

FITXA TÈCNICA: FLEXIBILITZACIÓ QUANTITATIVA¹

Què és la flexibilització quantitativa?

L'expansió o flexibilització quantitativa (FQ) (o QE, per les seves inicials en anglès, Quantitative Easing) és una eina no convencional de política monetària d'ús cada cop més generalitzat entre els Bancs Centrals de tot el món. El Sistema de Bancs Centrals de la Zona Euro, en què s'integra el Banc d'Espanya, va començar a utilitzar-la el març de 2015. Aquesta mesura es basa en compres de productes financers, com ara Lletres del Tresor, Bons i altres títols de deute públic i deute societari, al mercat obert a canvi de dipòsits bancaris. Com que els dipòsits bancaris generalment paguen menys interessos que els títols de deute públic, l'economia rep menys ingressos per interessos en general.

La demanda addicional dels títols de deute públic i bons pel Banc d'Espanya augmenta els seus preus. En resposta, una major activitat als mercats financers augmenta el valor d'altres actius a l'economia.

El Banc Central Europeu (BCE) afirma a la seva pàgina web que aquest instrument serveix per "contrarestar el risc seriós als mecanismes de transmissió de la política monetària". En un document de treball del BCE s'assumeixen els mecanismes de transmissió següents ([Gambetti y Musso](#), 2017):

- El primer, és que indueix una recomposició de carteres dels venedors d'aquests actius, augmentant-ne el preu i reduint-ne la taxa de rendiment. Aquesta compressió dels rendiments reduirà el cost del finançament dels bancs i les societats no financeres i augmentarà el crèdit bancari. És el denominat **efecte de recomposició de carteres**.
- El segon, és un **efecte de senyalització** segons el qual les compres d'actius envien el missatge que el banc central està compromès al manteniment d'una política acomodaticia durant un període de temps més prolongat per assolir el seu objectiu d'estabilitat de preus formant expectatives de polítiques de taxes reduïdes en el futur.
- Finalment, el **canal de crèdit ampli** suposa que les compres d'actius específics, com les compres de valors garantits per actius, augmenten el preu dels actius, cosa que encoratja els bancs a augmentar la seva oferta de préstecs que es poden titulitzar, i això tendeix a reduir les taxes d'interès dels préstecs bancaris.

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



Diversos documents publicats pel Banc d'Anglaterra creuen que qualsevol impacte que pugui haver tingut la FC és degut a "l'efecte riquesa". No han pogut detectar cap impacte de l'"efecte de senyalització" o "l'efecte dels préstecs bancaris" al Regne Unit ([Butt et al.](#), 2014; [Giansante, Fatouh y Ongena](#), 2020).

Tots aquests canals, de difícil validació empírica, són una justificació teòrica que permet esquivar els obstacles que va plantejar un recurs davant el Tribunal Constitucional Alemany contra aquestes operacions, que van ser qualificades com una violació de la prohibició de finançar els Estats membres recollida als Tractats. En realitat, la principal utilitat del programa de FQ als països de la zona euro és evitar que el deute públic dels països més afectats per l'anomenada crisi de deute del 2010-2012 hagués d'oferir una prima de risc sobre el deute públic alemany i, possiblement, conduir-los a una situació d'insolvència.

La FQ no ha aconseguit crear una inflació significativa, i fins i tot els economistes del corrent principal comencen a preguntar-se si és capaç de fer-ho (Reis, 2016; [Lukasz y Smith](#), 2017).

El procés de flexibilització quantitativa

El Banc d'Espanya intervé al mercat de renda fixa i compra els títols de deute públic i bons corporatius al preu de mercat a canvi d'un dipòsit bancari.

La FQ intenta comprar els títols de deute públic i bons amb terminis llargs de venciment. Aquests són els que tenen entitats com a fons de pensions i companyies d'assegurances, i el Banc d'Espanya pretén que aquests siguin els que mantinguin inicialment els dipòsits bancaris, no els bancs. Els bancs solen mantenir en cartera títols de deute públic amb venciment a cinc anys.

