

FICHA TÉCNICA: FLEXIBILIZACIÓN CUANTITATIVA¹

¿Qué es la flexibilización cuantitativa?

La expansión o flexibilización cuantitativa (FC) (o QE, por sus siglas en inglés, *Quantitative Easing*) es una herramienta no convencional de política monetaria cuyo uso es cada vez más generalizado entre los bancos centrales de todo el mundo. El Sistema de Bancos Centrales de la Zona Euro, en el que se integra el Banco de España, comenzó a utilizarla en marzo de 2015. Esta medida se basa en compras de productos financieros, tales como Letras del Tesoro, Bonos y otros títulos de deuda pública y deuda societaria, en el mercado abierto a cambio de depósitos bancarios. Dado que los depósitos bancarios generalmente pagan menos intereses que los títulos de deuda pública, la economía recibe menos ingresos por intereses en general.

La demanda adicional de los títulos de deuda pública y bonos por el Banco de España aumenta sus precios. En respuesta, una mayor actividad en los mercados financieros aumenta el valor de otros activos en la economía.

El Banco Central Europeo (BCE) afirma en su página web que este instrumento sirve para “contrarrestar el riesgo serio a los mecanismos de transmisión de la política monetaria”. En un documento de trabajo del BCE se asumen los siguientes mecanismos de transmisión ([Gambetti y Musso, 2017](#)):

- El primero es que induce una recomposición de carteras de los vendedores de estos activos, aumentando su precio y reduciendo su tasa de rendimiento. Tal compresión de los rendimientos reducirá el coste de la financiación de los bancos y sociedades no financieras y aumentará el crédito bancario. Es el denominado **efecto de recomposición de carteras**.
- El segundo es un **efecto de señalización** según el cual las compras de activos mandan el mensaje de que el banco central está comprometido al mantenimiento de una política acomodaticia durante un período de tiempo más prolongado para alcanzar su objetivo de estabilidad de precios formando expectativas de políticas de tasas reducidas en el futuro.
- Por último, el **canal de crédito amplio**, supone que las compras de activos específicos, como las compras de valores garantizados por activos, aumentan el precio de los activos lo cual alienta a los bancos a aumentar su oferta de préstamos que pueden titulizarse, lo que tiende a reducir las tasas de interés de los préstamos bancarios.

¹ Ficha técnica inspirada en Fact Sheet the Gower Initiative for Modern Money Studies (GIMMS) Quantitative Easing (<https://gimms.org.uk/fact-sheets/quantitative-easing/>).



Diversos documentos publicados por el Banco de Inglaterra creen que cualquier impacto que pueda haber tenido la FC se debe al "efecto riqueza". No han podido detectar ningún impacto del "efecto de señalización" o el "efecto de los préstamos bancarios" en el Reino Unido ([Butt et al., 2014](#); [Giansante, Fatouh y Ongena, 2020](#)).

Todos estos canales, de difícil validación empírica, son una justificación teórica que permite sortear los obstáculos que planteó un recurso ante el Tribunal Constitucional Alemán contra estas operaciones, que fueron calificadas como una violación de la prohibición de financiar a los Estados miembro recogida en los Tratados. En realidad la principal utilidad del programa de FC en los países de la zona euro es evitar que la deuda pública de los países más afectados por la llamada crisis de deuda de 2010-2012 tuviera que ofrecer una prima de riesgo sobre la deuda pública alemana y, posiblemente, conducirlos a una situación de insolvencia.

La FC no ha logrado crear una inflación significativa, e incluso los economistas de la corriente principal comienzan a preguntarse si es capaz de hacerlo (Reis, 2016; [Lukasz y Smith, 2017](#)).

El proceso de flexibilización cuantitativa

El Banco de España interviene en el mercado de renta fija y compra los títulos de deuda pública y bonos corporativos al precio de mercado a cambio de un depósito bancario.

La FC intenta comprar los títulos de deuda pública y bonos con plazos largos de vencimiento. Estos son los que tienen entidades como fondos de pensiones y compañías de seguros, y el Banco de España pretende que sean éstos los que mantengan inicialmente los depósitos bancarios, no los bancos. Los bancos suelen mantener en cartera títulos de deuda pública con vencimiento a cinco años.

Es improbable que los fondos de pensiones que venden se muevan hacia activos de mayor riesgo, ya que tienen un motivo para vender (por ejemplo, para financiar la pensión de un jubilado). Los compradores en el mercado, que han perdido la puja frente al Banco de España, buscan una inversión segura² y, probablemente, simplemente mantendrán su dinero en el banco.

