerciales tienen sectores que comercializan en los mercados internacionales

de mayor tamaño, por tanto, es muy probable que su capacidad exportadora se viera estimulada mucho más que las exportaciones de los países periféricos. Al ser los mercados de trabajo mucho más competitivos en los países del centro, es muy posible que una expansión de las exportaciones allí tenga como resultado un aumento de los salarios, algo improbable en los países periféricos debido a sus elevadas tasas de desempleo. Por consiguiente, un euro más débil podría ayudar a mantener el diferencial de inflación entre el centro y la periferia. No obstante, hay que reconocer que un tipo de cambio más débil implicaría también un mayor incremento del superávit de cuenta corriente de la eurozona. El resultado sería una especie de política de empobrecimiento del vecino, aunque la misión del BCE consiste en mantener la estabilidad de precios en la zona del euro, no en salvaguardar los desequilibrios globales, que obedecen a otras muchas causas.

Por último, la compra de activos también podría incidir en las condiciones de financiación de la zona del euro a través del canal de la señalización. La compra de activos constituiría una prueba de la determinación de tomar medidas, lo que afectaría a las expectativas de inflación y a la evolución anticipada de los tipos de interés futuros de política monetaria. No está claro cómo funcionaría este efecto en los diferentes países.

2. Magnitud del programa de compra de activos

Determinar el tamaño apropiado de las compras de activos dista de ser fácil. Algunos análisis consideraron el importe total de las compras de activos por el Banco de Inglaterra y la Fed y su-

girieron magnitudes similares para la zona del euro (20-25 por 100 del PIB, es decir, de 1,9 a 2,4 billones de euros). A nuestro entender, esta es una referencia inadecuada, porque las compras de activos por la Fed y el Banco de Inglaterra eran medidas de reacción a la crisis y las magnitudes se fueron acumulando a lo largo de cinco años. El BCE afrontó la crisis de un modo distinto (recurriendo a operaciones de liquidez) y la situación en la zona del euro es hoy día muy distinta.

Una referencia más relevante podría ser el importe comprado por la Reserva Federal en su tercera ronda de expansión cuantitativa (QE3). Esta ronda de QE fue anunciada a la luz de la debilidad de la economía de Estados Unidos en un momento en el que la fase aguda de la crisis financiera había pasado, un contexto similar a la situación actual de la zona del euro. En septiembre de 2012, la Fed anunció que compraría 40.000 millones de dólares (29.000 millones de euros) al mes de MBS (títulos respaldados por hipotecas, *Mortgage-Backed Securities*) de agencias, aumentando a 85.000 millones de dólares (61.000 millones de euros) en diciembre de 2012 (añadiendo 45.000 millones de dólares en bonos del Tesoro de Estados Unidos al mes). Teniendo en cuenta que el tamaño de la economía de la zona del euro es un 30 por 100 inferior al de la economía de Estados Unidos, usando el mismo tamaño, como proporción del PIB, las compras podrían situarse entre 20.000 y 40.000 millones de euros.

El modo ideal de seleccionar el tamaño de las compras de activos en la zona del euro sería valorando su impacto esperado en la inflación. Sin embargo, es bastante difícil medir este impacto incluso en Estados Unidos y Reino Unido,

donde se han llevado a cabo compras de activos a gran escala, y resultaría aún más difícil valorarlo en la zona del euro.

Joyce *et al.* (2012), Gagnon *et al.* (2011) y Meier (2009) sostienen que los programas de compras de activos han tenido un fuerte efecto directo al reducir los rendimientos de la deuda pública a largo plazo en unos 50-100 puntos básicos en Reino Unido y Estados Unidos. Hancock y Passmore (2011), así como Krishnamurthy y Vissing-Jorgensen (2013) llegaron a conclusiones parecidas en cuanto al programa de compras de MBS de la Fed en Estados Unidos.

Las conclusiones respecto al impacto sobre el PIB y la inflación difieren en su magnitud, aunque todas las investigaciones informaron de efectos positivos. En el caso de Estados Unidos, por ejemplo, Chung *et al.* (2012) estimaron que las inyecciones de liquidez combinadas del QE1 y el QE2 elevaron en un 3 por 100 el nivel del PIB real y en un 1 por 100 la inflación (un impacto equivalente a una rebaja en el tipo de interés de los fondos federales de unos 300 puntos básicos). Chen *et al.* (2012) observaron que el QE2 incrementó el crecimiento del PIB en un 0,4 por 100, pero con un impacto mínimo en la inflación (equivalente a una rebaja en el tipo de interés de los fondos federales de 50 puntos básicos). En un trabajo reciente, Weale y Wieladek (2014) estimaron que compras de activos equivalentes a un 1 por 100 del PIB redundaron, respectivamente en Estados Unidos y Reino Unido, en incrementos del PIB real del 0,36 y del 0,18 por 100, así como en una subida del IPC del 0,38 y del 0,3 por 100 al cabo de 5-8 trimestres.

La importancia de los mercados de capitales es menor en la

zona del euro que en Estados Unidos y Reino Unido, aún no ha sido restablecida la salud de los bancos de la zona del euro y los tipos de interés nominales son bastante bajos en los países del centro de la zona del euro. Así pues, es difícil estimar el impacto de las compras de activos sobre la inflación en la zona del euro, aunque lo más probable es que sus efectos difieran de Estados Unidos y Reino Unido. Si se parte del supuesto de un efecto en la inflación del 0,20 por 100 con compras de activos por valor del 1 por 100 del PIB en la zona del euro, compras de activos anuales por valor de aproximadamente el 4 por 100 del PIB de la zona del euro (unos 400.000 millones de euros) llevaría a un aumento de la inflación de unos 0,8 puntos porcentuales después de dieciocho meses. Dado que la inflación subyacente de la zona del euro se halla actualmente en torno al 1 por 100, dicho aumento la situaría cerca del 2 por 100. Puesto que no conocemos el tamaño exacto del impacto, proponemos comenzar con 35.000 millones de euros de compras de activos al mes, lo que se aproximaría (como porcentaje del PIB) a las compras mensuales de 85.000 de dólares de la Fed en el marco del QE3. Comenzar con un volumen mucho más bajo podría considerarse una medida demasiado tímida para lograr un efecto sustancial. Debido a la incertidumbre en la transmisión, proponemos que el tamaño de las compras se revise al cabo de tres meses. Los criterios aplicables a la revisión deberían ser el impacto real en la inflación (general y subyacente), así como en las expectativas de inflación. La retirada gradual de las compras debería comenzar únicamente después de que la inflación y las expectativas de inflación se hayan incrementado sustancialmente.

