



ICAIDE BUSINESS SCHOOL

MÁSTER UNIVERSITARIO EN FINANZAS

Efectos de las medidas no convencionales de los Bancos Centrales

En el tipo de cambio y la economía.

Andrés García Morado
Director: Cecilio Moral Bello

Índice

Introducción	4
<i>Evolución del dinero durante en el último siglo</i>	4
<i>Características del sistema Bretton Woods</i>	6
<i>Últimos Movimientos del mercado de divisas y mercado Forex</i>	9
Objetivo	12
Marco Teórico	12
Metodología	12
Política monetaria anterior a la crisis financiera	15
Medidas de política monetaria durante la crisis financiera	19
<i>Compras de activos financieros y cambios en los balances de los bancos centrales</i>	21
<i>Diferencias entre los programas de compras de activos</i>	25
Resultados de las medidas adoptadas	27
Los riesgos de las actuales medidas de expansión monetaria y la estrategia de salida de las mismas	30
Efectos de las medidas de política monetaria en la cotización de las divisas	35
Conclusiones	42
Bibliografía	43

Abstract

Desde la creación de un sistema de cambio de divisas flotante y el final del sistema Bretton Woods a principios de los años 70, las principales economías del planeta han mantenido un sistema en el que el valor de la moneda de cada país se basa en la oferta y la demanda. Sin embargo, los Bancos Centrales han intervenido en momentos de crisis para manipular el mercado del modo más favorable para su país. Este trabajo pretende estudiar los efectos de las medidas de los mayores Bancos Centrales, especialmente la Reserva Federal Americana durante los últimos años de crisis financiera.

Introducción

¿Qué es el dinero?, es una pregunta muy básica que muchas veces no nos planteamos. El Dinero es todo activo o bien generalmente aceptado como medio de pago por los agentes económicos para sus intercambios y que además, cumple las funciones de ser unidad de cuenta y depósito de valor

El dinero ha sido muchas cosas a lo largo de la historia y ha estado relacionado con los metales preciosos, especialmente el oro durante miles de años. Sin embargo, hoy en día prácticamente todos los sistemas monetarios están basados en dinero fiduciario también llamado dinero Fiat. Este dinero no tiene valor intrínseco como puede tener el oro u otra mercancía física si no que, su valor deriva de ser declarado por el gobierno como moneda de curso legal que debe ser aceptada dentro de un país para el pago de todas las deudas públicas y privadas. Como vemos, hoy en día, el valor del dinero deriva en última instancia en la confianza del público en el emisor del mismo. Sin embargo, esto no siempre fue así y de hecho es un fenómeno muy reciente.

En la primera parte del trabajo estudiaremos la evolución del dinero durante el último siglo.

Evolución del dinero durante el siglo XX:

A principios del siglo XX seguía vigente el patrón oro que imperó durante todo el siglo XIX. Este sistema monetario, fijaba el valor de la unidad monetaria en una determinada cantidad de oro. El emisor de la divisa garantizaba que podía pagar al poseedor de sus billetes la cantidad de oro consignada en ellos. Una alternativa era el patrón bimetálico, en el que la moneda estaba respaldada por una parte de oro y otra de plata.

El uso del patrón oro implicaba que el valor de una moneda local se fijaba a un tipo de cambio establecido en onzas de oro. Ello permitía el movimiento sin restricciones del capital, así como la estabilidad global en las divisas y el comercio.

Los países participantes estaban obligados a cumplir algunas reglas: por ejemplo, era muy importante que ningún país pudiera imponer restricciones a la importación o exportación de oro como mercancía o como método de pago. Esto era una garantía para el libre movimiento del capital sobre la base de condiciones de la oferta y la demanda.

Este modelo, en el que la mayoría de los bancos centrales respaldaban su divisa con oro, tenía la ventaja de mantener las divisas estables, sin el peligro, de que una manipulación arbitraria de la cantidad o el valor del dinero aumentara la inflación.

La vigencia del patrón oro, que imperó durante el siglo XIX como base del sistema financiero internacional, terminó a raíz de la Primera Guerra Mundial puesto que los gobiernos beligerantes necesitaron imprimir mucho dinero fiduciario para financiar el esfuerzo bélico sin tener la capacidad de respaldar ese dinero en metal precioso.

Durante el período de entreguerras las potencias del mundo trataron de volver al patrón oro con los tipos de cambio anteriores a 1914 que parecían ofrecer prosperidad y estabilidad, pero el intento no

tuvo éxito y los tipos de cambio terminaron siendo flotantes en su mayoría. Las décadas de los años veinte y treinta se caracterizaron por recesiones y la Gran Depresión. Hubo un cambio de poder hegemónico del Reino Unido a EEUU.

Después de la Segunda Guerra Mundial el mundo necesitaba una moneda estable por lo que se alcanzó un acuerdo monetario en julio de 1944: setecientos treinta delegados de cuarenta y cuatro naciones aliadas se reunieron en Bretton Woods (New Hampshire, EEUU). El motivo de la reunión era la Conferencia Financiera y Monetaria de las Naciones Unidas. Por primera vez en la historia las relaciones monetarias entre los principales países industrializados del mundo fueron reguladas; era la primera vez que se ponía en práctica un sistema en el que se negociaban y acordaban las reglas para las relaciones comerciales y financieras. El papel del dólar se formalizó en el marco del acuerdo monetario de Bretton Woods y otras naciones fijaron sus tipos de cambio oficiales frente al dólar, mientras que EEUU se comprometió a intercambiar dólares por oro a un precio fijo bajo demanda de los bancos centrales.

Se acordó que las monedas volverían a funcionar sobre la base de tipos de cambio fijo, pero esta vez en relación al dólar estadounidense, cuyo valor a su vez estaba fijado en 35 dólares por onza. Todas las otras divisas no podían desviarse más del 1% a ambos lados del tipo fijo establecido contra el dólar. En aquella época, si se necesitaba comprar libras esterlinas, el valor de la libra venía expresado en dólares, cuyo valor a su vez se determinaba en base al oro. Si un país necesitaba volver a ajustar el valor de su moneda, podía solicitárselo al FMI para cambiar el valor predeterminado de la misma.