És improbable que els fons de pensions que venen es moguin cap a actius de més risc, ja que tenen un motiu per vendre (per exemple, per finançar la pensió d'un jubilat). Els compradors al mercat, que han perdut a la subhasta davant del Banc d'Espanya, busquen una inversió segura² i, probablement, simplement mantindran els seus diners al banc.

No obstant això, les compres del Banc d'Espanya eleven el preu dels títols de deute públic, cosa que augmenta el percentatge dels títols de deute públic en carteres al

² Els títols de deute públic normalment es compren com a actius a llarg termini de menor rendiment, però de menor risc, i per tant són de més interès per a inversors a llarg termini, com els fons de pensions que busquen finançar els pagaments de pensions. Per contra, el mercat de valors ofereix un risc més gran amb una recompensa potencial més gran i, en general, es compren en l'etapa de creixement d'una pensió, abans de la jubilació. Els actius de risc més baix són l'efectiu i els dipòsits bancaris. Molts fons financers busquen mantenir percentatges establerts de diferents classes d'actius i reequilibrar-los periòdicament a mesura que els preus canvien.

mercat. Alguns gestors de carteres que executen estratègies d'assignació d'actius³ vendran alguns títols per reduir el valor dels títols en cartera abans de reinvertir els ingressos a diferents actius. El mateix s'aplica als bons corporatius.

El resultat és un augment dels preus dels actius més arriscats, com les accions, i un augment general dels dipòsits bancaris, però no una gran quantitat de préstecs addicionals per a inversió ([Borio y Zabai](#), 2018; [Dell'Aricia, Rabanal y Sandri](#), 2018; [Bernanke](#), 2020. A Espanya, sembla que el principal impacte ha estat l'augment dels preus immobiliaris i de l'habitatge ([Yrigoi](#), 2021).

Com s'executa la flexibilització quantitativa?

La FQ és una política monetària no convencional proposada pel Banc Central Europeu a una decisió presa el 2014. Es compon en realitat de 4 instruments:

- Programa de compres del sector societari [[corporate sector purchase programme \(CSPP\)](#)]
- Programa de compres del sector públic [[public sector purchase programme \(PSPP\)](#)]
- Programa de compres de actius recolzats per valors [[asset-backed securities purchase programme \(ABSPP\)](#)]
- Tercer programa de compres de bons garantits [[third covered bond purchase programme \(CBPP3\)](#)].

Després de l'inici de la pandèmia el BCE va introduir un cinquè programa de compres, el Programa de compres d'emergència pandèmica [[pandemic emergency purchase programme \(PEPP\)](#)]-

De llarg, és el programa més important de compres del sector públic, en què els bancs centrals de la zona euro acumulen compres per 2,5 bilions € al febrer del 2021.