Sin embargo, las compras del Banco de España elevan el precio de los títulos de deuda pública, lo que aumenta el porcentaje de los títulos de deuda pública en carteras en el mercado. Algunos gestores de carteras que ejecutan estrategias de

² Los títulos de deuda pública normalmente se compran como activos a largo plazo de menor rendimiento, pero de menor riesgo, y por lo tanto son de mayor interés para inversores a largo plazo, como los fondos de pensiones que buscan financiar los pagos de pensiones. Por el contrario, el mercado de valores ofrece un mayor riesgo con una mayor recompensa potencial y, por lo general, se compran en la etapa de crecimiento de una pensión, antes de la jubilación. Los activos de menor riesgo son el efectivo y los depósitos bancarios.



asignación de activos³ venderán algunos títulos para reducir el valor de los títulos en cartera antes de reinvertir los ingresos en diferentes activos. Lo mismo aplica a los bonos corporativos.

El resultado es un aumento de los precios de los activos más arriesgados, como las acciones, y un aumento general de los depósitos bancarios, pero no una gran cantidad de préstamos adicionales para inversión ([Borio y Zabai](#), 2018; [Dell’Aricia, Rabanal y Sandri](#), 2018; [Bernanke](#), 2020. En España, el principal impacto parece haber sido el aumento de los precios inmobiliarios y de la vivienda ([Yrigoi](#), 2021).

¿Cómo se ejecuta la flexibilización cuantitativa?

La FC es una política monetaria no convencional propuesta por el Banco Central Europeo en una decisión tomada en 2014. Se compone en realidad de 4 instrumentos:

- Programa de compras del sector societario [[corporate sector purchase programme \(CSPP\)](#)]
- Programa de compras del sector público [[public sector purchase programme \(PSPP\)](#)]
- Programa de compras de activos respaldados por valores [[asset-backed securities purchase programme \(ABSPP\)](#)]
- Tercer programa de compras de bonos garantizados [[third covered bond purchase programme \(CBPP3\)](#)].

Tras el inicio de la pandemia el BCE introdujo un quinto programa de compras, el Programa de compras de emergencia pandémica [[pandemic emergency purchase programme \(PEPP\)](#)]-

De largo, es el programa más importante de compras del sector público, en el cual los bancos centrales de la zona euro acumulan compras por 2,5 billones € a febrero de 2021.

Pese a ser un programa del BCE, las compras han sido realizadas mayoritariamente por los bancos centrales participantes en el Sistema Europeo de Bancos Centrales. El porcentaje de los bancos centrales nacionales (BCN) sobre el total de compras de instrumentos de renta fija negociables admisibles con arreglo al PSPP a valor de mercado fue del 92 %, y el 8 % restante fue comprado por el BCE. La asignación de compras en las jurisdicciones se realizará de conformidad con la clave para la suscripción del capital del BCE, tal y como se indica en el artículo 29 de los Estatutos del SEBC.

³ Muchos fondos financieros buscan mantener porcentajes establecidos de diferentes clases de activos y reequilibrarlos periódicamente a medida que cambian los precios.