El acuerdo de Bretton Woods tenía por objeto lograr varios propósitos: evitar la evasión de capitales entre naciones, restringir la especulación con divisas, e impedir que cada país aplicara políticas "egoístas" como devaluaciones competitivas, proteccionismo y la formación de bloques comerciales. Este nuevo modelo trajo dos ventajas principales para EEUU: por un lado, los ingresos procedentes de la creación de dinero (el llamado señoreaje) y por otro lado la posibilidad de mantener un déficit comercial durante un largo periodo de tiempo. (Fergusson, 2008)

Características del sistema de Bretton Woods:

Un sistema de pagos mundial basado en el dólar: oficialmente, el sistema de Bretton Woods era un sistema basado en el oro; pero, en la práctica, se trataba de un sistema dominado por Estados Unidos, ya que EEUU no se comprometía a intervenir en los tipos de interés, todos los demás países tenían la obligación de intervenir en el mercado de divisas para fijar sus tipos de cambio frente al dólar estadounidense. Y por tanto EEUU acababa exportando su estabilidad o inestabilidad de precios domésticos al resto de países.

Era un sistema de tipo de cambio semi-fijo: los tipos de cambio eran normalmente fijos, pero se permitía que fueran ajustados ocasionalmente bajo determinadas condiciones. Los miembros estaban obligados a declarar el valor nominal para su moneda e intervenir en los mercados de divisas para limitar las fluctuaciones del tipo de cambio dentro de una 'banda' máxima de fluctuación del más/menos 1%. Los miembros también conservaban el derecho de modificar su tipo de cambio a fin de corregir un "desequilibrio fundamental" en la balanza de pagos. Este sistema fue pensado para

combinar la estabilidad del tipo de cambio y la flexibilidad, evitando una devaluación mutuamente destructiva.

Se estrecha la movilidad del capital: a diferencia del patrón oro clásico de 1879-1914, cuando había libre movimiento de capitales, los países miembros podían imponer regulaciones en la cuenta de capital y severos controles de cambio.

El crecimiento macroeconómico alcanzó niveles históricos sin precedentes: esto se logró gracias a la estabilidad de precios y a la liberalización del comercio desde mediados de los años cincuenta hasta finales de la década de los sesenta.

Crisis del Sistema Bretton Woods

Durante los años cincuenta, el sistema de Bretton Woods comenzó a encontrarse bajo una enorme presión cuando las principales economías evolucionaron en diferentes direcciones. Mientras que el patrón oro clásico se derrumbó debido a fuerzas externas (el estallido de la Primera Guerra Mundial), el régimen de Bretton Woods fracasó debido a la inconsistencia interna. La política monetaria de EE. UU. era el ancla del sistema y la creciente inflación en EE. UU. lo desestabilizó hasta que empezó a desintegrarse.

Después de la Segunda Guerra Mundial, Europa y Japón necesitaron importar todo tipo de bienes manufacturados y maquinaria de EE. UU. para su propia reconstrucción mientras que, EE. UU. quería favorecer a países de Europa Occidental frente a la amenaza de los países de Europa del Este y la URSS. Como no había suficientes dólares en circulación, EE.UU. decidió en 1948 dar a Europa Occidental una ayuda económica bajo el nombre de Plan Marshall, oficialmente denominado Programa de Recuperación Europea.

En los años 60, la situación comenzó a revertir y comenzó gradualmente a producirse un exceso de dólares en circulación. La guerra de Vietnam, los gastos sociales y la carrera espacial con la URSS fueron las principales causas del aumento del gasto público en EE. UU. Cuando la inflación comenzó a acelerarse en EE. UU., el resto de países se negaron a importarla en sus economías. Toda esta situación desestabilizó los tipos de cambio acordados en Bretton Woods.

La escasez de divisas internacionales y la abundancia de dólares estadounidenses, despertaron dudas acerca de su convertibilidad en oro. El ya de por sí elevado déficit comercial de EE. UU. dió lugar a presiones especulativas que esperaban una fuerte devaluación del dólar frente al oro. Una serie de reajustes permitieron sostener el sistema temporalmente, pero el 15 de Agosto de 1971 el presidente Nixon suspendió la convertibilidad del oro y en 1973 EE. UU. anunciaba oficialmente la flotación permanente del dólar estadounidense, con lo que acaba con el régimen de tipo de cambio fijo y el sistema de Bretton Woods.

Con un crecimiento demasiado rápido de los créditos en dólares en todo el mundo, el respaldo del dólar mediante oro resultó insostenible. El acuerdo de Bretton Woods se derrumbó en 1973 coronando al dólar como medio de cambio internacional. Este papel único del dólar ha continuado hasta nuestros días.

Bretton Woods: un acuerdo de pagos internacionales basado en el Dólar

El rápido crecimiento de las economías industrializadas después de la Segunda Guerra Mundial creó una demanda creciente de saldos en dólares en todo el mundo. Cuanta más moneda propia emitía un banco central, más dólares necesitaba para cubrir su divisa.

Durante el período de Bretton Woods, EE. UU. mantenía grandes superávits por cuenta corriente que habrían impedido en teoría una salida dólares hacia el extranjero. Sin embargo, las salidas de capital en forma de subvenciones e inversiones directas por parte de EE.UU. en el extranjero fueron mayores que su superávit. Ello significa que aunque EE. UU. exportaba más de lo que importaba estaba prestando mucho más de lo que pedía prestado, satisfaciendo así la creciente demanda mundial de liquidez en dólares. El resultado fue una acumulación de activos en dólares por parte de empresas extranjeras y bancos centrales.

Con un acuerdo de pagos internacionales basado en el dólar estadounidense, EE. UU. podía llevar a cabo una política monetaria independiente de las fluctuaciones del tipo de cambio. En este sentido, el resto de países operaban en desventaja, ya que debían subordinar sus políticas monetarias nacionales con el fin de estabilizar sus monedas frente al dólar: si sus divisas se depreciaban frente al dólar se arriesgaban a aumentar la inflación interna, mientras que si permitían una apreciación significativa de su divisa frente al dólar perderían competitividad en los mercados internacionales. Dentro de este marco monetario, EE. UU. podía emitir créditos denominados en dólares para el resto del mundo que no tendría que cancelar nunca, mientras que el poder adquisitivo doméstico del dólar se mantuviera. Esta ventaja única de EE. UU. de poder prestar dinero en su propia moneda, era vista por otros países como una gran ventaja para utilizar el dólar como un activo seguro que había que mantener en las reservas. Sólo una grave pérdida de confianza en el dólar podría deponerlo como el principal medio de intercambio internacional.

Ventajas e inconvenientes del patrón Oro

La explicación fundamental de por qué el oro era necesario para establecer un sistema monetario internacional, es que las fluctuaciones en el valor del dinero causadas por la oferta y la demanda de oro eran mejores que padecer hiperinflación o una profunda devaluación, debida a una política monetaria irresponsable por parte de los diferentes gobiernos.

