

gún momento los tipos oficiales del dólar tienen que volver a una situación normal, después de casi siete años de tipos nominales fluctuando en torno al cero por ciento. Lo que ocurre es que no existe unanimidad en el Comité Ejecutivo, y las declaraciones de los que están a favor de mantener los tipos actuales, porque la situación de los países emergentes, y especialmente de China, podría ser perjudicial para la economía de EE.UU., son opuestas a los que sostienen que antes de fin de año debe producirse el aumento de los tipos del dólar.

En Nueva York y Londres se presta más atención a los mercados de futuros en deuda soberana. Las últimas estimaciones asignaban más del 70% de probabilidades de que se produjera en diciembre un alza de esos tipos de interés, y las bolsas de los países emergentes ya lo han descontado. Pero nadie sabe a ciencia cierta cuándo se producirá el alza, que para algunos podría incluso ser un motivo de estímulo para los índices de las bolsas, porque a menudo es peor la incertidumbre que una mala noticia.

Estos acontecimientos han coincidido con las declaraciones del gobernador del BCE, Mario Draghi. Como es habitual, sus ruedas de prensa son como agua de mayo, y en algunos casos podrían llegar a ser como el Oráculo de Delfos. Su máxima preocupación es la inflación, que por estatuto debe rozar el 2%, pero no su perarlo. A diferencia de la Fed americana, el BCE no tiene ningún objetivo a favor del crecimiento y en cada conferencia in-

“**Los resultados de las empresas europeas, aunque han mejorado, no son todavía un estímulo para que se recuperen las cotizaciones**”

La publicación posterior de las *Chartered Choices* (opciones trazadas), juega un papel importante en la campaña electoral. La CPB actúa además como dispositivo disciplinario previniendo que los partidos políticos hagan promesas que no puedan cumplir. Como resultado, la CPB es considerada, tanto por los partidos políticos como por los medios de comunicación, el más importante juez no partidista con respecto a las consecuencias económicas de las propuestas partidistas.

Los análisis de la CPB de los diferentes programas son también a veces la base para las negociaciones entre los partidos de la coalición que forman un gobierno después de las elecciones. En un trabajo reciente (*Redistributive Politics and the Tyranny of the Middle Class*, CBP Working Paper February 8, 2015), Zoutman, Jacobsy

siste que éste depende de las decisiones de los países miembros.

El gobernador insinuó que el BCE podría ampliar las inyecciones de liquidez, que en principio se fijaron hasta septiembre del 2016, y comprar no sólo deuda soberana y bonos cubiertos, sino también otros instrumentos de entes locales y regionales. Es más, si exige a los bancos que depositan en el BCE sus excedentes de liquidez que paguen un 0,20%, quizás podría llevarlos abajo, sin llegar desde luego al 0,75% del Banco Nacional de Suecia. Desde que aplicó la primera medida, el Euribor a un mes tuvo intereses negativos, porque para muchos bancos fue más rentable prestar en el interbancario a tasas más bajas que pagar por tener su liquidez en las arcas de Frankfurt.

RESULTADOS EMPRESARIALES

Nos queda todavía lo que es esencial para la bolsa: los resultados de las compañías y los dividendos que van a distribuir a los accionistas. Las bolsas de EE.UU. han tenido resultados extraordinarios y dividendos por encima de lo normal, circunstancias que deberían inducir una mejora de los índices. Pero por ahora sucede todo lo contrario, pues uno de los más representativos, Standard & Poor's 500, parece haber dejado atrás los máximos históricos, posiblemente por el temor al aumento de los tipos oficiales de interés.

En Europa la recuperación es frágil y sincopada, de manera que los resultados de las empresas, aunque han mejorado, no son todavía un estímulo para que se recuperen las cotizaciones, que un euro con perspectivas de depreciación debería propiciar, pues atraerá capitales de EE.UU., porque los multiplicadores de beneficios (número de veces que el precio contiene los beneficios por acción) son más bajos que los americanos. Cuando la economía empeora, el oro aumenta de precio, pero en esta oportunidad, como sucedió en circunstancias similares, es probable que algunas acciones de Europa atraigan los capitales que buscan mejores oportunidades.

Jongen, basándose en datos de la CPB revelan las preferencias sociales para la redistribución de los ingresos mediante el uso del llamado método inverso de imposición óptima.

La idea principal es que cada partido político se supone que establece su sistema de impuestos y prestaciones a fin de maximizar sus objetivos sociales. Mediante la explotación de la información detallada sobre el sistema de impuestos y prestaciones propuesto en las plataformas electorales holandesas y asumiendo que los partidos políticos, en efecto, optimizan el sistema de impuestos y prestaciones de acuerdo con sus preferencias sociales para la redistribución, calculan el peso del bienestar social de los partidos políticos para todos los grupos de renta de la población, incluidos los parados.

Es decir, calculan cuánto au-

El ‘maná’ del BCE

JOAQUÍN MAUDOS
CATEDRÁTICO DE
LA UNIVERSIDAD
DE VALENCIA-
IVIE-CUNEF



El Banco Central Europeo (BCE) acaba de publicar un artículo donde demuestra lo mucho que debemos a las medidas no convencionales que ha implementado desde junio del 2014. En el caso de España, la deuda es aún mayor, ya que una parte importante de la caída del coste de la financiación es atribuible a esas medidas, tanto en forma de préstamos a los bancos para que den crédito al sector privado (las llamadas TLTRO en sus siglas en inglés, con vencimiento hasta 4 años), como a través del programa ampliado de compra de deuda (APP en sus siglas en inglés) aprobado en enero del 2015, que supone adquirir todos los meses 60.000 millones de euros de deuda hasta septiembre de 2016, pero prorrogable si la inflación no es consistente con el objetivo de medio plazo de situarla por debajo pero cerca del 2%.