3. Composición de un programa de compra de activos

Pero ¿cómo se podría diseñar un programa de compra de activos que implica la compra de diferentes activos para las condiciones monetarias imperantes en la periferia o en el centro de la zona del euro, dada la calidad probablemente distinta de los balances bancarios en una y otra zona? Y ¿cuáles serían los límites de los diferentes instrumentos? Según nuestra opinión, el BCE tendría que elegir qué tipo de activos comprar partiendo de cinco criterios fundamentales.

1) En primer lugar, el BCE debería comprar activos que actúen de la manera más efectiva sobre la inflación, a través de los canales arriba descritos.

2) En segundo lugar, debería haber disponible un volumen suficiente de activos, para garantizar que el BCE pueda comprar volúmenes apropiados sin tener que comprar mercados enteros.

3) En tercer lugar, el BCE debería hacer lo posible para minimizar el efecto sobre el proceso de asignación del sector privado. Si bien por definición la expansión cuantitativa altera los precios relativos, el BCE debería evitar comprar en mercados pequeños ya que ello distorsionaría demasiado los precios de mercado. Cuanto más interviene el BCE como un jugador en el mercado, mayores pueden ser las presiones políticas y del sector privado cuando quiera revocar las compras.

4) En cuarto lugar, el BCE solo debería comprar en los mercados secundarios para permitir que el canal de reajuste de carteras funcione eficazmente. Comprar en el

mercado primario conllevaría la financiación directa de las entidades, lo cual conviene evitar.

5) En quinto lugar, los activos deberían proceder exclusivamente de la zona del euro y estar nominados en euros, debido al acuerdo del G-7 alcanzado en 2013 según lo señalado anteriormente.

En principio, el BCE podría tomar la decisión de comprar cualquiera activo, excepto títulos de deuda pública en los mercados primarios que está claramente en contra de las reglas del Tratado. En la práctica, la tarea del BCE será más compleja de lo que fue para la Reserva Federal, el Banco de Inglaterra y el Banco de Japón debido a las peculiaridades de la zona del euro:

a) El préstamo bancario es mucho más importante que en Reino Unido y Estados Unidos;

b) No existe un activo soberano que abarque toda la zona del euro —más allá de las pequeñas cantidades de valores emitidos por el FEEF (*European Financial Stability Facility*) y el MEDE (*European Stability Mechanism*) y los bonos de ámbito comunitario del Banco Europeo de Inversiones y la Comisión Europea—, sino que cada Estado miembro emite su propia deuda soberana, con diferencias importantes en sus niveles de endeudamiento (y, por ende, en su sostenibilidad percibida) entre Estados miembros; y

c) El volumen de deuda emitida privada en circulación es inferior (en relación al PIB) que en Estados Unidos y Reino Unido, y el papel que desempeñan los títulos de deuda emitidos por entidades privadas varía ampliamente entre los distintos Estados miembros de la zona del euro.

4. ¿Se debería exigir una determinada clasificación crediticia a los bonos que compre el BCE?

Una pregunta relevante que surge es hasta qué punto el BCE debería preocuparse por el riesgo. Para contestar a esto, se deben considerar varios aspectos:

— Los riesgos en la compra de activos son fundamentalmente diferentes de los riesgos inherentes a los préstamos con garantía de los bancos centrales. En este último caso, el riesgo para el BCE está bien cubierto por los elevados recortes aplicados y el hecho de que el banco es la contraparte, luego sigue siendo el responsable del pago incluso cuando existe un incumplimiento de la garantía. En el caso de una compra, el recorte sobre el valor nominal se determina por los mercados y el riesgo se incluye directamente en el balance del BCE.

— El BCE asumiría un riesgo significativo a través de la compra de activos bajo tres circunstancias: a) de riesgo sistémico, es decir, el riesgo que surge cuando todos los tipos de activos están altamente correlacionados; b) cuando la cartera de valores adquirida no está lo suficientemente diversificada y se concentra en grandes cantidades en unos pocos activos, y c) cuando los precios del mercado están distorsionados y, por tanto, no reflejan bien el grado de riesgo de los activos.

a) Riesgo sistémico: el papel de un banco central es abordar el riesgo sistémico y, en cualquier caso, el BCE estaría muy expuesto a este riesgo también a través de las operaciones normales de los bancos centrales.

b) Diversificación: dadas las cantidades que se podrían com-

prar en virtud de un programa de compra de activos y asumiendo una diversificación adecuada de los riesgos, el BCE podría obtener un beneficio de su cartera si compra activos a precios no distorsionados. La compra de muchos activos de alto riesgo no es problemática como tal, porque los altos rendimientos de dichos activos deberían compensar, en promedio, el posible impago de activos.

c) Precios de mercado distorsionados: los precios de mercado pueden estar distorsionados debido a deficiencias del mercado (por ejemplo, la fijación de precios de los valores de alto riesgo *subprime* de Estados Unidos antes de la crisis) o debido a la intervención del banco central en los mercados. Para reducir la magnitud de este último, es preciso que el BCE no compre la totalidad de los mercados, sino que limite su compra a una pequeña cuota en cada mercado. Cuanto menor sea la compra del BCE en cualquier mercado, menor será el riesgo que asumirá porque la distorsión del mercado se mantendrá en un mínimo. Si los mecanismos de fijación de precios de mercado son erróneos en lo fundamental o si las compras del BCE (incluyendo la anticipación de dichas compras) cambian materialmente el precio de mercado del activo, solo entonces el BCE tendría reducciones significativas del riesgo.

— El Tratado otorga un mandato al BCE de mantener la estabilidad de precios, no de proteger su balance.

Teniendo en cuenta estas consideraciones, se recomienda un umbral razonablemente bajo para el riesgo de crédito, pero sí sugerimos que se adopten algunos criterios sobre el grado de riesgo, porque el BCE no debería convertirse en un fondo de inver-

sión de alto riesgo. La restricción de las compras de activos solo al ser un colateral admisible (sin ningún tipo de criterio de elegibilidad adicional) es un umbral adecuado y, por lo tanto, esta es nuestra recomendación (14). El conjunto de activos de colateral también presenta la gran ventaja de que el BCE ya posee una lista bien definida de dichos activos elegibles y, por lo tanto, el uso de esta lista sería limitar las presiones sobre qué debería comprar el BCE. Es importante destacar que nuestra propuesta se diferencia de la preferencia revelada del BCE, ya que durante el periodo 2009-2012, con los Programas de Adquisición de Bonos Garantizados (*Covered Bond Purchase Programmes*, CBPP), a la sazón el único ejemplo previo de compra de activos

no esterilizada por el BCE, sus criterios de compra fueron la admisibilidad de los activos como colateral para operaciones en el mercado abierto con el BCE y una calificación crediticia mínima de AA, concedida por al menos una de las principales agencias de calificación crediticia (15).