@RedMMT



Red MMT España



Red TMM España

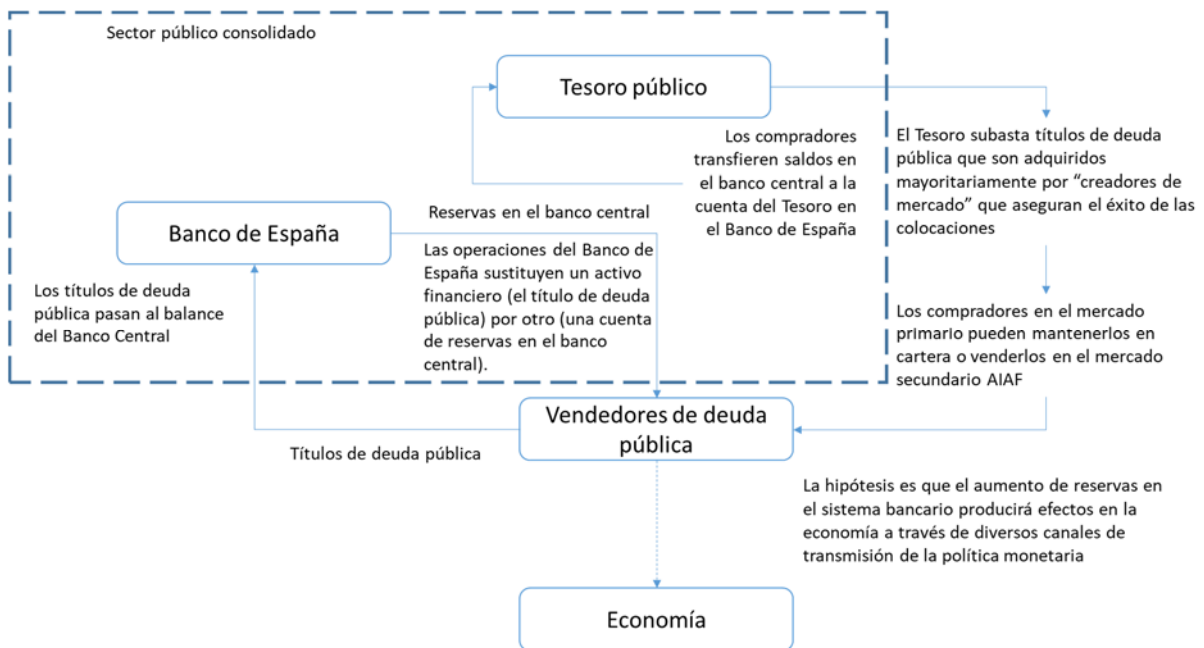


YouTube

El 12 % se compra en valores emitidos por organizaciones internacionales y bancos multilaterales de desarrollo admisibles, y el 88 % se compra en valores emitidos por administraciones centrales y agencias reconocidas admisibles.

En virtud de la Ley 13/1994, de 1 de junio, de Autonomía del Banco de España, y de los Tratados de la UE, el Banco de España tiene prohibida la compra directa de las emisiones de la deuda pública. Solo puede adquirir títulos públicos en los mercados para el ejercicio de sus tareas de intervención monetaria. El Banco de España ejecuta los programas de compra de activos PCA (o APP por las siglas en inglés de *Asset Purchase Programme*) del Banco Central Europeo a través AIAF, el mercado español para la renta fija pública y privada integrado en Bolsas y Mercados Españoles (BME). En cambio, el Banco de España sí puede comprar títulos emitidos por empresas privadas en los mercados primario y secundario. El Diagrama 1 detalla este enfoque.

Diagrama 1. *Esquema PCA Banco de España*



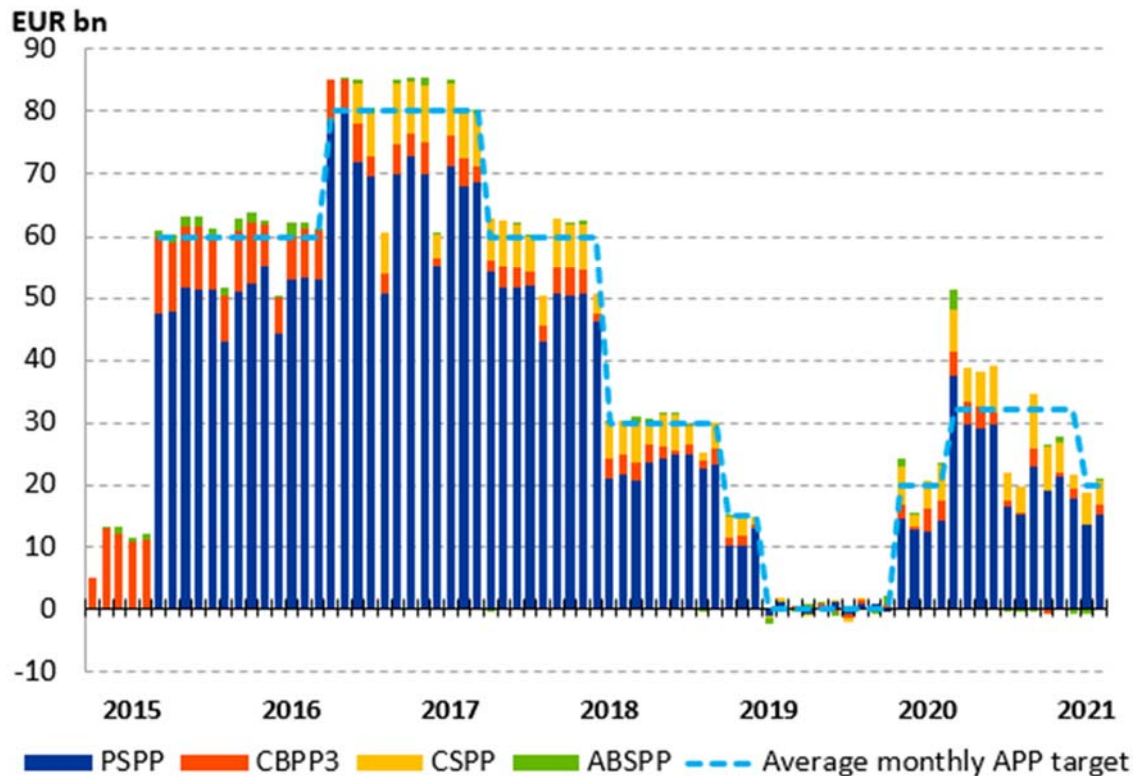
Fuente: Elaboración propia

¿Cuál ha sido el coste del programa de FC?