Sin embargo la historia demuestra que hay problemas graves asociados con el uso del patrón oro y que es imposible mantener el vínculo a largo plazo. Por un lado los cambios en la oferta del oro podían ocasionar fluctuaciones temporales en los precios, por otro el crecimiento de la economía mundial fue mucho más rápido que la oferta de oro nuevo lo que fue un grave obstáculo para mantener los tipos de cambio estables.

El abandono de la convertibilidad en oro fue el comienzo del mercado de divisas tal y como lo conocemos hoy en día.

Desde principios de los años setenta las monedas más importantes del mundo comenzaron a flotar libremente controladas principalmente por la oferta y la demanda en el mercado de divisas, y se han mantenido así durante más de cuatro décadas. Entre estas monedas estaban: el marco alemán, la

libra esterlina y el yen japonés, cuyos precios se calculaban diariamente. Los volúmenes, la velocidad y la volatilidad comenzaron a aumentar, creándose nuevos instrumentos financieros. Desde entonces, la inestabilidad del tipo de cambio entre las principales monedas ha sido la norma.

La transformación del cambio de divisas en los años setenta

En las décadas siguientes se produjo la transformación del mercado de divisas en el mercado financiero más grande y menos regulado del mundo, aboliendo las restricciones a los flujos de capital en casi todos los países y permitiendo que las fuerzas del mercado muevan los tipos de cambio.

Pero la idea de fijar los tipos de cambio no desapareció del todo. Algunas grandes economías intentaron volver a un cambio fijo o a valorar sus monedas en relación a algo:

En Diciembre de 1971 hubo un esfuerzo internacional para restablecer el sistema de tipo de cambio fijo a niveles fijados; las autoridades monetarias de los principales países se reunieron en Washington DC para establecer nuevos niveles para sus respectivos tipos de cambio firmándose el Acuerdo Smithsoniano, similar al anterior de Bretton Woods, pero permitiendo mayores fluctuaciones en los cambios de divisas.

En 1972, la Comunidad Europea, en un intento por obtener la independencia de la influencia del dólar, creó la Flotación Conjunta Europea integrada por: la República Federal Alemana, Francia, Italia, Holanda, Bélgica y Luxemburgo. Esta fue otra iniciativa para revisar y rediseñar el sistema monetario internacional. Sin embargo, el acuerdo se rompe un año más tarde produciéndose el cambio a un sistema predeterminado de tipo de cambio variables, al no existir una alternativa en ese momento.

Los gobiernos podían establecer a partir de entonces tipos de cambio semi-fijos o dejar que sus monedas fluctuaran libremente. En 1978, el sistema de libre flotación se había instalado entre los principales países industrializados, lo que significaba que el valor relativo de las monedas se determinaría mediante las fuerzas de la oferta y la demanda.

El Eurodólar

Uno de los principales catalizadores para la aceleración del modelo de cambio de divisas fue el rápido aumento de los depósitos en dólares estadounidenses en los bancos fuera del control de las autoridades de EE. UU. Los ingresos por ventas de petróleo ruso, por ejemplo, eran depositados en dólares pero fuera de Estados Unidos debido, al temor de que fueran congelados por las autoridades reguladoras estadounidenses.

Ante el explosivo aumento de los depósitos extranjeros denominados en dólares, EE. UU. restringió los préstamos en dólares a los extranjeros. Los mercados europeos eran especialmente atractivos para mantener depósitos en dólares ya que tenían muchas menos regulaciones y ofrecían rendimientos más altos.

Esto fue el precursor del mercado de Eurodólares (un mercado donde los activos se depositan en una moneda diferente de la moneda de origen). Posteriormente en 1978 Europa crea el Sistema Monetario Europeo, con base en el mercado de Eurodólares, que aparecieron por primera vez en los años cincuenta.

Debido a su adecuada ubicación -que permitía operar simultáneamente con los mercados asiáticos y americanos- Londres se convirtió en la capital mundial del mercado de divisas; una posición que mantiene hasta hoy en día.

En los años ochenta Londres se convirtió en el centro clave del mercado de Eurodólares, cuando los bancos británicos comenzaron a otorgar préstamos en dólares como una alternativa a las libras, para mantener su posición de liderazgo en las finanzas globales.

Hasta 1985, el dólar se estuvo apreciando gradual y constantemente, lo que dañó la competitividad internacional de las empresas estadounidenses. En Septiembre de 1985 se firmó el Acuerdo Plaza entre los países del G5 (EE. UU., Japón, Alemania, Francia, Reino Unido) para bajar la cotización del dólar estadounidense, el cual estaba claramente sobrevalorado.

La intervención conjunta del G5 fue muy eficaz. Quizás incluso demasiado ya que el dólar estadounidense continuó devaluándose más allá de los niveles aceptables para Japón y Alemania. Esto provocó que en febrero de 1987 se convocara una nueva reunión de los líderes económicos de los países del G7 (G5 más Italia y Canadá), quienes se reunieron en París para detener la caída del dólar en el conocido como "Acuerdo de Louvre". En esta época los diferentes países trataban de gestionar los tipos de cambio que flotaban libremente a través de intervenciones coordinadas.

Últimos Movimientos del mercado de divisas y mercado Forex

Desde finales de los años ochenta, las empresas estadounidenses comenzaron a pedir divisas extranjeras prestadas, encontrando en los Euromercados una oportunidad de inversión atractiva hacia la que canalizar su exceso de liquidez y una fuente de financiación a corto plazo para el comercio exterior. Este movimiento de capital a través de las fronteras disparó las transacciones en divisas hasta cerca de 70 millones de dólares diarios a principios de los 90 con el desarrollo de herramientas informáticas. Estas herramientas aceleraron el flujo internacional de capitales, expandiendo el mercado en Asia, Europa y América. Estas nuevas tecnologías permitieron asimismo la participación de inversores privados en un mercado que tradicionalmente estaba reservado exclusivamente a los bancos y a las grandes instituciones.

En 1991, se firma el Tratado de Maastricht. El objetivo era alcanzar la convergencia de tipos de cambio, inflación y equilibrio fiscal entre varias divisas europeas. Sin embargo, la unificación de Alemania Occidental y Oriental, realizada a un tipo de cambio 1 a 1, supuso una presión al alza sobre el marco alemán, considerado como la moneda de referencia para el futuro Euro. Ello presionó a la baja a otras divisas así la libra esterlina comenzó a caer e Inglaterra abandonó el grupo al no estar dispuesta a importar los altos tipos de interés de Alemania en un momento de depresión interna. En 1992-93 el sistema monetario europeo casi se derrumba cuando las presiones económicas amenazaban con una devaluación de las divisas más débiles. Pero la búsqueda de la estabilidad monetaria en Europa, iniciada en la década de los setenta, continuó con un renovado intento no sólo de fijar el cambio de las monedas europeas, sino también de sustituirlas por una moneda única. Finalmente, en 2001 se completa el proyecto de creación de una moneda común y el euro se aprecia con fuerza frente al dólar.