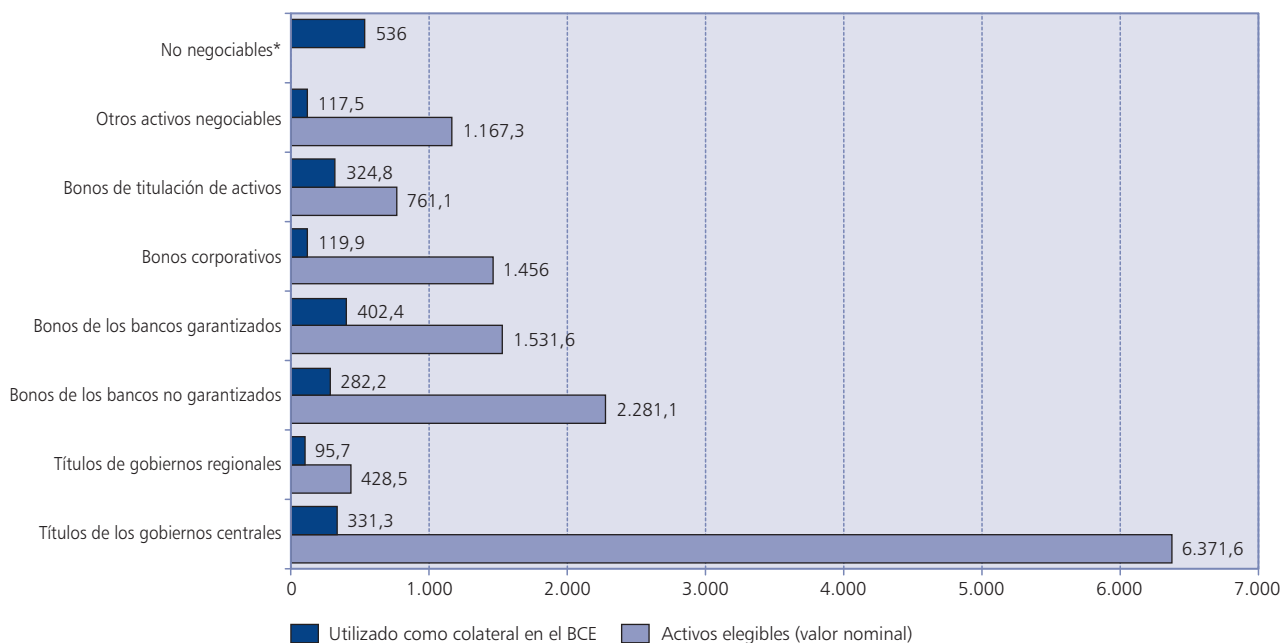
5. Conjunto de activos elegibles

Según fuentes del BCE, el total de los activos elegibles como colateral ascendía a cerca de 14 billones de euros a finales de 2013, importe equivalente al 146 por 100 del PIB de la zona del euro (16). El gráfico 10 pone de manifiesto que cerca de la mitad del conjunto de activos elegibles como colateral

del Eurosistema consistía a finales de 2013 en títulos de deuda pública, correspondiendo 6,37 billones de euros a títulos estatales y 0,42 billones de euros a títulos regionales. La otra mitad se repartía entre bonos bancarios no garantizados (2,28 billones de euros), bonos bancarios garantizados (1,53 billones de euros), bonos corporativos (1,46 billones de euros), títulos respaldados por activos o ABS (0,76 billones de euros) y otros activos negociables (1,17 billones de euros). Otros activos negociables incluyen deuda europea (las deudas de los fondos de rescate de la Unión Europea y del Banco Europeo de Inversión). Además de estos activos negociables, el BCE acepta también como garantía activos no negociables, en su mayoría presta-

GRÁFICO 10

ACTIVOS ELEGIBLES Y ACTIVOS UTILIZADOS COMO COLATERAL EN EL BCE (En miles de millones de euros)



Nota: (*) Los activos elegibles están en valor nominal, los activos utilizados como colateral se utilizan después del descuento (*hair cut*). El último dato es de T4-2013.
Fuente: BCE, http://www.ecb.europa.eu/paym/pdf/collateral/collateral_data.pdf?ba3bb0e0c2611c6740a278aa2ee7818a.

mos bancarios (17). Al no ser negociables, estos activos no pueden ser objeto de un programa de compra de activos, a menos que hayan sido titulizados.

Parte del colateral elegible ya se ha entregado como garantía en el contexto de las operaciones de refinanciación del BCE y, por tanto, no están disponibles para su compra (gráfico 10). Cabe esperar que, con el reembolso de las LTRO a tres años, al menos cuando estas lleguen a vencimiento en febrero de 2015, se libere un importante volumen de activos actualmente usado como colateral. Es complicado comparar el tamaño del total de los activos elegible como colateral con el conjunto de activos ya usados como garantía, ya que el primero se conoce en términos nominales, mientras que el segundo solo se conoce en cifras netas, es decir, tras el descuento aplicado por el BCE.

6. Entonces, ¿qué es lo que hay que comprar? Las opciones del BCE

— Deuda europea

Un punto de partida natural para un programa de compra de activos del BCE sería bonos del Estado de la zona del euro, pero no existen. Los activos existentes más cercanos que se podrían comprar sin crear demasiadas distorsiones serían los bonos emitidos por el EFSF y el ESM. Los bonos de la Unión Europea (emitidos por la Comisión Europea) y del Banco Europeo de Inversiones (BEI) representan activos supranacionales del conjunto de la UE, pero ya que el BCE es una institución de la UE, también podría considerarse como activos de la UE. La cantidad total disponible en euros de estos bonos asciende

aproximadamente a los 490.000 millones de euros (230.000 millones de euros para los bonos del EFSF/ESM, 60.000 millones para la UE y 200.000 millones para el BEI).

La compra de estos activos comunitarios no debería influir en los rendimientos relativos de la deuda soberana de la zona del euro y no debería distorsionar el proceso de asignación de mercado del sector privado, lo que serían dos ventajas a tener en cuenta. Mientras que el canal de transmisión a través de los rendimientos más bajos puede ser débil, los otros canales (la reestructuración de la cartera de valores, el tipo de cambio, la riqueza y la señalización) probablemente funcionarían bien. Por tanto, recomendamos que el BCE compre de este conjunto de activos.

