

¿Miedo a la QE ...se está imprimiendo dinero?

“En el **Quantitative Easing** puro, el foco principal de la política monetaria son las reservas bancarias, que son un pasivo del Banco Central; la composición de los préstamos y valores en el activo del balance del Banco Central es accesorio”. (Bernanke, 2009)

En esta gran cita -de la máxima autoridad de la política monetaria americana y mayor experto académico en la materia-, **Ben Bernanke** intenta paliar la enorme falta de comprensión acerca de la 'relajación cuantitativa' o QE (*quantitative easing*) en política monetaria. Bernanke se dirige, sobre todo, a los colectivos obsesionados con que su política monetaria crearía una enorme hiperinflación dañina para el trabajador y el ahorrador, un miedo que ha llegado a cegar a [grandes intelectuales de la política americana](#) (por mucho que alguno de ellos [pase por sus horas más bajas](#)).

En este *post* hacemos un sencillo resumen de en qué consiste realmente la **relajación cuantitativa** (QE), de su efecto sobre la inflación y del camino que el **BCE** puede aún recorrer si quiere adoptar una postura más laxa.

La política monetaria tradicional

Para crear un *shock* de crecimiento económico a corto plazo, un banco central puede utilizar (1) los precios del dinero (tipos de interés y tipos de cambio) o (2) las cantidades de dinero en circulación. El segundo caso de expansión vía cantidades, normalmente denominado QE, está asociado a un aumento de la '**base monetaria**', es decir, del dinero 'físico' que hay en el sistema circulando, cuyo reflejo son las reservas de los bancos en el banco central. ¿Cuándo se actúa sobre las cantidades de dinero? Cuando ya no queda más remedio, al no poder bajar más el precio del dinero tras haber alcanzado la **cota cero de los tipos de interés**.

Actualmente, todos los grandes bancos centrales se encuentran inmersos en programa expansivos de este tipo, en respuesta a la crisis. Al ser un tema técnicamente complejo, en ocasiones se simplifica la valoración de los QE como puras inyecciones de dinero que inexorablemente llevarán a elevadas inflaciones. Pero ¿es así de sencillo?

¿Se está inyectando dinero nuevo?

Lo que pretende el QE es reducir, mediante estas compras de diferentes tipos de deuda, las rentabilidades de la deuda pública que no dejan de ser la base primaria de formación de los tipos de interés. .../.....

.../... El objetivo último de esta bajada de los tipos de interés es el promover la inversión a través de un acceso más fácil al crédito. La respuesta rotunda es **NO**, en el sentido de que no estamos poniendo a disposición del público más billetes sin ninguna contraprestación. La contraprestación es la clave del asunto, ya que no se está prestando dinero a los Gobiernos sin más para que gasten: en esencia, se están transformando activos de menor liquidez en el activo más líquido que existe. Así, **nadie está tirando dinero desde un helicóptero**.

En concreto, cuando la Reserva Federal compra deuda a cambio de dinero efectivo, lo que hace es **intercambiar “un compromiso de dinero futuro”** a cambio de “una realidad de dinero hoy”. No se crea un 'dinero nuevo' en el sistema, sino que se intercambia un dinero que ya existía en formato de 'largo plazo' (deuda) por uno mucho más cercano en formato de efectivo. En este sentido, **la cantidad total de dinero no cambia**: como el mismo Bernanke explica, los agregados amplios de oferta monetaria (**M2**, **M3**) no han aumentado drásticamente.

Fetichistas del déficit

Algunos analistas se han alarmado al pensar que un banco central puede financiar el déficit del Gobierno mediante las compras de activos que conllevan los programas de QE. Técnicamente, se denomina **monetización del déficit** y significa que permitimos al Gobierno transformar en efectivo su deuda, de manera que el banco central financia la expansión del gasto de manera ilimitada. ¿Es esto lo que está ocurriendo? De nuevo la respuesta es NO.