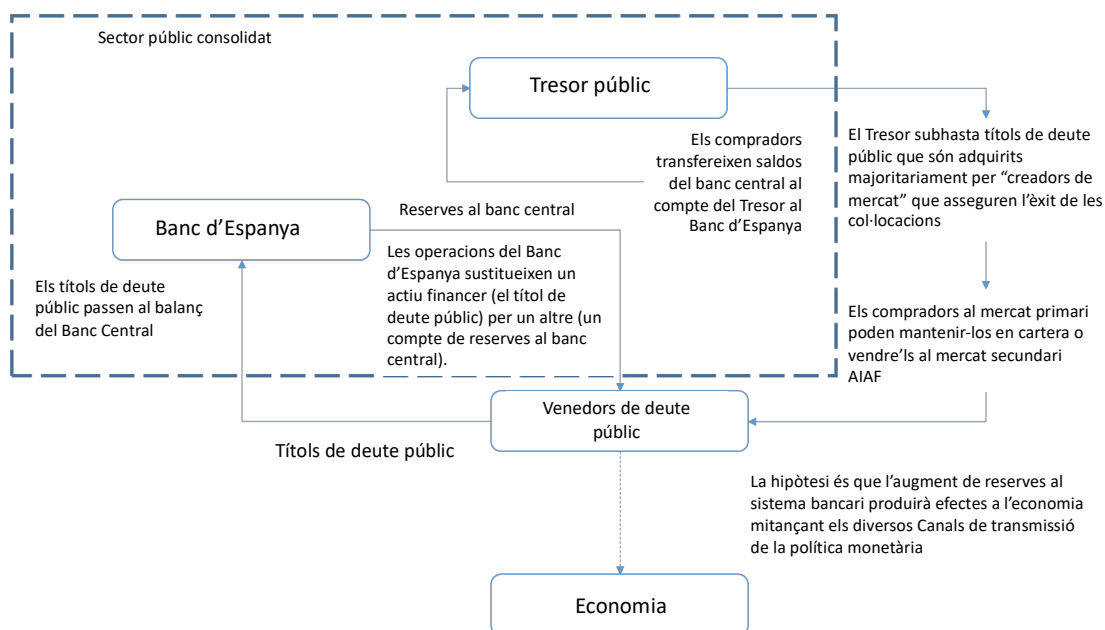
Tot i ser un programa del BCE, les compres han estat realitzades majoritàriament pels bancs centrals participants al Sistema Europeu de Bancs Centrals. El percentatge dels bancs centrals nacionals (BCN) sobre el total de compres d'instruments de renda fixa negociables admissibles d'acord amb el PSPP a valor de mercat va ser del 92% i el 8% restant va ser comprat pel BCE. L'assignació de compres a les jurisdiccions es realitzarà de conformitat amb la clau per a la subscripció del capital del BCE, tal com s'indica a l'article 29 dels Estatuts del SEBC.

El 12% es compra en valors emesos per organitzacions internacionals i bancs multilaterals de desenvolupament admissibles, i el 88% es compra en valors emesos per administracions centrals i agències reconegudes admissibles.

En virtut de la Llei 13/1994, d'1 de juny, d'Autonomia del Banc d'Espanya i dels Tractats de la UE, el Banc d'Espanya té prohibida la compra directa de les emissions del deute públic. Només pot adquirir títols públics als mercats per a l'exercici de les seves tasques d'intervenció monetària. El Banc d'Espanya executa els programes de compra d'actius PCA (o APP per les

sigles en anglès d 'Asset Purchase Programme) del Banc Central Europeu a través d'AIAF, el mercat espanyol per a la renda fixa pública i privada integrat a borses i mercats espanyols (BME). En canvi, el Banc d'Espanya sí que pot comprar títols emesos per empreses privades als mercats primari i secundari. El Diagrama 1 detalla aquest enfocament.