— Bonos del Estado

La deuda pública soberana nacional ofrece el conjunto más grande para que el BCE realice sus compras. El efecto de la reestructuración de la cartera de valores funcionaría bien, al igual que el tipo de cambio, la riqueza y los canales de señalización. Las compras no distorsionarían el proceso de asignación de mercados en el sector privado. En principio, la opción de un programa de compra de bonos del gobierno es, por tanto, sólida. Ahora bien, la compra de deuda pública nacional sería más complicada para el BCE al ser una institución supranacional y sin un Tesoro supranacional en la zona del euro que actuara como contraparte, lo que ocurrió en la Reserva Federal o el Banco de Inglaterra. Así pues, varios temas relevantes se deben discutir cuidadosamente para decidir si la deuda pública debe ser comprada por el BCE.

La primera cuestión es práctica. Puesto que existen 18 mercados diferentes de deuda soberana, el BCE tendría que decidir qué deuda soberana comprar. Una propuesta que se plantea a menudo es que se compre deuda pública de acuerdo a la participación de cada banco central nacional en el capital del BCE (que refleja el tamaño de los países en términos de PIB y de población). Sin embargo, en la medida en que tanto la participación de la deuda sobre el PIB en cada país como la demanda de deuda soberana son diferentes entre países, la compra del BCE alteraría los diferenciales entre los países y cambiaría el precio relativo de la deuda soberana. A pesar de que probablemente todas las medidas del BCE presentan diferentes implicaciones para cada Estado miembro de la zona del euro (por ejemplo, la SMP benefició directamente solo a cinco gobiernos y fueron fundamentalmente los bancos de los países de la periferia de la zona del euro los que utilizaron las LTRO a tres años), la influencia en los rendimientos relativos puede exponer al BCE a una presión política procedente de los países individuales para que aumente o disminuya la velocidad de las compras o cambie su cartera. Luego esto podría llevar a un escenario en el que el riesgo moral podría cambiar como consecuencia de las presiones del mercado.

En segundo lugar, el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea prohíbe la extensión de cualquier tipo de línea de crédito del BCE a los organismos públicos, o la compra de títulos públicos en los mercados primarios por parte del BCE (lo mismo se aplica a los bancos centrales nacionales). Esta disposición del Tratado se acordó para evitar la financiación monetaria de la

deuda pública que podría dar lugar a transferencias transfronterizas entre los contribuyentes. Por lo tanto, se permite la compra de deuda pública en los mercados secundarios solamente si se realiza con fines de política monetaria y sin riesgo de financiación de la deuda pública. Dado que el objetivo de compra de activos será cumplir el principal objetivo del BCE de estabilidad de precios, la compra de bonos del Estado se debería permitir si el riesgo de la financiación monetaria se puede excluir.

En tercer lugar, el BCE tiene un programa bien definido de compra de bonos soberanos, el programa de Operaciones Monetarias de Compraventa (OMT), que apoyamos (Darvas, 2012; Wolff, 2013). La idea básica del programa OMT es dar al BCE una herramienta para comprar deuda pública y mejorar así la transmisión de la política monetaria en aquellos países que han precisado asistencia financiera. Es discutible si un programa de expansión cuantitativa (QE) basado en las claves de capital del BCE socavaría la lógica del programa OMT. Sin embargo, observamos que una compra basada en las claves de capital llevaría a compras pequeñas en relación con lo que un programa OMT requeriría. Por ejemplo, la compra de 17.500 millones de euros de deuda soberana de la UE (la mitad de nuestra propuesta de compras por valor de 35.000 millones de euros) basada en claves de capital, implicaría que el BCE compraría 3.100 millones de euros de la deuda italiana por mes. Por tanto, la condicionalidad que se exige en el programa de la OMT puede ser menos relevante en un programa de expansión cuantitativa. Si un país queda bajo un programa de OMT, sus bonos se podrían excluir del programa más amplio de

expansión cuantitativa. Por otro lado, la compra de deuda pública de países con una dinámica de deuda incierta sin el acuerdo político en la OMT podría exponer al BCE a mayores presiones políticas.

En cuarto lugar, la experiencia demuestra que un programa de compra de bonos de deuda pública por parte del BCE sería políticamente controvertido. Hasta ahora, el BCE ha tenido dos programas de compra de deuda pública (SMP y OMT). Ambos se introdujeron bajo un escenario de estrés severo y ambos se justificaron por el objetivo de restaurar el mecanismo de transmisión monetaria. Ambos programas fueron y tuvieron una elevada controversia, sobre todo debido a las diferentes evaluaciones sobre en qué medida constituían la financiación monetaria de la deuda pública.

En general, la compra de deuda pública sería un paso natural ya que el mercado de bonos es muy amplio y los efectos positivos de dicha expansión cuantitativa serían significativos. No obstante, en una unión monetaria con 18 Tesoros diferentes, estas compras serían difíciles por las razones económicas, políticas y jurídicas que se han comentado. Las compras de activos del sector privado —si están bien diseñadas— lograrían alcanzar efectos igualmente beneficiosos sobre la inflación de la zona del euro y protegerían mejor al BCE de la presión política. Por lo tanto, en este momento, nosotros no recomendamos la compra de deuda pública.

— Bonos bancarios

La segunda clase de activos más importante es la formada por

los bonos bancarios, con 3,8 billones de euros disponibles en bonos elegibles garantizados y no garantizados. La compra de bonos bancarios podría surtir efecto a través de todos los canales expuestos: reajuste de carteras, reducción de los rendimientos, tipo de cambio, efecto riqueza y señalización. En este caso, los tenedores que ya poseen estos bonos tendrían que encontrar otros activos para comprar, al tiempo que la reducción de los rendimientos rebajaría también los rendimientos de los bonos de nueva emisión, permitiendo así a los bancos obtener financiación a bajo coste de otras entidades distintas del BCE. Esto mejoraría la rentabilidad de los bancos y quizá también la disposición de estos a conceder crédito. No obstante, los bonos bancarios tendrían que quedar fuera del programa de compra de activos del BCE hasta que esta institución completara su Evaluación Exhaustiva. Hasta entonces las comparas del BCE provocarían graves conflictos de interés en el BCE y también dificultaría al BCE hacer una Evaluación adecuada de los balances bancarios. Además, los bancos cuya Evaluación resultara insatisfactoria, deberían seguir siendo excluidos de las compras de activos del BCE hasta que implementaran todos los cambios requeridos en sus balances, y esto último podría llevar varios meses una vez concluida la Evaluación Exhaustiva.