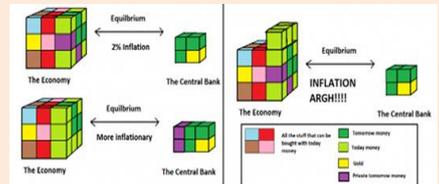
Los Gobiernos están financiando su déficit mediante la emisión de deuda, la cual consigue monetizar (transformar en dinero líquido) gracias a las subastas, las cuales son intermediadas por los bancos comerciales denominados *dealers* o 'creadores de mercado'. A su vez, estos acuden a las subastas a comprar la deuda pública y financiar el déficit del Gobierno en el mercado primario. Si la Fed o cualquier otro banco central compra deuda (ya emitida) que cotiza en el mercado secundario, ello no consiste en una **fuentes de financiación permanente** para el Gobierno.

Lo que pretende el QE es reducir, mediante estas compras de diferentes tipos de deuda, las rentabilidades de la deuda pública, que no dejan de ser la base primaria de formación de los tipos de interés: el precio que transforma dinero futuro en presente y viceversa. .../.....

.../... El objetivo último de esta bajada de los tipos de interés es el promover la inversión a través de un acceso más fácil al crédito.

Los cubos de Rubik

La siguiente ilustración, publicada por Isabella Kamiska en FT Alphaville, ilustra a la perfección la diferencia entre QE y la impresión de dinero nuevo.



El cubo de 3x3x3 es nuestra economía simplificada, en la cual existen distintos elementos.

- El azul, el rojo o el marrón son los bienes y servicios que se pueden comprar con 'dinero actual', es decir, con efectivo.
- Los cubos de verde claro son el 'dinero de hoy', es decir, la forma más líquida de dinero que existe.
- Los cubos verde oscuro y morado representan el 'dinero de mañana', es decir, bonos públicos y privados con menor liquidez que el efectivo.
- La cara derecha del cubo de Rubik (los 9 minicubos de su lado derecho) son los activos monetarios de la economía. Pues bien, lo que los bancos centrales están haciendo es cambiar la composición de dicha 'cara derecha del cubo'. El banco central crea nuevos cubos verde claro (dinero hoy) y los intercambia por activos menos líquidos. En este escenario, la base monetaria no crece respecto a la base de bienes y servicios que se pueden comprar, por lo que no hemos de esperar inflación. De hecho, en Estados Unidos, donde la Fed ya va por su tercera ronda de QE, la inflación no ha repuntado... ¡sino que incluso se está reduciendo! Es decir, este tipo de movimientos son neutrales para los precios de una cesta de bienes y servicios, aunque sí que afectan (a la baja) los tipos de interés intentando estimular el consumo y la inversión.

El escenario que los 'halcones del déficit' temen es uno en el que el Banco Central crea nuevos cubos verdes y los añade a la economía sin ninguna contraprestación, es decir, sin retirar otros cubos a cambio. En cierta forma, este es el escenario que ha propuesto el primer ministro de Japón, y su primer efecto inmediato sería una mayor inflación, ya que los agentes descontarían un menor valor futuro de su dinero por el crecimiento de este sin contrapartida. En cambio, el dinero que hoy reciben los agentes tiene una contrapartida y habrá de ser devuelto ../...

¿Miedo a la QE ...se está imprimiendo dinero? (2)

No sólo importa el tamaño del QE

En un régimen puro de QE, al Banco Central no le importa qué tipo de activo compra a cambio de dinero para expandir el tamaño de su balance: su único objetivo es **empulsar el crecimiento mediante 'fuerza bruta'**.

Aunque el riesgo no es nulo, la probabilidad conjunta de quiebra de dos agentes es siempre menor que la probabilidad de quiebra de cualquiera de los dos agentes por separado Existe una versión diferente de relajación cuantitativa, denominada CE o **credit easing**. Esta es sutilmente diferente al QE, en el sentido de que lo que pretende es mejorar el funcionamiento de determinados mercados de deuda.