Diagrama 1. *Esquema PCA Banco de España*



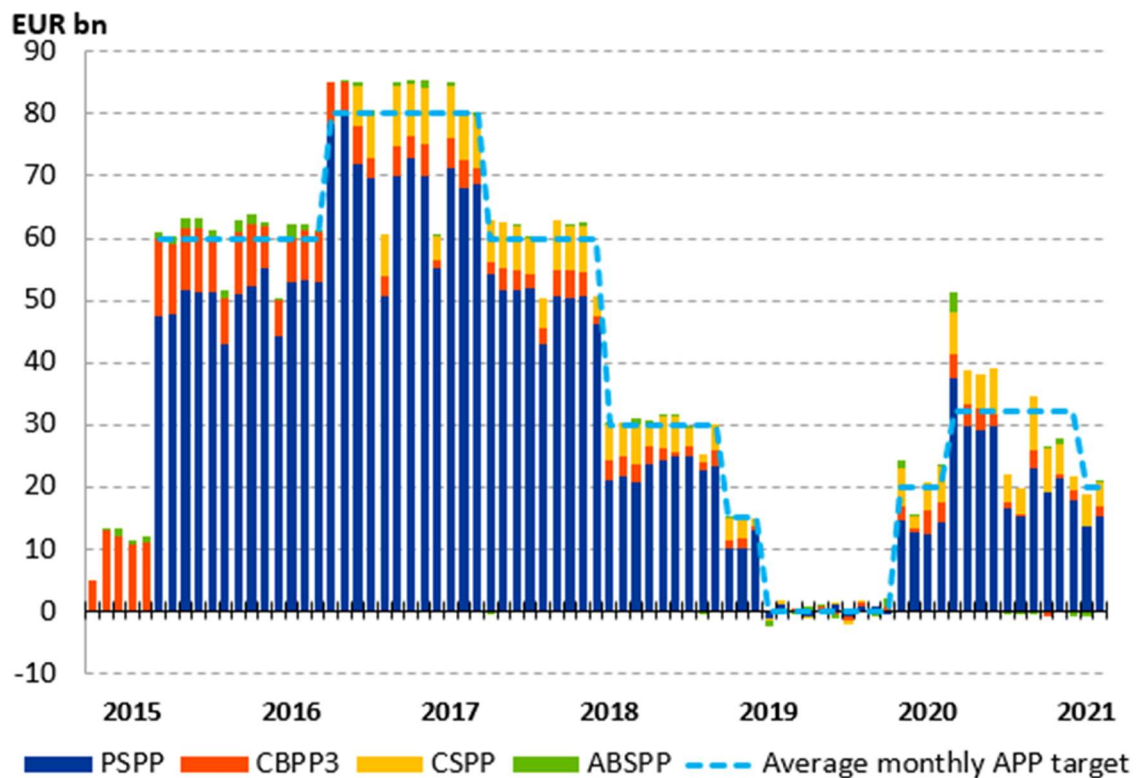
Font: Elaboració pròpia

¿Quin ha sigut el cost del programa de FQ?

Entre la segona meitat de 2015 i 2018 els bancs centrals europeus han fet compres mensuals entre 60 mil i 80 mil milions € cada mes. El 2018 les compres es van reduir al nivell de 30 mil milions € mensuals i les operacions van cessar completament el 2019. Tot i això, la crisi econòmica pandèmica ha reiniciat aquestes operacions a les quals s'uneixen les del programa de compres pandèmiques que ha

anunciat la compra de fins a 1.500 milions € de valors. El Banc d'Espanya ha adquirit gairebé el 27% del deute públic espanyol, tal com es mostra al Gràfic 1.

Gràfic 1. Cost dels programes de FQ realitzats pel BCE (2015-2021)



Font: BCE

L'opinió comuna és que la FQ "imprimeix diners" i "injecten diners a l'economia".

Per descomptat que no passa tal cosa



La TMM demostra que la FC és una simple recomposició dels passius del sector governamental, tal com es reconeix al Compte General del Govern del Regne Unit de 2011 [[Whole of Government Accounts \(WGA\)](#)]:

La consolidació de la flexibilització quantitativa no redueix significativament els passius generals del govern, però sí que redueix la xifra registrada com a endeutament del govern. Un cop eliminades les transaccions intra governamentals, l'esquema representa un intercanvi de bons (passius del National Loans Fund) per reserves del banc central (passius del Banc d'Anglaterra) (WGA, 2011, p.65)

Per cada 100€ de reserves del banc central agregades, s'eliminen 100€ de bons

Com que els bons del Tresor tendeixen a pagar més interessos que les reserves bancàries, la FQ elimina els ingressos de l'economia en general. El Tresor Públic, que és el propietari del 100% de les accions del Banc d'Espanya, obté un reemborsament de més del 27% a la factura d'interessos sobre el deute públic de la Facilitat de Compra d'Actius.

El resultat és que l'economia obté menys ingressos sense risc després de la FQ que abans. L'efecte principal de la FQ és un impost implícit sobre ingressos sense risc de l'economia. Els economistes del paradigma dominant creuen que l'efecte riquesa i el creixement addicional del crèdit compensen àmpliament aquest impost implícit.