— Bonos corporativos

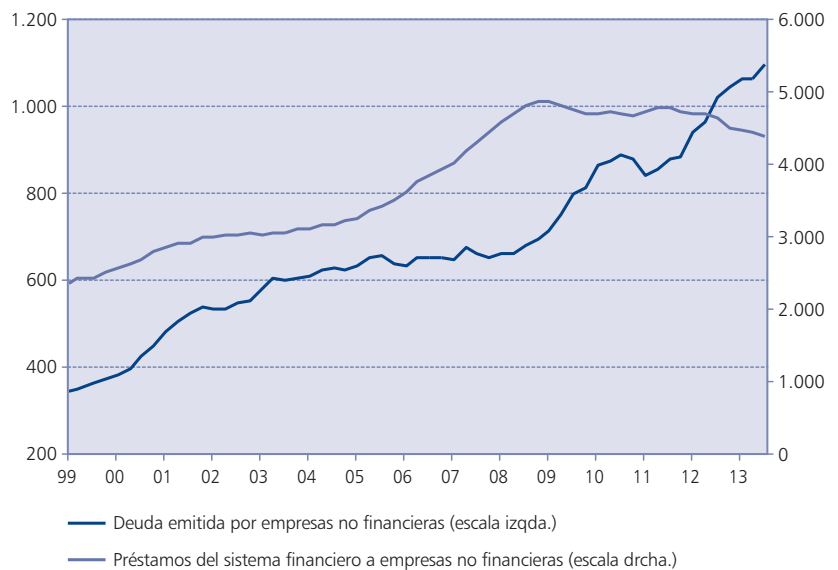
Los bonos corporativos admitidos constituyen la tercera categoría más grande de activos con cerca de 1,5 billones de euros disponibles. Ahora bien, esta cuantía incluye también bonos corporativos no pertenecientes a la zona del euro y bonos de la zona del euro emitidos en otras divisas. Los

bonos de empresas europeas se están comportando bien en términos de impago (*default*): el informe de impago realizado por Moody en febrero de 2014 —que incluye una predicción de la tendencia futura de morosos— muestra que la expectativa básica es una senda descendente hacia niveles pocas veces vistos desde 2008, para Europa y el mundo, y que la previsión pesimista también es menos grave de lo que era en 2013.

Aunque no se dispone de datos exactos sobre su magnitud, estimamos que la cuantía más baja de bonos corporativos de la zona del euro elegibles estaría en torno a los 900.000 millones de euros. Además, la oferta de bonos corporativos en la zona del euro ha crecido considerablemente desde 2009 (gráfico 11).

El gráfico 12 muestra la heterogeneidad de los mercados de bonos corporativos en la zona del euro. Este mercado está muy concentrado. Los principales emisores de bonos corporativos son las empresas francesas, cuyos bonos representan el 44 por 100 del total disponible (es decir, 466.000 millones de euros). Los bonos corporativos alemanes e italianos son los siguientes a una distancia importante, con cerca del 12 por 100 (más o menos 126.000 millones de euros) de los bonos corporativos en circulación, cada uno. Holanda ocupa el cuarto lugar con el 9,6 por 100 del volumen disponible (107.000 millones de euros). Ahora bien, gracias al efecto de reajuste de carteras, el origen de los bonos corporativos no presenta tanta importancia. El efecto beneficioso se deriva del hecho de que los propietarios actuales de estos bonos venderían sus bonos y utilizarían la liquidez para distintos fines en el conjunto de la zona del euro. De hecho, el origen de los bonos

GRÁFICO 11
STOCK DE DEUDA EMITIDA Y PRÉSTAMOS DE EMPRESAS NO FINANCIERAS
(En miles de millones de euros)



Fuente: BCE.

dice muy poco acerca de sus propietarios, que en algunos casos son fondos norteamericanos. En cualquier caso, el BCE no debería discriminar sus compras en función del origen geográfico, tal y como ocurrió con la manera de llevar a la práctica las LTRO/MRO, que llevó a que cantidades importantes de liquidez llegaran solo a determinados países. Además, las compras fomentarían las nuevas emisiones de bonos corporativos en todos los países y darían lugar a una diversificación de las fuentes de financiación (Sapir y Wolff, 2013). Los costes menores de financiación para las empresas deberían traducirse en una mayor inversión empresarial.

— Bonos de titulización

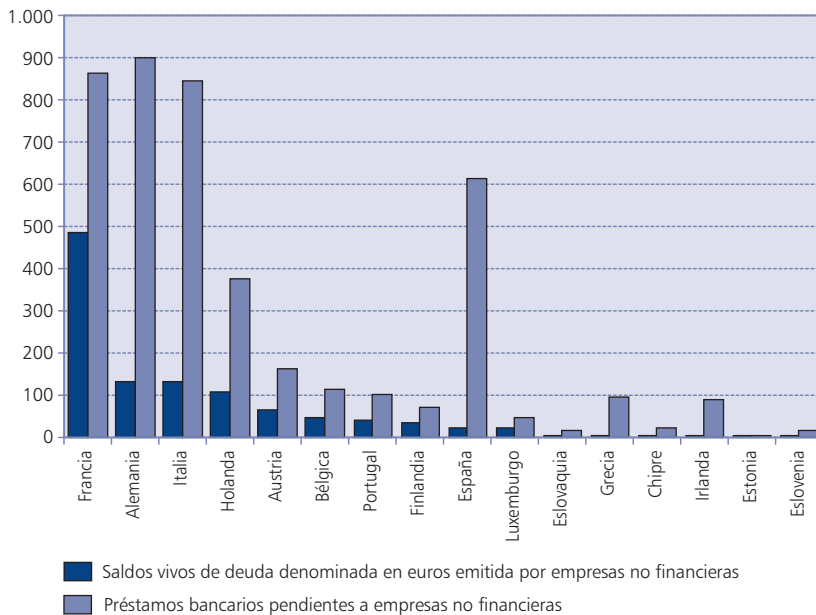
Otra clase de activos que podría comprar el BCE y que se utiliza ha-

bitualmente como colateral son los ABS (*Asset-Backed Securities*) o bonos de titulización. La emisión anual titulizada, que alcanzó máximos en 2008, es muy inferior a la existente en Estados Unidos y se ha reducido desde 2008 (gráfico 13).

El saldo total disponible de productos titulizados se ha estancado en torno a 1,06 billones de euros en la zona del euro, en comparación con los 2,5 billones de euros en Estados Unidos (AFME, 2014). Los elegibles como colateral para el BCE ascienden a unos 761.000 millones de euros, aunque parte de los mismos proceden de fuera de la zona del euro. Estimamos que la cuantía inferior de los ABS de la zona del euro elegibles asciende a 330.000 millones de euros.

Conviene subrayar que los impagos relacionados con ABS en

GRÁFICO 12
BONOS Y PRÉSTAMOS DE EMPRESAS NO FINANCIERAS (*)
 (En miles de millones de euros)



Nota: (*) La diferencia entre la cantidad representada en este gráfico y el total de los bonos corporativos elegibles del gráfico 10 viene del hecho de que aquí solo tenemos en cuenta los bonos corporativos emitidos por las instituciones de la zona del euro, mientras que los activos de garantía admitidos incluyen bonos corporativos emitidos en todo el Espacio Económico Europeo (países de la UE, Islandia, Liechtenstein y Noruega). Véase: <https://www.ecb.europa.eu/paym/coll/standards/marketable/html/index.en.html>. Fuente: BCE.