Cuando el banco central compra deuda para suplir una demanda privada ausente y reducir los tipos de interés, dichas compras son en realidad un CE. El propio Bernanke denomina a su programa CE, porque las compras, aunque aumentan la base monetaria hoy, son temporales y se realizan sobre activos muy concretos y con el único objetivo de aumentar las reservas de los bancos. Otro sencillo ejemplo es el programa SMP de compra de bonos soberanos por parte del BCE, los cuales, al ser luego esterilizados mediante subastas inversas, no aumentan el tamaño del balance del banco central, por lo que ni siquiera podría llegar a definirse como QE.

Quantitative vs Qualitative Easing

Willem Buiter (LSE, Citi) explicaba la diferencia entre ambas estrategias:

- **Quantitative Easing** consiste en aumentar el tamaño del balance del banco central mediante un incremento de sus pasivos (base monetaria), pero manteniendo constante la composición de sus activos.

- Por el contrario, el **Qualitative Easing** consiste en cambiar la composición de los activos del banco central hacia unos menos líquidos y más arriesgados, manteniendo constante el tamaño del balance.

¿Y qué están haciendo los distintos Bancos Centrales?

Fed y Bank of England (BOE) han basado su estrategia en asumir más riesgo mediante compras directas de deuda pública y otros tipos de activos, como titulaciones, garantías a vehículos y fondos monetarios y créditos corporativos.

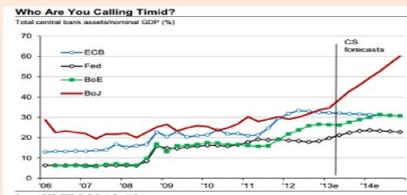
.../.....

.../. Por el contrario, Bank of Japan (BoJ) y BCE han usado una estrategia de asunción de riesgo indirecto o parcial, al usar instrumentos de QE que se canalizan a través de los bancos. El ejemplo más cercano para nosotros es la LTRO, las subastas en las que el BCE ofrece dinero a los bancos a cambio de colateral.

¿Asume el BCE riesgo con esa deuda que acepta como garantía? Aunque el riesgo no es nulo, la probabilidad conjunta de quiebra de dos agentes es siempre menor que la probabilidad de quiebra de cualquiera de los dos agentes por separado. El BCE asumiría más riesgo comprando directamente un bono de Grecia que teniéndolo como aval de, por ejemplo, un préstamo a un banco francés (¡o incluso a un banco griego!). La probabilidad de que Grecia no me pague es alta, pero de que no me pague ni el Gobierno de Grecia ni el banco es necesariamente menor. Además, el BCE ha mitigado adicionalmente el riesgo mediante la aplicación de **haircuts**, ya que por cada 100 unidades que presta al banco, el BCE pide unas 105 unidades de bonos como colateral. Ese 'extra' o **haircut** es un colchón que reduce su perfil de riesgo.

Conclusión

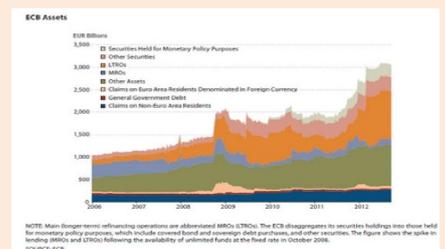
Lo que hoy estamos viviendo se parece mucho más al CE que a la QE. Europa y Japón han sido siempre economías muy bancarizadas, por lo que es lógico que las políticas de expansión monetaria se canalicen a través del sector bancario. Por el contrario, el Reino Unido y EEUU son zonas donde los mercados de capitales (bonos) siempre han estado más desarrollados, y a sus bancos centrales les preocupa más relajar las condiciones en esos mercados de deuda que en los bancos. La pregunta relevante es, **¿hasta qué punto hacen bien Japón y Europa en seguir basándose en los bancos?**



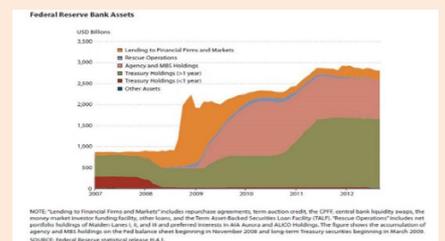
El balance del BCE ha crecido sustancialmente, incluso en relación al resto de 'comparables'. Pero si observamos la composición del activo de los balances del BCE (primer gráfico) y de la Fed (segundo gráfico) vemos que el BCE ha basado su expansión en la LTRO (riesgo 'mitigado') y en 'otros valores negociables' (básicamente cédulas y otros *covered bonds*), .../...