Volúmenes de Negocio Especulativo

El volumen negociado en el mercado Forex es hoy tan alto que no hay datos disponibles, pero cada tres años, el BIS (Bank of International Settlements) publica los resultados de una encuesta realizada entre los principales participantes en el mercado y crea una estimación basada en las respuestas obtenidas.

Cuadro nº1 Bank of International Settlements (BIS) Triennial Central Bank Survey Foreign exchange turnover in April 2010.

Global foreign exchange market turnover ¹					
Daily averages in April, in billions of US dollars					
Instrument/maturity	1998	2001	2004	2007	2010
Foreign exchange instruments	1,527	1,239	1,934	3,324	3,981
Spot transactions ²	568	386	631	1,005	1,490
Outright forwards ²	128	130	209	362	475
Up to 7 days	65	51	92	154	219
Over 7 days	62	80	116	208	256
Foreign exchange swaps ²	734	656	954	1,714	1,765
Up to 7 days	528	451	700	1,329	1,304
Over 7 days	202	204	252	382	459
Currency swaps	10	7	21	31	43
Options and other products ³	87	60	119	212	207
<i>Memo:</i>					
Turnover at April 2010 exchange rates ⁴	1,705	1,505	2,040	3,370	3,981
Estimated gaps in reporting	49	30	116	152	144
Exchange-traded derivatives ⁵	11	12	26	80	168

¹ Adjusted for local and cross-border inter-dealer double-counting (ie "net-net" basis). ² Previously classified as part of the so-called "Traditional FX market". ³ The category "other FX products" covers highly leveraged transactions and/or trades whose notional amount is variable and where a decomposition into individual plain vanilla components was impractical or impossible. ⁴ Non-US dollar legs of foreign currency transactions were converted into original currency amounts at average exchange rates for April of each survey year and then reconverted into US dollar amounts at average April 2010 exchange rates. ⁵ Sources: FOW TRADEdata; Futures Industry Association; various futures and options exchanges. Reported monthly data were converted into daily averages of 20.5 days in 1998, 19.5 days in 2001, 20.5 in 2004, 20 in 2007 and 20 in 2010.

Table B.1

En el informe realizado en 2007, por ejemplo, se estimaba que el volumen global total diario negociado está en torno a 3.2 trillones de dólares negociados en los principales mercados financieros del mundo, de los cuales un 95% es de carácter especulativo. Esto significa que la mayoría de los participantes en el mercado compran una divisa sin ninguna intención real de mantenerla a largo plazo, sino que la compran para revenderla obteniendo un beneficio cuando haya aumentado su valor (o viceversa). El volumen diario de transacciones en el mercado Forex es aproximadamente 100 veces el de todas las Bolsas del mundo juntas.

El 5% restante de los movimientos diario proviene de empresas que se cubren de sus riesgos de cambio de divisas y de Bancos Centrales que intercambian divisas y reservas. El 85% del volumen negociado se realiza en las principales monedas frente al dólar estadounidense, donde se encuentra la mayor liquidez, lo que permite ejecutar rápidamente las órdenes de entrada y salida del mercado. El par EUR / USD es el más operado, y no es una coincidencia que sea el par que tiene las menores horquillas.

Sistemas de tipos de cambio

Como hemos visto hay diferentes maneras de determinar el precio de una moneda en relación a otra:

Sistema de tipo de cambio fijo: el valor de la divisa está vinculado al de otra divisa, a una cesta de divisas o al precio del oro. El propósito de un sistema es mantener el valor de la moneda de un país dentro de una banda muy estrecha. A fin de mantener el tipo de cambio local, el banco central compra y vende su propia moneda en el mercado de divisas a cambio de la moneda a la que está vinculada. Para ello, el banco central debe mantener suficientes reservas extranjeras para liberar o absorber divisas tanto dentro como fuera del mercado.

La razón por la que fijar el valor de una divisa es fundamentalmente crear un ambiente estable para la inversión extranjera de forma que el inversor extranjero no tenga que preocuparse por la hiperinflación o la devaluación de la moneda local. Esto es especialmente crítico en los países en desarrollo. Sin embargo, ello no evita el peligro de una crisis financiera, como sucedió en México en 1995 y en Rusia en 1997.

Un intento de mantener un valor elevado de la divisa local a través del tipo de cambio fijo puede dar lugar a que las divisas se sobrevaloren si los aspectos fundamentales de la economía no apoyan el tipo de cambio marcado por el gobierno. Los inversores acabarán dándose cuenta y comenzarán a cambiar sus divisas a moneda extranjera intentando adelantarse a la devaluación de la divisa local, estos movimientos especulativos pueden acabar en un pánico y agotar las reservas del banco central al que no le quedará más remedio que devaluar su divisa pasando a un tipo de cambio semi-fijo o flotante.

Sistema de tipo de cambio semi-fijo: el banco central ajusta periódicamente el valor fijo de su moneda. Se suelen realizar devaluaciones de manera controlada para evitar el pánico del mercado. Este método se utiliza a menudo en la transición desde un régimen de tipo de cambio fijo a uno de flotación libre.

Sistema de tipo de cambio flotante: el valor de una moneda es libre y se determina por la oferta y la demanda en el mercado Forex (Foreign Exchange Market). Un tipo de cambio flotante está variando continuamente, si baja la demanda de una divisa, también lo hará su valor en el mercado. Esto a su vez hará que los bienes importados sean más caros y los bienes exportados más competitivos, lo que estimulará la demanda de bienes y servicios domésticos. Como consecuencia, se crearán más empleos, mejorando la economía del país y aumentando de nuevo la demanda de su moneda. Esto es lo que se denomina una auto-corrección en el mercado.

En un régimen flotante, el banco central también podrá intervenir cuando sea necesario para garantizar la estabilidad y para evitar la inflación; sin embargo, en comparación con un sistema de tipos fijos, es menos frecuente que el banco central intervenga

Sistema de tipo de cambio múltiple: los dos sistemas (fijo y flotante) se utilizan simultáneamente en diferentes segmentos de la economía. El tipo fijo sólo se aplica a ciertos segmentos del mercado, como la importación y exportación de artículos de primera necesidad, mientras que el tipo de cambio flotante fijado por la oferta y la demanda se aplica a bienes no esenciales y a las importaciones de lujo. Es el sistema que se aplica hoy en día en Venezuela.