Europa oscilan entre el 0,6 y el 1,5 por 100 en promedio, frente al 9,3 y el 18,4 por 100 de los productos titulizados estadounidenses desde la crisis financiera de 2007-2008 (18). El panorama regulatorio de los productos titulizados también ha cambiado notablemente desde la crisis, siendo ahora estos productos más seguros y más transparentes (19).

A la vista de que el volumen total de ABS europeos, más de la mitad (612.000 millones de euros), está basada en hipotecas sobre inmuebles residenciales (cuadro n.º 1), formando estos últimos parte de la categoría de productos titulizados más renta-

ble (véase el informe de S&P antes mencionado) estos podrían ser, por tanto, uno de los objetivos naturales de las compras de activos del BCE. Los valores ABS del MEDE representan una porción inferior (116.000 millones de euros). El stock de ABS en circulación está repartido de forma no uniforme entre diferentes países, no siendo los emisores principales de estos valores los mismos que los emisores principales de los bonos corporativos. Las compras de ABS se concentrarían en Holanda, España e Italia y, por consiguiente, si el BCE quisiera tener en cuenta este criterio, serían un buen complemento geográfico de las compras de bonos corporativos,

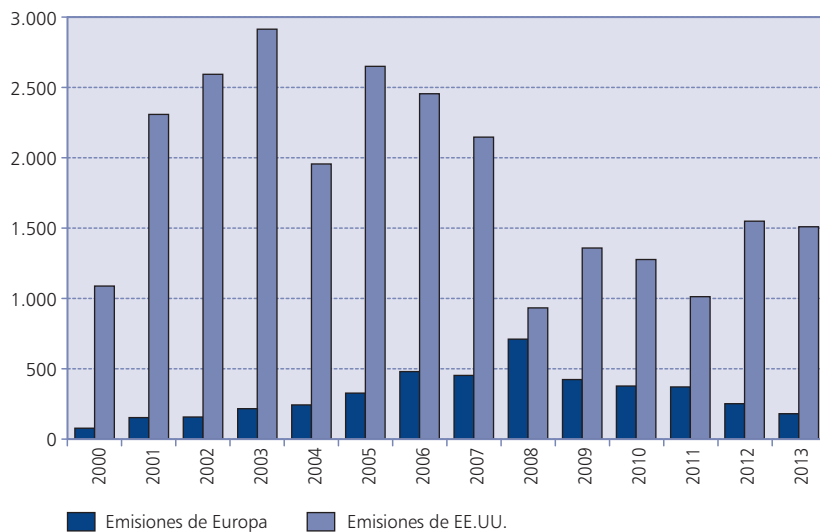
que, por su parte, estarían concentradas en Francia, Alemania e Italia.

Una compra por parte del BCE podría fomentar el desarrollo de la titularización en la zona del euro. El potencial de titulización es relevante, ya que muchos préstamos cumplirían los requisitos para ser titulizados. En marzo de 2014, el volumen de préstamos pendientes a empresas no financieras asciende a 4,2 billones de euros, y a 5,2 billones de euros en el caso de préstamos a familias (20). Desde una perspectiva de política monetaria, sería beneficioso crear ABS que estuvieran basados en una cartera de activos europeos. Idealmente, el riesgo de crédito se unificaría al nivel del sector privado, dotando así de mayor profundidad a la integración financiera transfronteriza. Ahora bien, el BCE no debería esperar a que se produzcan novedades en el mercado de ABS para empezar a comprar productos titulizados.

V. CONCLUSIONES

Una inflación baja en la zona del euro resulta especialmente peligrosa a la vista de los altos niveles de deuda pública y privada en varios países de la zona del euro y de la necesidad de un ajuste de precios relativos entre el centro y la periferia de la zona del euro. Según previsiones recientes del BCE, no se espera que la inflación media de la zona del euro regrese a medio plazo a una tasa cercana al 2 por 100. Ello significa que ha dejado de ser válido el compromiso del BCE con respecto al objetivo anunciado de «mantener la inflación por debajo, pero cerca, del 2 por 100 a medio plazo». En nuestra opinión, fue un error de bulto no relajar las condiciones monetarias en el momento en el que las propias previsiones del

GRÁFICO 13
**EMISIÓN DE PRODUCTOS TITULIZADOS EN EUROPA
 Y ESTADOS UNIDOS**
 (En miles de millones de euros)



Fuente: AFME-SIFMA.

BCE indicaban que la inflación volvería al 2 por 100 a medio plazo. Asimismo, hace tiempo que deberían haberse puesto en marcha medidas estatales, incluidas la reestructuración del sistema bancario y la inversión pública, como mecanismo de protección frente al proceso deflacionista.

También hemos puesto de manifiesto que las previsiones de inflación y las expectativas de volver a tasas de inflación normales han resultado demasiado optimistas, tanto en la zona del euro en los últimos años como en Japón en casi dos décadas. El BCE debería actuar para atajar eficazmente el riesgo de una tasa de inflación persistentemente baja. A este respecto, ayudaría rebajar adicionalmente los tipos de interés del BCE, así como reducir por debajo de cero del tipo de depósito que el BCE aplica a los ban-

cos, aunque es poco probable que tales medidas tengan un impacto significativo. Tampoco sería muy eficaz diseñar una nueva operación de refinanciación muy a largo plazo (por ejemplo, tres años o más), ya que las condiciones de liquidez se han normalizado y los bancos tienen ahora preferencia por reembolsar anticipadamente las LTRO a tres años anteriores. Por otra parte, no sería sensato suspender la esterilización de las posiciones de deuda del Programa para los Mercados de Valores (SMP), puesto que dicho programa tenía un objetivo específico con el mencionado rasgo de esterilización.

La mejor opción para el ECB en el sentido de obtener el mayor potencial de influir ostensiblemente en la inflación y en las expectativas de inflación es un programa de compra de activos.

Recomendamos que el BCE ponga en marcha un programa indefinido de compra de activos de 35.000 millones de euros al mes y revise esta cifra al cabo de tres meses para comprobar si es preciso cambiar su tamaño. Usando estimaciones empíricas de la literatura y nuestras propias valoraciones, compras por dicho importe de 35.000 millones de euros al mes durante el curso de un año podrían hacer subir la inflación en 0,8-1 puntos porcentuales. No debería comenzarse a reducir tal programa de compra de activos hasta que la inflación haya aumentado y las expectativas de inflación a medio plazo estén bien ancladas en el 2 por 100. Cuando se haya estabilizado la inflación debajo pero cerca del 2 por 100, los activos comprados deberían venderse gradualmente a un ritmo que no socave las expectativas de inflación. Sin embargo, si las expectativas de inflación suben apreciablemente por encima del 2 por 100, la venta de activos debería acelerarse y desplegarse igualmente herramientas estándar de política monetaria para combatir la inflación.