.../... mientras que **la Fed ha sido mucho más agresiva en términos de activo ponderado por riesgo**, comprando directamente deuda de más de 1 año y un mayor volumen de activos hipotecarios titulizados (*mortgage backed securities*).

¿Cuánto margen tiene el BCE para seguir apoyando a la economía? En términos de volumen no lo ha hecho mal, pero en términos de perfil de riesgo asumido tiene aún un amplio camino por recorrer. Discutamos por favor en estos términos y quitemos hierro al tema de la inflación, que es en estos momentos una preocupación mucho menor.



NOTE: Data: Single central bank (including operations on administered (MBS), LTROs). The ECB disaggregates its securities holdings into those held for monetary policy purposes, which include covered bond and sovereign debt purchases, and other securities. The figure shows the split in lending facilities and LTROs following the availability of unlimited funds at the fixed rate in October 2009.



NOTE: "Lending to Financial Firms and Markets" includes repurchase agreements, term auction credit, the CTFE, central bank liquidity loans, the money market mutual fund liquidity facilities, and the Term Asset Backed Securities Loan Facility (TALF). "Reserve Operations" includes the portfolio holdings of Treasury Inflation Protected Securities (TIPS) and preferred interests in AIG, AIGCP and AIGCC Holdings. The figure shows the accumulation of agency and MBS holdings in the Fed balance sheet beginning in November 2008 and long term Treasury securities beginning in March 2009. SOURCE: Federal Reserve statistical release H.4.1.

Comentarios anónimos

Por otra parte, lo que sus anteojeiras monetaristas [las de Bernanke y Friedman] no les dejan ver del Quantitative Easing es lo siguiente:

1º) La cualitativa, si bien no incrementa la oferta monetaria, es un cambio de activos a corto plazo [bonos del Tesoro USA] por parte de la FED por Activos a Largo Plazo [Bonos a 10 o mas años y Titulos MBS Subprime], para sanear el balance de los bancos a costa de la FED o del contribuyente americano,

2º) Una vez que la FED agotó sus activos a corto, comenzó a llevar a cabo la fase cuantitativa; o sea, a crear o "imprimir" dinero digital depositado en las reservas de los Bancos a cambio de la adquisición de mas colaterales de todo tipo [MBS etc]; Para acelerar el proceso de saneamiento de los bancos; ¿como? retribuyendo las reservas bancarias, tanto las obligatorias como las excedentarias, al 0,25% de interes; el año pasado la FED le abonó a los bancos por este concepto ¡4.000 MM de dolares al mes!; o sea, que paga el contribuyente americano; por eso no se ha producido una Hiperinflación de precios.

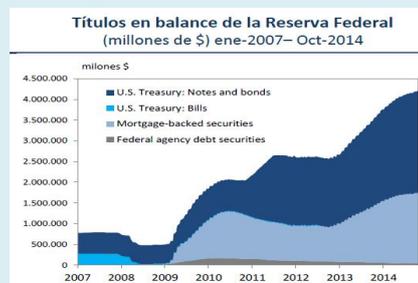
FED: EL FIN DEL QE3

La Reserva Federal finaliza el programa de compra de activos en octubre, aunque mantiene la política de reinversión del principal en las amortizaciones.

El crecimiento del empleo es sólido y la tasa de paro baja, por lo que la infrautilización de los recursos laborales en la economía habría disminuido. Los tipos permanecerán en niveles bajos durante un considerable periodo de tiempo, pero la última palabra dependerá de la evolución del empleo y la inflación.