Este sistema es también habitual en los períodos de transición como un medio por el cual los gobiernos pueden implementar rápidamente el control sobre las transacciones en moneda extranjera. En esos casos, en lugar de agotar sus reservas de divisas, el gobierno desvía la enorme demanda de moneda extranjera al mercado de tipo de cambio de libre flotación.

Ninguno de estos sistemas es perfecto, sino que todos se consideran como mecanismos para hacer frente a los problemas subyacentes en las crisis económicas y los períodos de inflación. Su objetivo es mantener el equilibrio del sistema monetario.

Objetivo

Este trabajo pretende estudiar los efectos de las medidas convencionales y no convencionales de política monetaria de los mayores bancos centrales de mundo, cuyas divisas siguen un régimen de tipo de cambio flotante durante los últimos años de crisis financiera. En primer lugar estudiaré los efectos en la economía y en la estabilidad del sistema financiero de todas estas medidas de política monetaria para posteriormente centrarme en las medidas no convencionales de expansión de Balance y ver si han afectado a la cotización de sus divisas entre sí y en qué medida.

Metodología

En primer lugar, haré una valoración de los distintos programas extraordinarios de política monetaria, realizados por los principales bancos centrales de las economías avanzadas en respuesta a la crisis financiera global; en segundo lugar, expondré los riesgos asociados a la prolongación de las actuales medidas y los interrogantes sobre la gradualidad en la retirada de dichos estímulos; y, por último intentaré llegar a una conclusión sobre cómo estas medidas han afectado al tipo de cambio de las distintas divisas entre si y especialmente contra el dólar. Me centraré, en las medidas de política monetaria tomadas por los principales bancos centrales del mundo, cuyas divisas se negocian en el mercado Forex (Foreign Exchange Market) es decir, a aquellos que tienen un tipo de cambio flotante. Concretamente la Reserva Federal, el Banco Central Europeo, el Banco de Inglaterra y el Banco de Japón.

Marco Teórico

La teoría económica nos dice que las medidas no convencionales de expansión de balance, deberían provocar que el valor de su moneda se depreciara respecto a otras, ya que, efectivamente el Banco Central está creando dinero para comprar activos financieros aumentando la masa monetaria. Sin embargo, nunca en la historia, los bancos Centrales se habían visto obligados a tomar una cantidad tan grande de políticas no convencionales debido al agotamiento de la política monetaria tradicional. El hecho de que, en un período de tiempo relativamente corto, los cuatro grandes bancos centrales hayan expandido el balance de la manera en que lo han hecho, no tiene precedentes en la historia y las consecuencias a largo plazo siguen sin estar claras.

Comienzo de la crisis

Desde que comenzaron los primeros síntomas de la crisis financiera en el verano de 2007, las autoridades monetarias de las principales economías desarrolladas, han tratado de combatir de manera firme y continuada la contracción de liquidez desencadenada en los mercados monetarios con el fin de restablecer el crédito y de recuperar el funcionamiento del mecanismo de transmisión monetaria. Las medidas adoptadas en la Eurozona, en EE. UU. en el Reino Unido y en Japón, hasta el otoño de 2008, se realizaron sin necesidad de modificar los procedimientos existentes y sin que el tamaño de los balances de los bancos centrales cambiara de forma significativa.

El 15 de septiembre de 2008, la quiebra de Lehman Brothers, desató a escala mundial la desconfianza sobre las condiciones de solvencia de cualquier institución crediticia y el sistema financiero internacional vivió los momentos más difíciles de su historia. A partir de este momento, la crisis comenzó a propagarse rápidamente a la economía real. La respuesta de los bancos centrales fue unánime y concertada. El 8 de octubre de 2008 el Banco Central Europeo, la Reserva Federal, el Banco de Inglaterra, el Banco de Canadá, el Banco de Suecia y el Banco de Suiza, apoyados también por el Banco de Japón, determinaron la disminución conjunta de sus tipos de interés oficiales y la intervención en los mercados de divisas para facilitar liquidez en moneda extranjera, fundamentalmente en dólares. Junto a estas acciones, cada banco central puso en marcha un conjunto de medidas de política monetaria no convencional.

La política monetaria no convencional tuvo como objetivo esencial prestar apoyo a los principales mercados de crédito y los programas para acometer esta política se desarrollaron mediante compras de activos financieros o mediante facilidades especiales de crédito. Estas acciones convirtieron a los bancos centrales en importantes intermediarios en los mercados monetarios y tuvieron como consecuencia el cambio en el volumen, en la composición, en la complejidad y en el riesgo de sus balances.

Voy a intentar resumir todas estas medidas e intentar explicar que efectos han tenido tanto en la economía de los diferentes países como en los distintos mercados financieros para finalmente centrarme en el mercado de divisas.

Política monetaria convencional

La implementación de la política monetaria en la mayoría de los bancos centrales depende de dos elementos fundamentales: la señalización de la orientación monetaria a partir de un tipo de interés oficial, y las operaciones de gestión ordinaria de la liquidez a partir del manejo del balance del banco central. Cada banco central utiliza un tipo de interés para llevar a cabo su política de señalización, por ello se dice que siguen una política de precios o de tipo de interés. En Estados Unidos, la Reserva Federal utiliza el tipo de interés de los fondos federales (Federal Funds Rate); en la Eurozona, el Banco Central Europeo se basa en el manejo del tipo de interés mínimo de las subastas de operaciones principales de financiación (OPF); y en el Reino Unido se realiza mediante el tipo de referencia del Banco de Inglaterra (Bank Rate). Las variaciones de estos tipos oficiales siempre son consecuentes con el objetivo de inflación a medio plazo, y marcan el nivel para el resto de tipos de

interés de la economía; mientras que las operaciones de gestión de liquidez permiten que se alcance ese nivel.

Las variaciones del tipo de interés oficial repercuten en los tipos de interés aplicados a las familias y las empresas, afectando con ello a las decisiones de consumo, ahorro e inversión. Además, estas decisiones alteran la demanda agregada, influyendo en los precios y en las expectativas de inflación.

El funcionamiento del mercado monetario desempeña un papel fundamental en la operativa del canal de tipos de interés. Tras fijar los tipos de interés oficiales, los bancos centrales ejecutan su política monetaria inyectando la liquidez que el sector crediticio necesita. El manejo ordinario de instrumentos de inyección de liquidez, junto a otros adicionales, permiten corregir los déficits o superávits temporales de liquidez en los mercados monetarios. La acción conjunta de todos los instrumentos utilizados por un banco central determina el préstamo neto realizado a las entidades de crédito.