En términos de activos disponibles, recomendamos que el BCE compre deuda privada, así como bonos del FFEF, MEDE, UE y BEI, pero no deuda pública. La compra de deuda pública puede resultar problemática si hay riesgo de insolvencia de algún país y podría ser una decisión muy controvertida desde el punto de vista político. El *stock* combinado de bonos de EFSF/ESM/UE/BEI apto para compras es 490.000 millones de euros. En cuanto a instrumentos de deuda privados, aconsejamos que se tenga en cuenta toda la gama de activos elegibles como colateral por el BCE sin requisitos adicionales de calificación crediticia. El conjunto total de dichos

CUADRO N.º 1

TITULIZACIÓN EN EUROPA, STOCK PENDIENTE EN T4-2013
 (En miles de millones de euros)

	ABS ¹	CDO ²	CMBS	RMBS	SME ³	WBS/PPF ³	Total ⁴
Austria	0,3		0,2	1,8			2,3
Bélgica	0,1		0,2	63,3	17,8		81,4
Finlandia	0,6					0,5	1,1
Francia	22,6		2,0	10,2	1,9	0,5	37,3
Alemania	35,8	2,2	10,6	15,3	5,9	0,1	69,9
Grecia	14,3	1,8		4,3	7,2		27,6
Irlanda	0,3	0,2	0,4	37,6			38,5
Italia	50,5	3,5	10,1	85,6	28,2	0,9	178,9
Holanda	2,3	0,9	2,5	249,7	8,0		263,5
Portugal	4,2			26,2	5,3		35,7
España	27,0	0,5	0,4	118,0	37,7	0,0	183,6
PanEurope (1)	2,0	33,9	13,0	0,2	3,2	0,2	52,4
Multinacional (2)	0,9	81,1	1,8		0,4	0,8	84,9
Total zona del euro ..	160,9	123,9	41,2	612,3	115,8	3,0	1057,2

Notas:

ABS: valores respaldados por activos para los que los tipos de colaterales incluyen préstamos para automóviles, tarjetas de crédito, préstamos (préstamos de consumo y estudiantes) y otros. CDO: obligaciones de deuda garantizada denominada en una moneda europea, independientemente del país de las garantías. CMBS: *Commercial Mortgage Backed Securities*. RMBS: *Residential Mortgage Backed Securities*. SME: Valores respaldados por créditos a la pequeña y mediana empresa. WBS: Total de Titulización de negocios: una titulización en la que los flujos de caja se derivan de los ingresos de explotación generados por un negocio completo o parte segmentada de un negocio más grande.

(1) Colateral desde varios países europeos se clasifican en «PanEurope», a menos que la garantía sea predominantemente (más del 90 por 100) de un país.

(2) Multinacional incluye todas las ofertas en que los activos se originan a partir de una variedad de jurisdicciones. Esto incluye la mayoría de CDO denominados en euros.

Fuente: AMFE (2014).

activos asciende a 7 billones de euros. De estos, son preferibles los bonos corporativos (de los que estimamos que existen al menos 900.000 millones de euros aptos para la compra) y los ABS (al menos 330.000 millones de euros aptos para la compra), mientras que la compra de bonos bancarios solo podría considerarse una vez que el BCE haya concluido la evaluación exhaustiva del sistema bancario. Por consiguiente, recomendamos que antes de que termine dicha evaluación exhaustiva, el BCE empiece con compras mensuales de 15.000 millones de euros de bonos corporativos, 8.000 millones de euros de ABS y 12.000 millones de bonos de FEEF/MEDE/ UE/BEI.

Dada la magnitud de estas compras en relación con el tamaño total de los respectivos mercados, el riesgo de distorsión de los precios sería limitado y el BCE no asumiría un gran riesgo si constru-

ye una cartera de activos suficientemente diversificada. También hacemos hincapié en que la primera misión del BCE consiste, según el Tratado, en mantener la estabilidad de los precios y en que no existe prohibición alguna de llevar a cabo operaciones monetarias que expongan al BCE a pérdidas o beneficios potenciales. Ahora bien, es evidente también que el BCE debe evitar exponerse a presiones políticas oscuras y del sector privado que puedan provocar demoras en la reversión de las compras de activos, que socaven el mandato de la estabilidad de precios del banco.

NOTAS

(*) Los autores agradecen a Vitor Gaspar, Guonan Ma, Francesco Papadia, André Sapir, Shahin Vallee, Nicolas Véron y a participantes en un seminario celebrado en Bruegel sus comentarios y sugerencias, y a Pia Hüttl por su excelente ayuda de investigación.

(1) Véase: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/strategy/pricestab/html/index.en.html>

(2) En una entrevista a Benoit Coeuré, miembro del Comité Ejecutivo del BCE, comentó que la definición académica de «medio plazo» es de dieciocho meses, aunque en la actualidad «es muy normal observar un lento retorno de la inflación al objetivo de medio plazo». Véase: <http://www.ecb.europa.eu/press/inter/date/2014/html/sp140116.en.html>

(3) Esta medida de la inflación subyacente puede ser el reflejo de la evolución de los precios. La inflación subyacente es menos volátil que la inflación general y en promedio, entre 1999 y 2014, se situó 0,3 puntos porcentuales al año por debajo de la inflación general, lo que representa una diferencia relativamente pequeña, aunque no insignificante.

(4) La subida de los impuestos es en parte responsable del retraso en la bajada de las tasas de inflación durante la crisis, ya que varios países periféricos aumentaron sus impuestos y, por tanto, incrementaron la inflación.

(5) Calculamos el error de previsión como la diferencia entre la expectativa de inflación en un determinado año menos la tasa de inflación media en los seis a diez años siguientes. Por consiguiente, la expectativa más reciente para la cual es posible calcular el error de previsión real es la que se formuló en 2003.

(6) Véase: <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Pages/news/2013/027.aspx>.