La Reserva Federal en la última reunión de octubre volvía a dar un paso adicional en el llamado programa de salida, en primer lugar a través de la **finalización de su tercera facilidad cuantitativa** y segundo, **con un discurso claramente más optimista de cara a la consecución de sus objetivos de estabilidad de precios y empleo en un futuro cercano.**

Con respecto al primer punto, la Fed cumplía con el guión establecido y **ponía punto y final a más de dos años ininterrumpidos de compra de activos (QE3), no obstante, se mantiene el compromiso de reinvertir el principal y cupones en las amortizaciones de los títulos que vayan venciendo**, como se estableció en la nueva hoja de ruta publicada en septiembre.



La supresión de esta política de reinversión y por lo tanto, el comienzo de la reducción del balance, acorde a estos nuevos principios, se producirá coincidiendo con la primera subida de la tasa Fed Fund.

La finalización de la facilidad en octubre ya había sido establecida meses atrás y confirmada en numerosos discursos y actas oficiales, por lo que un nuevo aplazamiento no habría sido eficiente, introduciendo más volatilidad e incertidumbre al mercado, algo que la entidad ha intentado evitar a lo largo de toda la crisis.

.../.....

.../....

Por otro lado, **la inestabilidad bursátil estaría beneficiando el vuelo a la calidad entre los inversores con el consiguiente aumento de los precios de los tesoros y la reducción de las curvas de tipos denominadas en dólares.**

El matiz económico del comunicado, también era digno de mención, sobre todo en una reunión monetaria en la que se carecía de nuevas previsiones económicas y rueda de prensa. Según el propio comunicado, **la economía mantiene una senda de recuperación moderada**, gracias al incremento del consumo de los hogares y un avance de la inversión empresarial.

El crecimiento del empleo es sólido y la tasa de paro baja, de manera que la infrautilización de los recursos laborales en la economía habría disminuido. La Fed decidía por lo tanto **suprimir la frase “significativa infrautilización de los recursos”** como una clara alusión al mayor dinamismo del mercado laboral.

La tasa de paro encubierta (U6) incluye desempleados desmotivados y trabajadores parciales forzados ha disminuido de forma destacada en los últimos meses y las peticiones de prestación por desempleo semanales han llegado a niveles mínimos no vistos en 14 años.

Los trazos de crecimiento y recuperación del comunicado no solo se limitaban al ámbito laboral sino que a lo largo de toda la nota contemplábamos numerosos gestos en esta dirección.

En el párrafo económico, **la contribución negativa de la política fiscal era suprimida**, a la par que **no se hacía alusión a los problemas de inestabilidad financiera y bursátil, el estancamiento de recuperación europea o la desaceleración de la economía mundial.**

Más atención se prestaba a la inflación, al reconocer que **los precios habrían moderado en el último mes consecuencia de la reducción del precio de la energía y “otros factores”**, como la bajada del coste de las materias primas y la apreciación del dólar, pero **las expectativas de inflación permanecen estables y los riesgos en términos generales equilibrados.**

Otro punto a mencionar era la **continuidad de la directriz principal sobre los tipos actuales sin cambios (0-0,25%) “durante un considerable periodo de tiempo”** una vez finalizado el programa de compra de activos en octubre.

.../...

La controvertida y criticada frase no se caía del comunicado, **aunque era matizada mediante la introducción de un párrafo adyacente en el cual se vincula la primera subida de tipos al comportamiento de la economía:** “si la información conocida nos señala un progreso más rápido hacia el objetivo de empleo e inflación del Comité respecto a lo estimado actualmente, el incremento del rango objetivo de los tipos Fed Funds federales probablemente se produciría antes de lo previsto” y viceversa.

Esta aclaración sobre la directriz principal de tipos y sobre el mercado laboral alteraba completamente el resultado de la votación. **El presidente de la Fed de Dallas y Filadelfia, R Fisher y C. Plosser respectivamente, dos de los miembros más críticos de la entidad votaban en favor de la decisión mayoritaria, siendo exclusivamente el presidente de la Fed de Minneapolis, N. Kocherlakota, la única voz disonante**, al considerar que consecuencia del deterioro de las expectativas de inflación y de los precios, la entidad debería mantener los tipos actuales como mínimo un año y medio después de haber alcanzado el objetivo de inflación del 2%, manteniendo igualmente el programa actual de compras sin modificación.