Entre la segunda mitad de 2015 y 2018 los bancos centrales europeos han hecho compras mensuales entre 60 mil y 80 mil millones € cada mes. En 2018 las compras se redujeron al nivel de 30 mil millones € mensuales y las operaciones cesaron completamente en 2019. Sin embargo, la crisis económica pandémica ha reiniciado estas operaciones a las que se unen las del programa de compras pandémicas que ha anunciado la compra de hasta 1.500 millones € de valores. El Banco de España ha

adquirido casi el 27% de la deuda pública española, tal y como se muestra en el Gráfico 1.

Gráfico 1. Coste de los programas de FC realizados por el BCE (2015-2021)



Fuente: BCE

La opinión común es que la FC "imprime dinero" e "inyectan dinero en la economía". Por supuesto que no ocurre tal cosa. La TMM demuestra que la FC es una simple recomposición de los pasivos del sector gubernamental, tal como se reconoce en la Cuenta General del Gobierno del Reino Unido de 2011 [[Whole of Government Accounts \(WGA\)](#)]:

La consolidación de la flexibilización cuantitativa no reduce significativamente los pasivos generales del gobierno, pero sí reduce la cifra registrada como endeudamiento del gobierno. Una vez que se eliminan las transacciones intragubernamentales, el esquema representa un intercambio de bonos (pasivos del National Loans Fund) por reservas del banco central (pasivos del Banco de Inglaterra) (WGA, 2011, p.65)

Por cada 100 € de reservas del banco central agregadas, se eliminan 100 € de bonos.

Dado que los bonos del Tesoro tienden a pagar más intereses que las reservas bancarias, la FC elimina los ingresos de la economía en general. El Tesoro Público, que es el propietario del 100% de las acciones del Banco de España, obtiene un reembolso de más del 27% en su factura de intereses sobre la deuda pública de la Facilidad de Compra de Activos.

El resultado es que la economía obtiene menos ingresos sin riesgo después de la FC que antes. El efecto principal de la FC es un impuesto implícito sobre ingresos sin riesgo de la economía. Los economistas del paradigma dominante creen que el efecto riqueza y el crecimiento adicional del crédito compensan sobradamente este impuesto implícito.

¿Qué cambia la flexibilización cuantitativa?

Los activos adquiridos por el Programa de Compra de Activos son bonos gubernamentales o bonos societarios de alta calidad. La inmensa mayoría de los activos comprados son bonos del Estado (más del 81%)

Deuda pública

Un análisis desde la TMM del ciclo de gasto (Tabla 1) muestra que las compras FC de bonos del Tesoro simplemente devuelven la posición del sistema bancario a la que habría sido si el gobierno hubiera pagado su gasto con un descubierto en el banco central desde el principio.

Mientras se desarrolla la FC nos encontramos con el absurdo de que, desde la función de gestión de la deuda del Tesoro, se está haciendo "anti-QE" y drenando los depósitos bancarios. Esto es debido a las reglas institucionales que prohíben que el Tesoro incurra en un descubierto en cuenta y, por tanto, lo obligan a emitir deuda pública por importe equivalente al déficit, retirando depósitos bancarios. Inmediatamente después, la función bancaria del Estado se encarga de devolver esos depósitos bancarios mediante la FC.

Realmente está moviendo dinero del bolsillo izquierdo al bolsillo derecho, y viceversa.

Tabla 1. *El ciclo de gasto: Activos y pasivos de los sectores privado y estatal*

	Sector privado				Estado			
	Fondo de inversión/asegur		Banco comercial		Banco de España		Tesoro público	
Situación tras	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos
Gasto público	Depósito bancario	Pensiones futuras	Reservas bancarias	Depósito bancario	Descubierto	Reservas bancarias	Otros activos	Descubierto
Venta de bono	Bonos del Tesoro	Pensiones futuras				Cuenta del Tesoro	Otros activos	Bonos del Tesoro
Flexibilización cuantitativa	Depósito bancario	Pensiones futuras	Reservas bancarias	Depósito bancario	Bonos del Tesoro	Reservas bancarias	Otros activos	Bonos del Tesoro

Fuente: elaboración propia a partir de [Quantitative Easing Fact Sheet de GIMMMS](#)



@RedMMT



Red MMT España



Red TMM Espana



YouTube



Bonos societarios

Una parte de la FC (algo menos del 20% hasta ahora) se dirige al mercado de bonos societarios. El efecto conseguido es reducir la cantidad de ingresos disponibles para el mercado procedente de los bonos societarios⁴. La idea es que esto fomente la emisión de más bonos corporativos a una tasa de interés menor.