(7) Véase: <http://www.bloomberg.com/news/2012-07-06/jpmorgan-shuts-europe-money-market-funds-on-ecb-rate-cut.html>

<p>(8) Véase: http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2010/html/pr100510.en.html</p> <p>(9) Véase: http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr120906_1.en.html</p> <p>(10) Véase, por ejemplo, WOLFF (2013).</p> <p>(11) Otra medida crucial del BCE durante la crisis fue la Provisión Urgente de Liquidez (<i>Emergency Liquidity Assistance</i>, ELA), una línea de liquidez de emergencia puesta a disposición por los bancos centrales nacionales (con el consentimiento del Consejo de Gobierno del BCE) para aquellos bancos solventes que, de forma excepcional y temporal, carezcan de lo necesario (o colateral de calidad suficiente) para acceder a las operaciones normales del Eurosistema.</p> <p>(12) También se emplea la expresión «expansión del crédito» para referirse a compras de títulos de deuda privada.</p> <p>(13) El impacto potencial de la expansión cuantitativa (<i>Quantitative Easing</i>, QE) en la desigualdad de la riqueza ha sido recientemente objeto de estudio por el Banco de Inglaterra.</p> <p>(14) El grado mínimo de los activos negociables elegible como colateral en las operaciones principales del BCE es BBB, aunque en caso de ABS el marco estándar requiere una calificación de AAA/Aaa a la emisión y una clasificación de una sola A durante la vida del título. Véase: http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/collateralframeworksen.pdf.</p> <p>(15) Véase: http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/l_17520090704en00180019.pdf?d74bb43a6071db357e77cc2439415ebe</p> <p>(16) En el marco de colateral permanente, solo se aceptan títulos denominados en euros, pero en el marco de colateral temporal puesto en marcha durante la crisis, también se aceptan activos denominados en USD, JPY y GBP. Para más información, consultar el documento: http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/collateralframeworksen.pdf</p> <p>(17) Véase: http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp148.pdf</p> <p>(18) Véase: http://www.bis.org/review/r140407a.htm. S&P señala que la rebaja de calificación crediticia acumulada en el periodo que va desde mediados de 2007 hasta finales del tercer trimestre de 2013 fue del 33,8 por 100, lo que significa que las calificaciones de S&P para las dos terceras partes de los productos financieros estructurados europeos se han mantenido estables, o bien, han mejora-</p>	<p>do desde mediados de 2007. S&P destaca también que las tendencias de impago varían considerablemente entre clases de activos, obteniendo en general las operaciones con consumidores (es decir, bonos hipotecarios sobre inmuebles residenciales o RMBS, bonos garantizados y ABS de consumidores) mejores resultados que las operaciones con empresas (por ejemplo, titulaciones corporativas, CMBS y otros ABS).</p> <p>(19) Se han introducido requisitos de retención —que deberían inducir al vendedor de ABS a vigilar de cerca el colateral subyacente— en el contexto de la Directiva UE sobre Requisitos de Capital, y la Autoridad Bancaria Europea (EBA) está trabajando sobre los detalles técnicos (es decir, el requisito de retención del 5 por 100). Véase: https://www.eba.europa.eu/-/eba-publishes-final-draft-technical-standards-on-securitisation-retention-rules</p> <p>(20) Según los cálculos que se mencionan en DARVAS (2013), de estos 4,2 billones de euros, el stock de préstamos del MEDE en la UE en 2010 representan cerca de 1,7 billones, estando radicados los mayores stocks de préstamos del MEDE en España (356.000 millones de euros), seguida por Alemania (270.000 millones de euros), Italia (206.000 millones de euros) y Francia (201.000 millones de euros).</p> <p>BIBLIOGRAFÍA</p> <p>ANTOLIN-DIAZ, J. (2014), «Deflation risk and the ECB's communication strategy». Fulcrum Research Papers. Disponible en: http://www.fulcrumasset.com/files/frp201402.pdf</p> <p>BANCO DE INGLATERRA (2012), «The Distributional Effects of Asset Purchases», 12 de julio.</p> <p>BCE (2009), «Decision of the European Central Bank of 2 July 2009 on the implementation of the covered bond purchase programme» (ECB/2009/16).</p> <p>— (2013), «Collateral eligibility requirements – A comparative study across specific frameworks», julio.</p> <p>— (2014), Consensus Economics.</p> <p>CHEN, Q.; FILARDO, A.; HE, D., y ZHU, F. (2012), «International Spillovers of Central Bank Balance Sheet policies», en <i>Are Central Bank Balance Sheets in Asia Too Large?</i> BIS Papers n.º 66, octubre, pp. 230-274.</p> <p>CHUNG, H.; LAFORTE, J.-P.; REIFSCHEIDER, D., y WILLIAMS, J. C. (2012), «Estimating the macroeconomic effect of the FED's asset</p>	<p>purchases». FRBSF Economic Letter 2001/03, enero.</p> <p>CLAEYS, G.; HÜTTL, P., y MERLER, S. (2014), «Is there a risk of deflation in the euro area». Bruegel Blog, 3 de abril.</p> <p>DARVAS, Z. (2012), «The ECB's magic wand», <i>Intereconomics: Review of European Economic Policy</i>, 47(5): 266-267, septiembre.</p> <p>— (2013), «Banking system soundness is key to more SME's financing». Bruegel Policy contribution 2013/10, julio.</p> <p>GAGNON, J.; RASKIN, M.; REMACHE J., y SACK, B. (2011), «The Financial Market Effects of the Federal Reserve's Large-Scale Asset Purchases», <i>International Journal of Central Banking</i>, 7(1): 3-44.</p> <p>HANCOCK, D., y PASSMORE, W. (2011), «Did the Federal Reserve's MBS purchase program lower mortgage rates?», <i>Journal of Monetary Economics</i>, 58(5): 498-514.</p> <p>KRISHNAMURTHY, A., y VISSING-JORGENSEN, A. (2013), «The Ins and Outs of LSAPs».</p> <p>JOYCE, M.; LASAOSA, A.; STEVENS, I., y TONG, M. (2010), «The Financial Market Impact of Quantitative Easing». Bank of England, Working Paper n.º 393.</p> <p>— (2011a), «The financial market impact of quantitative easing», <i>International Journal of Central Banking</i>, 7(3): 113-161.</p> <p>MEIER, A. (2009), «Panacea, Curse, or Nonevent? Unconventional Monetary Policy in the United Kingdom». IMF Working Paper 09/163, agosto.</p> <p>SAPIR, A., y WOLFF, G. B. (2013), «The neglected side of banking union: reshaping Europe's financial system», nota presentada en el <i>Informal ECOFIN</i>, septiembre.</p> <p>TABAKIS, E., y TAMURA, K. (2013), «The use of credit claims as collateral for Eurosystem credit operations». ECB Occasional Paper n.º 148, junio.</p> <p>WEALE, M., y WIELADEK, T. (2014), «What are the macroeconomic effects of asset purchases?». Bank of England, External MPC Unit, Discussion Paper n.º 42, abril.</p> <p>WOLFF, G. (2013), «The ECB's OMT programme and German constitutional concerns», en BROOKINGS, <i>The G20 and Central Banks in the new world of unconventional monetary policy</i>.</p>
--	---	---