Los mercados bursátiles respondían con ventas a la decisión de la Reserva Federal, al tiempo que **el dólar se apreciaba en sus principales cruces** y hasta el 1,263 respecto al euro. Por su parte, **la rentabilidad de los tesoros estadounidense a 2 y 5 años aumentaba de forma destacada**, el T-note a 2 años hasta el 0,48% y el 5 años hasta el 1,59%.

Conclusión, la entidad sigue adelante con la estrategia de salida, la finalización del programa de compra de activos y un tono más optimista desde el punto de vista económico, nos confirman que la Fed se encuentra próxima a alcanzar su objetivo, pero sin riesgo de inflación en el horizonte y con una elevada incertidumbre financiera y mundial, prefiere mantener un margen actuación, siendo el momento preciso de la primera subida de tipos su variable de ajuste.

En este sentido desde IM mantenemos nuestra previsión de una primera subida de tipos en el segundo trimestre de 2015 y tipos de llegada del 1,25% para final de año, aunque el momento exacto vendrá condicionado por la coyuntura económica del país y de la economía mundial.

El plan del BoJ

La ambición del BoJ para hacer frente a los problemas de Japón contrastaba radicalmente con la estrategia del BCE ante la difícil coyuntura europea. El banco central japonés cumplía con lo esperado en cuanto al despliegue de una ambiciosa batería de medidas, sorprendiendo favorablemente en la cuantía de las mismas.

El objetivo en Japón es acercar, “tan pronto como sea posible”, la inflación al 2.0% aunque se establece un plazo límite de 2 años para ello. Con este fin se acordaba “una nueva fase de la política monetaria expansiva, tanto en términos cuantitativos como cualitativos”. El acuerdo era unánime para:

1. El objetivo central de las operaciones en los mercados monetarios sea la propia base monetaria. El BoJ pretende doblarla en los próximos dos años a un ritmo anual de entre 60 y 70 billones ¥.

2. Aumentar las compras de bonos japoneses y la duración de la cartera del BoJ. El objetivo, también planteado a dos años vista, es que el BoJ cuente con 190 billones ¥ en 2014 frente a los 89 billones ¥ actuales, tras comprar anualmente 50 billones.

Asimismo, se eliminan las limitaciones de vencimiento de los activos para que puedan ser comprados, siendo elegibles incluso los bonos a 40 años ante el objetivo de que la duración de la cartera del BoJ pase de algo menos de tres años a cerca de 7 años.

3. Aumentar anualmente las compras de ETFs y REITs en 1 billón y 30 mm. ¥, respectivamente.

El conjunto de estas medidas hará que el BoJ casi doble su balance, pasando de 158 billones a 290 billones.

El fin de estas acciones es claro, promover un “cambio drástico de las expectativas de los mercados y de los agentes económicos”.

Las actitudes ortodoxas quedaban a un lado e, incluso, se afrontaban los temores a una monetización de la deuda, aclarando dos cuestiones: se busca una adecuada transmisión de la política monetaria y se ha acordado con el Gobierno japonés promover acciones que redunden en la credibilidad y sostenibilidad fiscal.

.../....

.../...

En Japón se lanzaba un plan ambicioso y claro, los inversores y, en general, los agentes económicos conocen en qué entorno se van a mover y ello permitirá bajos tipos y promover la inversión, ayudando también a la depreciación del yen que dará apoyo a las exportaciones.

Mientras tanto, en la UEM debemos mirar con envidia las decisiones del BoJ y también de la Fed.

La sensación que nos dejaba el comunicado de abril del BCE y las palabras de Draghi es que se da una situación de debate interno en la institución que lleva al inmovilismo, aunque es cierto que para llegar a esta conclusión debíamos “hilar muy fino”.