Sin embargo, las sociedades mercantiles aún tendrán que pagar los cupones⁵ al Banco de España sobre los bonos societarios comprados con la FC. Luego, el Banco de España paga esos ingresos al Tesoro, ya que le transfiere dividendos sobre los beneficios obtenidos. En otras palabras, en general, los cupones de bonos corporativos han resultado en un aumento de impuestos, y el aumento de impuestos tiende a reducir la actividad, no a estimularla.

¿Cuán efectiva es la QE desde la perspectiva TMM?

La TMM cuestiona si la reducción directa de las tasas a largo plazo a través de la FC tendría más éxito en estimular estas economías que los anteriores recortes de las tasas oficiales que indirectamente redujeron las tasas a largo plazo. El principal problema en muchas economías desarrolladas es el lento crecimiento y la consiguiente ausencia de un gran número de empresas solventes que buscan endeudarse. En segundo lugar, puede haber algunos aumentos modestos en el gasto debido a los efectos sobre la riqueza, pero igualmente los ingresos por intereses de los jubilados se basan en las tasas de interés y disminuirán a medida que bajen las tasas. En tercer lugar, la TMM rechazaría el canal de financiamiento / préstamo bancario, ya que se basa en que son las reservas las que impulsan los préstamos y depósitos (Mitchell, Wray y Watts, 2019, p.367).

www.redmmt.es

⁴ Los bonos societarios son préstamos negociables a interés fijo a empresas privadas, emitidos por la propia empresa. Son una fuente de financiación alternativa a los préstamos bancarios y las emisiones de acciones. Algunos de estos son adquiridos en los mercados primario y secundario de bonos por el Banco de España.

⁵ Un cupón es la tasa de interés que se paga periódicamente sobre el valor nominal de un bono; p.e. 4% anual con un bono de 100 € paga 4 € cada año. Todos los bonos societarios en poder del Banco de Inglaterra devengarán un cupón para el Banco de España, que luego paga ese dinero a su propietario, el Tesoro Público.



@RedMMT



Red MMT España



Red TMM España



YouTube



Referencias:

- Bernanke, B. S. (2020). The new tools of monetary policy. *American Economic Review*, 110(4), 943-83.
- Borio, C., y Zabai, A. (2018). Unconventional monetary policies: a re-appraisal. En P. Conti-Brown y R.M. Lastra (Eds.), *Research Handbook on Central Banking* (pp.398-444). Cheltenham: Edward Elgar Publishing.
- Butt, N., Churm, R., McMahon, M. F., Morotz, A., y Schanz, J. F. (2014). QE and the bank lending channel in the United Kingdom. *Bank of England Working Paper No. 511*.
- Dell'Ariccia, G., Rabanal, P., y Sandri, D. (2018). Unconventional monetary policies in the euro area, Japan, and the United Kingdom. *Journal of Economic Perspectives*, 32(4), 147-172.
- Gambetti, L., y Musso, A. (2017). The macroeconomic impact of the ECB's expanded asset purchase programme (APP). *ECB Working Paper No. 2075*.
- Giansante, S., Fatouh, M., y Ongena, S. (2020). Does Quantitative Easing Boost Bank Lending to the Real Economy or Cause Other Bank Asset Reallocation? The Case of the UK. *Bank of England Working Paper No. 883*.
- Gower Initiative for Modern Monetary Studies.
- Łukasz, R., y Smith, T. D. (2017). Are low real interest rates here to stay? *International Journal of Central Banking*, 13(3), 1-42.
- Mitchell, W., Wray, L. R., y Watts, M. (2019). *Macroeconomics*. Londres: Macmillan.
- Reis, R. (2016). Funding Quantitative Easing to Target Inflation. *CEPR Discussion Paper No. 11505*.
- Yrigoy, I. (2021). The political economy of rental housing in Spain: the dialectics of exploitation (s) and regulations. *New Political Economy*, 26(1), 186-202.



@RedMMT



Red MMT España



Red TMM España



YouTube