Han pasado casi siete años desde la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008 —punto álgido de la crisis financiera internacional— y el tono de la política monetaria en los principales bancos centrales continúa siendo extremadamente laxo. Los tipos de intervención siguen próximos a cero y hay numerosos estímulos no convencionales en vigor. Sin embargo, ya se percibe en las economías en las que, como en Estados Unidos o Reino Unido, el proceso de recuperación está más afianzado la proximidad de la normalización monetaria, al considerarse que la prolongación de las medidas extraordinarias en estas economías podría tener más costes que beneficios. La Reserva Federal inició, en enero de 2014, un proceso gradual de reducción del volumen mensual de compras netas, de activos que finalizaron en octubre de 2014 y el avance de la recuperación en Estados Unidos y Reino Unido ha llevado a adelantar el momento esperado, de acuerdo con las expectativas de mercado, de la primera subida de los tipos oficiales que se espera que se realice en Septiembre de 2015 en EE. UU. Por el contrario, en Japón y en el área del euro no se contemplan subidas de tipos en un horizonte cercano. Es más, el Banco de Japón continúa avanzando un ambicioso programa de expansión monetaria y el BCE introdujo en junio y septiembre de 2014 nuevas medidas de relajación monetaria, para más adelante lanzar su propio programa de expansión cuantitativa en Enero de 2015 que, de acuerdo de lo anunciado durará hasta Septiembre de 2016.

La valoración sobre la efectividad de las medidas no convencionales y sobre los riesgos asociados a su utilización está todavía abierta, hay que tener en cuenta que no hay precedentes para una actuación monetaria de esta magnitud, tan prolongada en el tiempo y con un alcance geográfico tan extenso. Según numerosos estudios, la ausencia de una política monetaria adecuada en la anterior crisis internacional de una dimensión comparable, la Gran Depresión de los años 30, contribuyó al alargamiento del período de bajo crecimiento y elevado desempleo. De todas formas la valoración del único antecedente reciente de algunas de las medidas no convencionales adoptadas (en Japón tras la explosión de su burbuja de activos en los noventa) no resulta muy alentadora.

Política monetaria en los años previos a la crisis

En el largo período de crecimiento sostenido e inflación baja y estable que precedió a la Gran Recesión se formó una visión ampliamente compartida en torno a la conducción de la política

monetaria. De acuerdo con esta visión, el objetivo prioritario de la política monetaria debía ser el mantenimiento de la estabilidad de precios y la responsabilidad de su conducción debía recaer en un banco central independiente, que pudiese actuar sin estar sometido a las presiones del ciclo electoral. De este modo, los bancos centrales de las economías avanzadas y también de manera creciente los de las economías emergentes, adoptaron una estrategia flexible de objetivos de inflación. Este marco contemplaba un compromiso de mantener la tasa de inflación en torno a un objetivo, no siempre explícito, en el medio plazo. La estrategia de los bancos centrales se vio apoyada por el desarrollo de modelos macroeconómicos Neo Keynesianos con rigideces nominales, en el que la estabilidad de la inflación era suficiente para lograr la estabilidad macroeconómica. Además, la necesidad en muchos países desarrollados de reducir los elevados niveles de deuda pública llevó a la convicción de que la política monetaria era un mejor instrumento que la política fiscal para estabilizar el ciclo económico.

La gestión en la práctica de estas estrategias de política monetaria, contemplaba, en la mayor parte de los casos, la discrecionalidad por parte de los bancos centrales para decidir la velocidad de retorno de la inflación, al objetivo ante una perturbación que hubiese provocado una desviación de la misma. Igualmente, había lugar a posibles actuaciones atendiendo a otros objetivos, siempre que las expectativas de inflación permaneciesen bajo control. Por ejemplo, aunque muchos países dejaron flotar su tipo de cambio, en el caso de los bancos centrales de las economías emergentes no ha resultado infrecuente que respondan a cambios significativos en el nivel o la volatilidad de sus tipos de cambio.

Dentro de este marco estratégico, el instrumento fundamental de la política monetaria era el tipo de interés de corto plazo, cuyas variaciones acaban afectando en última instancia a los tipos de interés a largo plazo, a los tipos de cambio, a los precios de los activos y a las expectativas de inflación futura. De esta forma, la política de comunicación (forward guidance) fue cobrando relevancia para contribuir a la formación de expectativas de los inversores y, con este fin, la gestión de la política monetaria de numerosos bancos centrales fue adquiriendo progresivamente mayores dosis de transparencia.

Otra de las ideas ampliamente compartidas era que los objetivos de estabilidad de precios y estabilidad financiera son complementarios y no existen conflictos entre ellos. En otros términos, existía la convicción de que la política diseñada para estabilizar la inflación y el output contribuiría a su vez a estabilizar el precio de los activos. Se tendía a descartar el uso de la política monetaria ante indicios de formación de burbujas en el precio de los activos porque, por un lado, se desconfiaba de la capacidad de las autoridades para identificar, antes que el mercado, la existencia de una burbuja (es decir, de un crecimiento del precio de algún activo no justificado por la evolución de sus determinantes fundamentales) y, por otro, aunque se pudiesen identificar, se consideraba que los instrumentos de política monetaria eran demasiado burdos para impedir su desarrollo. De este modo, la aproximación dominante para afrontar la posible formación de burbujas (cuyo ejemplo más claro fue la política de la Reserva Federal en torno a la burbuja tecnológica de comienzos de siglo) fue una estrategia pasiva del banco central ante la gestación de la burbuja y una actuación decidida, mediante la provisión de la liquidez necesaria, una vez que esta ha estallado para mitigar la propagación de sus efectos a la economía real.

En retrospectiva, aunque diversos factores contribuyeron al período prolongado de estabilidad macroeconómica que precedió a la crisis actual, conocido como La Gran Moderación, existe un

consenso bastante amplio sobre el destacado papel desempeñado por el nuevo régimen de política monetaria. La evidencia disponible sobre el comportamiento macroeconómico de los países que han adoptado objetivos formales de inflación, aunque no es unánime, es predominantemente positiva: en general, la adopción de este esquema ha favorecido la consecución de reducciones en el nivel y volatilidad de la inflación sin aumentar la volatilidad del producto y ha contribuido al anclaje de las expectativas de inflación.

Críticas a la visión dominante sobre la estrategia de política monetaria.

La irrupción de la crisis financiera contribuyó a que se pusiese en cuestión el paradigma de política monetaria que se había ido formando en las décadas anteriores. La ausencia de presiones inflacionistas permitió el mantenimiento prolongado de tipos de interés muy reducidos pero, al mismo tiempo, fue acumulando una serie de desequilibrios financieros, relacionados en gran medida con un crecimiento insostenible del precio de la vivienda.