¿Què canvia la flexibilització quantitativa?

Els actius adquirits pel Programa de Compra d'Actius són bons governamentals o bons societaris d'alta qualitat. La immensa majoria dels actius comprats són bons de l'Estat (més del 81%)

Deute públic

Una anàlisi des de la TMM del cicle de despesa (Taula 1) mostra que les compres FQ de bons del Tresor simplement tornen la posició del sistema bancari a què hauria estat si el govern hagués pagat la seva despesa amb un descobert al banc central des del principi.

Mentre es desenvolupa la FQ ens trobem amb l'absurd que, des de la funció de gestió del deute del Tresor, s'està fent anti-QE i drenant els dipòsits bancaris. Això és degut a les regles institucionals que prohibeixen que el Tresor incorri en un descobert en compte i, per tant, l'obliguen a emetre deute públic per import equivalent al dèficit, retirant dipòsits bancaris. Immediatament després, la funció bancària de l'Estat s'encarrega de tornar aquests dipòsits bancaris mitjançant la FQ.

Realment està movent diners de la butxaca esquerra a la butxaca dreta, i viceversa.



@RedMMT



Red MMT España



Red TMM Espana



YouTube

Tabla 1. *El ciclo de despesa: Actius y passius dels sectors privat y estatal*

	Sector Privat				Estat			
	Fons Inversió / Asseguradora		Banc Comercial		Banc d'Espanya		Tresor Públic	
Situació post	Actius	Passius	Actius	Passius	Actius	Passius	Actius	Passius
Despesa Pública	Dipòsit Bancari	Pensions Futures	Reserves Bancàries	Dipòsit Bancari	Reserves Bancàries		Altres actius	Descobert
Venda de Bons	Bons de l'Estat	Pensions Futures			Compte del Tresor		Bons del Tresor	
Flexibilització Quantitativa	Dipòsit Bancari	Pensions Futures	Reserves Bancàries	Dipòsit Bancari	Reserves Bancàries		Bons del Tresor	

Font: elaboració pròpia a partir de [Quantitative Easing Fact Sheet de GIMMMS](#)

Bons societaris

Una part de la FC (una mica menys del 20% fins ara) es dirigeix al mercat de bons societaris. L'efecte aconseguit és reduir la quantitat d'ingressos disponibles per al mercat procedent dels bons societaris. La idea és que això fomenti l'emissió de més bons corporatius a una taxa d'interès menor.

Tot i això, les societats mercantils encara hauran de pagar els cupons al Banc d'Espanya sobre els bons societaris comprats amb la FC. Després, el Banc d'Espanya paga aquests ingressos al Tresor, ja que transfereix dividends sobre els beneficis obtinguts. En altres paraules, en general, els cupons de bons corporatius han resultat en un augment d'impostos, i l'augment d'impostos tendeix a reduir l'activitat, no a estimular-la.

¿Com d'efectiva és la QE des de la perspectiva TMM?

La TMM qüestiona si la reducció directa de les taxes a llarg termini a través de la FQ tindria més èxit en estimular aquestes economies que les retallades anteriors de les taxes oficials que indirectament van reduir les taxes a llarg termini. El principal problema en moltes economies desenvolupades és el creixement lent i la conseqüent absència d'un gran nombre d'empreses solvents que busquen endeutar-se. En segon lloc, pot haver-hi alguns augments modestos en la despesa a causa dels efectes sobre la riquesa, però, igualment, els ingressos per interessos dels jubilats es basen en les taxes d'interès i disminuiran a mesura que baixin les taxes. En tercer lloc, la TMM rebutjaria el canal de finançament / préstec bancari, ja que es basa que són les reserves les que impulsen els préstecs i dipòsits (Mitchell, Wray i Watts, 2019, p.367).

www.redmmt.es



@RedMMT



Red MMT España



Red TMM España



YouTube

Referències:

- 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 Espana



YouTube