En el propio comunicado, no se daba un cambio respecto a las perspectivas de actividad, pues se incidía en que se espera una recuperación gradual en la segunda mitad del año que está sujeta a riesgos a la baja. Sin embargo, a diferencia de marzo, ya no se hacía mención a síntomas de estabilización, mientras que Draghi señalaba que la debilidad se extendía a países que no se habían visto afectados por los problemas en la fragmentación de los mercados europeos (crediticios y de depósitos).

Los anteriores matices nos llevan a pensar que las dudas se abren paso en Frankfurt y la confianza en la recuperación, de principios de 2013, se resquebraja.

Un aspecto al que se suma el hecho de que el presidente del BCE indicaba que se había producido un “extenso debate” sobre las bajadas de tipos y la decisión de su mantenimiento en 0.75% se había producido por consenso, no por una unanimidad.

Es decir, empeoran las perspectivas y el debate interno cobra fuerza, ante lo que se abren las puertas a una bajada de tipos en junio hasta 0.50%, no antes.

La expresión “estamos listos para actuar” debe entenderse sólo como un mensaje de responsabilidad en un escenario en el que aún dominan los riesgos. La otra cuestión es si se tomarán medidas más allá de las bajadas de tipos en un futuro

.../...

Desde la perspectiva bancaria, volvía a defenderse que los depósitos continuaban mejorando en los países bajo presión y que en estos se había fortalecido la situación de la financiación del sector bancario, como demostraba su menor dependencia del Eurosystema.

Otra cuestión es la financiación de las PYMES, pues se insistía en las dificultades en este frente y la fragmentación del crédito, siendo la novedad que ahora el BCE considera que el problema afectaba a “bastantes países de la UEM”.

De forma que es muy probable que en Frankfurt se tomen medidas no convencionales para reactivar el crédito a PYMES, tales como una actitud más generosa en su utilización como colateral pero poco más.

Draghi desviaba gran parte de la responsabilidad y señalaba que los bancos y autoridades nacionales tienen un papel importante para reactivar este tipo de crédito.

Así, sólo queda por repasar lo dicho sobre Chipre y los bail-in. En línea con lo esperado, se sostenía que Chipre es un caso único y que estaría peor fuera del euro, recordando que implicar a los depósitos no fue una medida inteligente y que las propuestas articuladas por el BCE no incluían una carga para los depositantes.

Draghi mostraba su disconformidad con lo ocurrido pero huía de cualquier confrontación, mostrándose conciliador al señalar posteriormente que lo arriesgado en los bail-in no son estos en sí, sino la falta de normas en ellos.

En suma, el BCE se encuentra muy lejos de acordar acciones del calado del BoJ, si bien es bastante probable que se produzca una bajada de tipos hasta 0.5% en junio y medidas heterodoxas para reactivar el crédito a PYMES.

Respecto a los bail-in, la institución se desmarcaba de lo ocurrido en Chipre y aprovechaba para enfatizar la necesidad de una unión bancaria, pero sin entrar a criticar los proyectos de la C.E.

La situación de Francia

Los inversores miran muy de cerca los desequilibrios económicos y bancarios entre los países europeos a la hora de realizar sus estrategias de inversión: niveles de deuda privada y pública, déficit por cuenta corriente, desempleo, apalancamiento financiero, morosidad bancaria...etcétera, pero desde que el BoJ prometiese más liquidez al sistema, la demanda de activos soberanos periféricos y de mayor riesgo se ha disparado.

En el caso de España, nuestra referencia Tesoro a 10 años ha reducido su tipo cerca de 30 p.b en la última semana,

.../....

.../...

Un comportamiento similar al ofrecido por los títulos italianos al mismo plazo. Los inversores con más dinero en los bolsillos, prefieren apostar por los activos más arriesgados, en detrimento de los activos refugio y de menor rentabilidad, pero siempre sin dejar de lado los fundamentos económicos.

En este sentido es destacable el movimiento de ida y vuelta de las referencias francesas tras el toque de atención recibido desde Bruselas.