Así, en el caso concreto de la economía de Estados Unidos, hay autores que defienden que, fue precisamente la desviación respecto al modo de gestionar la política monetaria, que había resultado exitoso en la etapa de la Gran Moderación, lo que acabó generando esta acumulación de desequilibrios. Es decir, los tipos de interés se situaron persistentemente por debajo de lo que hubiese sido consistente con las reglas implícitas en la evolución de los tipos oficiales en los últimos veinte años del siglo pasado.

Ben Bernanke el anterior presidente de la Reserva Federal ha argumentado por su parte que si se tienen en cuenta los valores de inflación y output esperados en cada momento, en lugar de los observados, el tono de la política monetaria era el adecuado a los objetivos de la Reserva Federal. Además, sostiene, que en la gestación de la burbuja inmobiliaria, influyó más el desarrollo de nuevos productos financieros en el mercado hipotecario que asumían la continuación de una tendencia creciente en el precio de la vivienda. Muchos autores han señalado la relevancia de la innovación financiera y las consiguientes deficiencias en la regulación y supervisión financiera en la gestación de la crisis en muchos países desarrollados en el período anterior a la Gran Recesión. Así entre la multiplicidad de factores se citan: el modelo bancario original para distribuir, que propició un menor rigor en la provisión de crédito hipotecario; la existencia de instituciones consideradas como demasiado grandes para quebrar; los incentivos inadecuados de las agencias de rating los modelos de remuneración de directivos que favorecían la toma excesiva de riesgos; los crecientes desequilibrios globales; la complejidad de algunas innovaciones financieras o la creciente interconexión entre las instituciones financieras.

Las dos principales críticas al paradigma de política monetaria vigente antes de la crisis son su pasividad ante la formación de burbujas y su incapacidad para evitar caer en una situación de tipos oficiales nulos.

LA GESTACIÓN DE BURBUJAS:

El éxito de la estrategia de la Reserva Federal tras el estallido de la burbuja tecnológica, parecía haber reforzado la bondad de la estrategia descrita anteriormente en la gestión de procesos especulativos en los mercados de activos. Sin embargo, la magnitud de los desequilibrios financieros acumulados con anterioridad a la crisis actual y la profundidad de la misma han reabierto el debate sobre cuál debe ser la respuesta de la política monetaria ante la formación de una burbuja. Aunque hay algunos principios sobre los que hay una visión común —los precios de los activos no deben formar parte del objetivo de política monetaria, los bancos centrales no deben intentar pinchar una burbuja y si esta estalla deben actuar con contundencia para mitigar sus efectos—, el papel de los bancos centrales en la fase de formación de la burbuja resulta cada vez más controvertido.

TIPOS OFICIALES PRÓXIMOS A CERO (ZERO LOWER BOUND)

Durante la Gran Moderación, con objetivos de inflación de los bancos centrales de las economías avanzadas situados en torno al 2%, se consideraba que la probabilidad de que los tipos de interés nominales se aproximasen a cero —y, por tanto, que se agotase el margen de maniobra de la política monetaria convencional para luchar contra las presiones deflacionistas o para estimular la actividad— era bastante reducida.

Sin embargo, la situación vivida en Japón desde la década de los noventa hasta bien entrado el presente siglo, en la que los tipos de interés oficiales estuvieron cercanos a cero y su economía estuvo en depresión ya hizo pensar en la posibilidad de entrar en una situación de este tipo. Con la reciente crisis, se ha constatado que la probabilidad de este fenómeno era mayor de lo que se pensaba, ya que en la actualidad los tipos oficiales en un buen número de economías avanzadas han agotado su recorrido a la baja.

Esta situación ha reabierto el debate sobre un posible cambio en los objetivos del banco central. Entre los partidarios del mantenimiento de objetivos de inflación, algunos autores abogan por fijar valores algo más elevados, entre otros motivos para crear más espacio para recortes de tipos en caso necesario. Entre los argumentos a favor de este aumento en el objetivo de inflación, además de poder evitar situaciones deflacionistas y facilitar la actuación del banco central para devolver a la economía a una situación de equilibrio de largo plazo, se suele señalar que los costes de eficiencia asociados a los niveles de inflación como los que se proponen no sean muy elevados.

No obstante, frente a estos argumentos, los bancos centrales se oponen de modo unánime a dicho cambio, señalando la mayor dificultad a la que se enfrentaría la política monetaria para estabilizar la inflación y las expectativas de inflación en niveles más elevados, así como el daño a su reputación asociado a este cambio.

También hay propuestas más novedosas que incluyen la consideración de objetivos adicionales al de la estabilidad de precios o la sustitución de la fijación de un objetivo de inflación por el establecimiento de objetivos alternativos, aunque fuera de forma transitoria. (Credit easing: La política monetaria de la Reserva Federal durante la crisis financiera, 2010)

La actuación de los bancos centrales desde el inicio de la crisis.

Como explicamos anteriormente la política monetaria en tiempos normales conlleva, de forma general, el control de un tipo de interés de corto plazo. Los bancos centrales inciden directamente, mediante operaciones de mercado abierto, en los tipos de interés de los mercados monetarios donde los bancos prestan y toman prestado y en la liquidez del sistema financiero. Los cambios en estas variables se acaban transmitiendo a los tipos de interés relevantes para los hogares y las empresas, los precios de los activos financieros, la riqueza de los agentes y al tipo de cambio y afectan, en última instancia, a las decisiones de gasto y a la actividad real.

La crisis financiera global dañó severamente el mecanismo de transmisión monetaria en gran parte de las economías avanzadas. En particular, en la fase más aguda de la crisis, el aumento de la desconfianza de los bancos, asociado a la incertidumbre sobre la exposición de las distintas entidades financieras a activos tóxicos, propició la casi total paralización de los mercados monetarios. En este contexto, los bancos centrales comenzaron a proveer liquidez a corto plazo, para ayudar a estabilizar mercados e instituciones que se consideraban claves en esos momentos de pánico financiero. A diferencia de lo sucedido en crisis anteriores, la provisión de liquidez se dirigió más allá de los bancos comerciales y alcanzó a otros agentes: bróker-dealers, mercados repo, fondos de inversión monetarios y mercados de papel comercial, entre otros.

La provisión extraordinaria de liquidez, que fue fundamental en los estadios iniciales de la crisis, vino acompañada de una reducción de los tipos de interés oficiales por los principales bancos centrales, con el fin de dar soporte a la actividad económica. De este modo, entre finales de 2008 y principios de 2009, los tipos oficiales se acercaron, de manera generalizada al límite inferior del 0%. En el caso del BCE, el tipo de interés de las operaciones principales de financiación se situó en el 1% a comienzos de 2009 y se mantuvo en ese nivel, salvo un breve período en el que se elevó temporalmente, hasta mediados de 2012. Desde entonces se redujo en varias ocasiones. Las últimas fueron en junio y septiembre de 2014 cuando el BCE, adoptó diversas medidas de relajación de la política monetaria para afrontar los riesgos de una situación prolongada de baja inflación, entre ellas la reducción del tipo de las operaciones principales de financiación en 10 puntos básicos en cada ocasión, hasta el 0,05 %, situando el tipo de la facilidad marginal de crédito y de depósito en el 0,30 % y en el -0,20 %, respectivamente.