Entrando en detalles, lo que ha hecho el BCE es estimar para la eurozona y para sus cuatro mayores países qué parte de la caída en el tipo de interés de la deuda que emite tanto el sector público como el privado se debe por un lado a los TLTRO y por otro el APP. El efecto combinado de las dos medidas en el caso de la deuda pública a diez años es una caída en torno a 70 puntos básicos (pb) para la eurozona y de 100 pb para España e Italia. En Francia y Alemania, el impacto es menor, con caídas de 30 y 50 pb aproximadamente.

Si comparamos estas caídas en el tipo de interés de la deuda pública atribuibles a las medi-



La evidencia empírica demuestra que las medidas no convencionales del BCE han permitido mejorar las condiciones de acceso al crédito”

das del BCE con las que han tenido lugar, la conclusión es que una parte considerable de la caída de tipos se debe al BCE, siendo mucho más importante en España. Por tanto, gran parte de la caída de la prima de riesgo de la deuda pública española se la debemos a Mario Draghi, ya que en España la reducción del tipo de interés atribuible a las medidas del BCE es muy superior (más del triple) a la de Alemania, que es la referencia a la hora de calcular la prima de riesgo.

El “maná” del BCE va más allá, ya que la caída del coste de la financiación de los bancos se ha trasladado a los clientes en forma de más préstamos y más baratos. Mención especial tienen los TLTRO que han permitido a los bancos financiarse a plazos más largos, de forma que el vencimiento medio del dinero que piden al BCE se ha multiplicado por seis, pasando de 130 a 804 días. Ello les permite conceder préstamos a más largo plazo en beneficio del sector privado.

Los efectos de las recientes medidas no convencionales del BCE también se han dejado sentir en otras variables que tienen un impacto positivo sobre la economía real. Este es el caso de la depreciación del euro, que el BCE estima en un 12% respecto al dólar como consecuencia del APP y que por tanto beneficia a las exportaciones de la eurozona. También afecta a las bolsas, con un impacto del 3%

“**Una gran parte de la caída que ha registrado la prima de riesgo de la deuda pública española se la debemos a Mario Draghi**”

Así, volviendo a nuestra frase inicial, mostrando su presupuesto, los partidos políticos dicen exactamente lo que valoran más. Esto no sólo arroja luz sobre si los partidos se preocupan más por los pobres que por los ricos, sino cuánto más. También ello permite estudiar si las consideraciones político-económicas desempeñan un importante papel en la formación de políticas redistributivas. Anomalías en la planificación actual de impuestos y prestaciones pueden ser igualmente detectadas, lo que ayuda a los políticos ya los responsables de la elaboración de las políticas a diseñar reformas de mejora del bienestar en el sistema holandés de impuestos y prestaciones.

Curiosamente para los autores mencionados, sólo una parte de sus resultados confirman las expectativas. En Holanda, efectivamente, todos los partidos políticos

en el caso de los TLTRO y del 1% en el APP.

Otra variable de interés que analiza el BCE es el efecto de sus medidas sobre la tasa de inflación, verdadero quebradero de cabeza del BCE en los últimos meses. En este caso, las medidas del BCE han contribuido a revisar al alza las expectativas a largo plazo de la inflación.

Los tipos que aplican los bancos en los préstamos que conceden también se han reducido como consecuencia de la acción del BCE. En concreto, desde junio del 2014 el coste de los préstamos bancarios ha caído 113 pb en los llamados países “vulnerables” y 50 pb en el resto, justo lo contrario que ocurrió en años anteriores (de noviembre del 2011 a junio del 2014), periodo en el que el coste cayó con más intensidad en los no-vulnerables (92 vs 28 pb). España está en el grupo de los vulnerables, por lo que parte del recorte del sobre coste que pagaban las empresas y familias españolas con respecto a las de la eurozona también se lo debemos al BCE.

Los propios bancos “confiesan” en sus respuestas a la encuesta del BCE que las nuevas medidas han tenido un impacto positivo, que en el caso del APP se traduce en mejores condiciones cuando dan financiación a empresas y familias. No obstante, el impacto de este mismo programa sobre la rentabilidad de los bancos y su solvencia no son claros, ya que si bien la caída de tipos favorece obtener plusvalías, perjudica el margen financiero.

En resumen, la evidencia empírica demuestra que las recientes medidas no convencionales del BCE han sido una bendición que han permitido mejorar las condiciones de acceso al crédito en la eurozona y su recuperación. Han permitido reducir los tipos de una amplia gama de activos financieros y aumentar el crédito, lo que beneficia la recuperación del consumo y la inversión.

más o menos dan un mayor peso social a los pobres que a los ricos. Además, los partidos políticos de izquierda dan un peso social superior a los pobres y un peso social inferior a los ricos, a diferencia de los partidos políticos de la derecha.

Pero, concluyen, con dos anomalías importantes. “En primer lugar, el peso del bienestar social se incrementa desde los trabajadores pobres a la clase media para todos los partidos políticos, lo que implica que la redistribución inversa de los pobres a la clase media aumenta el bienestar social. En segundo lugar, el peso del bienestar social de los ricos es negativo para todos los partidos políticos, por lo tanto, los partidos políticos holandeses quieren “exprimir a los ricos”. La redistribución de los ingresos, de este modo, favorece fuertemente a la clase media, a expensas de los pobres y los ricos.