La economía francesa no se encuentra en una situación de elevado riesgo (graves desequilibrios) económico o financiero como España y Eslovenia

.../....

.../...

Ni tampoco político, como es el caso de Italia, pero en la última evaluación Bruselas ha incluido al país en el grupo de países periféricos y de riesgo, algo que no ha gustado en París. Concretamente, la CE acusa la falta de pro-actividad del gobierno en relación a nuevas medidas estructurales, la pérdida de competitividad de su sector exportador, la poca flexibilidad de su mercado laboral y su elevada deuda pública.

De esta forma, la dualidad de bajo rendimiento (el lunes la deuda tesoro francesa tocaba mínimos históricos) y el incremento de los desequilibrios en el país, reducen el atractivo de los inversores por la deuda gala

Deuda Soberna (caso irlandés)

El BCE y el Gobierno de Irlanda han sellaban un acuerdo para reestructurar la deuda contraída por sus dos entidades nacionalizadas, Anglo Irish e Irish Nationwide.

Dicho acuerdo se alcanzaba horas después de que se aprobará en el Parlamento irlandés el programa de liquidación de las dos entidades bancarias nacionalizadas.

Dejamos este recordatorio como ejemplo estable de la resolución del problema bancario en Europa.

La clave en este caso llegaba al final de la rueda de prensa al ser preguntado Draghi por los "promissory notes" de Irlanda, respondiendo de forma escueta al remitirse a la legislación e independencia del BCE, recogiendo el siguiente titular: "Revisaremos el cumplimiento de la prohibición de financiación monetaria a finales de año". Traducción, los "mentideros" comunitarios estaban en lo cierto y el problema está solucionado a corto plazo.

----/.....

.../...

El intercambio por bonos irlandeses con vencimiento de hasta 40 años y a bajo tipos de interés parece ser una decisión aceptada en el Consejo, otra cuestión es la incomodidad de ciertos miembros con ella pues no conocemos los entresijos de las discusiones que seguramente habrán sido duras. Habrá que conocer el veredicto de Weidemann en los medios.

Implícitamente sabíamos que la cuestión irlandesa, por el momento, está cerrada y Chipre merecía sólo un comentario en clave de lucha contra el "blanqueo de dinero" y de su efecto sistémico que podría no ser menor.

Más protagonismo tenía en las palabras de Draghi el programa OMT y los flujos de crédito, aunque vinculándolos con la dificultad para financiarse de la economía real. Respecto al OMT, evocando a la respuesta sobre Irlanda, insistía que está en marcha y tiene sus reglas aunque su marco no está cerrado, demostrando que hablaba vagamente de que los países beneficiarios tienen que emitir a lo largo de la curva, en ciertas cantidades y contar con un amplio rango de categorías de inversores.

.../...

.../...

Mientras que la reactivación de los préstamos a PYMES está en el punto de mira del BCE y se plantean acciones del calado de cambios en los activos descontables, ante las tensiones en este ámbito. Otro punto en la agenda del día eran las previsiones del BCE y la lectura que se hacía del escenario. El tono positivo se imponía, Draghi señalaba que los resultados electorales en Italia no habían sido una fuente de inestabilidad como en otras ocasiones, al tiempo que se incidía en la menor fragmentación de los mercados europeos y su mejor tono en los últimos meses.

El repago de 224.8 mm. € del LTRO era vendido como un éxito y otra señal de confianza de los inversores, limitándose incluso las ramificaciones de la revisión a la baja de las previsiones.

El BCE estima que la tasa de variación del PIB se sitúe en 2013 entre -0.9% y -0.1% (dic. -0.9% y +0.3%) y en 2014 entre 0.0% y 2.0% (dic. +0.2% y +2.2%), manteniéndose los riesgos a la baja. El recorte adicional en las previsiones de PIB se ligaba al efecto arrastre del 4tr12 y se mantenía que a lo largo de 2013 se recuperaría la actividad, posiblemente en la segunda mitad.