Pero una vez que los principales bancos centrales agotaron el recorrido a la baja de su instrumento habitual y que se confirmó la debilidad de la recuperación, se hizo necesario el recurso a nuevos instrumentos no convencionales entre los que destacan tres: compras de activos financieros y cambios en los balances de los bancos centrales; cambios en la política de comunicación incluyendo la formulación de indicaciones sobre la orientación futura de la política monetaria (forward guidance); y facilidades de crédito al sistema bancario.

Otros bancos centrales de países desarrollados, han intervenido en los mercados de divisas con el objetivo expreso de influir en los tipos de cambio. Por ejemplo, el banco central de Suiza anunció en septiembre de 2011 que mantendría un tipo de cambio mínimo de 1,20 francos por euro mediante intervenciones ilimitadas. Tuvo que abandonar esta medida el 15 de Enero de 2015 ante la inminencia del Quantitative Easing en la Eurozona.

Medidas de política monetaria durante la crisis financiera.

El papel de prestamista de última instancia:

Entre el verano de 2007 y el otoño de 2008, los bancos centrales adoptaron una serie de medidas de apoyo a la liquidez, que alcanzaron límites insospechados tras la quiebra de Lehman Brothers: expansión de las líneas de liquidez habituales, cambios en el plazo de las mismas y en los requisitos de colateral e introducción de nuevas líneas temporales de liquidez, entre otras. El propósito de estas facilidades fue el de suplir los flujos de financiación en numerosas parcelas del sistema financiero. Además, como prestamistas de última instancia, los bancos centrales trataban de evitar que problemas de liquidez derivaran en crisis de solvencia. La forma de financiarse de los agentes económicos en las distintas economías también determinó la naturaleza de estas medidas. Así, la importancia de los mercados de capitales como mecanismo de financiación en el caso de Estados Unidos y el Reino Unido motivó que los programas de la Reserva Federal y del Banco de Inglaterra se dirigieran a intervenir directamente en los mercados, mientras que la mayor importancia relativa de los sistemas bancarios en la intermediación financiera explica que las actuaciones del Banco de Japón y del BCE se orientasen a dotar de liquidez a los bancos.

Por ejemplo, el BCE utilizó sus habituales operaciones de financiación pero flexibilizando el plazo, la cuantía (sustituyó el sistema tradicional de subastas mediante tipo de interés variable por otro de tipo fijo y adjudicación plena por lo que renunció al control de las cantidades de dinero que prestaba a las entidades financieras) y el colateral. En junio de 2014 el BCE aprobó una serie de operaciones de financiación a más largo plazo con objetivo específico (TLTRO).

Estos programas resultaron efectivos pues detuvieron los movimientos de pánico entre los acreedores de distintos tipos de instituciones financieras y restauraron el funcionamiento de los mercados, disminuyendo significativamente los riesgos de falta de liquidez.

Igualmente los Currency Swaps bilaterales de la Reserva Federal y del BCE con otros bancos centrales jugaron un papel muy relevante en la fase álgida de la crisis. En estas operaciones la Reserva Federal o el BCE proporcionaban dólares o euros a bancos centrales extranjeros a cambio de sus propias monedas. Estos bancos centrales, asumiendo el riesgo, tomaban los dólares (euros) y los prestaban a instituciones financieras que requerían financiación en esa moneda. Otra lección de la crisis, por tanto, es que los mercados financieros están tan globalizados que no es suficiente con ofrecer liquidez en la propia moneda.

En definitiva, los distintos bancos centrales adoptaron con celeridad al comienzo de la crisis medidas extraordinarias de provisión de liquidez. Pero, cuando los mercados fueron recuperando la normalidad (ya en 2009 tanto en Estados Unidos como en el Reino Unido), tras la fase más aguda de la crisis, se suprimieron la mayoría de estos programas, pues tomar prestado de los bancos centrales, dejó de ser atractivo para las instituciones financieras. En la actualidad sólo perviven algunos programas ofrecidos por el BCE, dada la persistencia de la crisis en la zona del euro que ha mantenido la disfuncionalidad en algunos segmentos de su sistema financiero. A continuación describiré los

diferentes programas de provisión de liquidez y de compra de activos financieros llevados a cabo por la Reserva Federal, el Banco Central Europeo, el Banco de Japón y el Banco de Inglaterra.

CUADRO 2. PROGRAMAS DE PROVISIÓN DE LIQUIDEZ Banco de España Documento ocasional nº 1404

Programa	Anuncio	Duración
Reserva Federal:		
Provisión de liquidez a bancos y otras instituciones financieras:		
<i>Term Auction Facility (TAF)</i>	dic-07	dic-07 a abr-10
<i>Primary Dealer Credit Facility (PDCF)</i>	mar-08	mar-08 a feb-10
<i>Term Securities Lending Facility (TSLF)</i>	mar-08	mar-08 a feb-10
Provisión de liquidez directamente a prestatarios e inversores:		
<i>Commercial Paper Funding Facility (CPFF)</i>	oct-08	oct-08 a feb-10
<i>Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility (AMLF)</i>	sep-08	sep-08 a feb-10
<i>Money Market Investor Funding Facility (MMIFF)</i>	oct-08	oct-08 a oct-09
<i>Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF)</i>	nov-08	mar-09 a jun-10
BCE:		
<i>Ampliación del vencimiento máximo de las operaciones de financiación a plazo más largo (LTRO) hasta 12 meses</i>	may-09	
<i>Subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena</i>	oct-08	
<i>Ampliación de la lista de activos de garantía aceptados en las operaciones de financiación</i>	oct-08	
<i>Dos LTRO extraordinarias con vencimiento a 36 meses</i>	dic-11/feb-12	
<i>Reducción del coeficiente de caja del 2% al 1%</i>	dic-11 ene-12 a --	
<i>Aprobación de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO) para promover los flujos de préstamos al sector privado no financiero, excluidos los destinados a hogares para adquisición de vivienda</i>	jun-14	
Banco de Japón:		
<i>Expansión de la Securities Lending Facility (introducida en abr-04)</i>	oct-08	
<i>Introducción de la Complementary Deposit Facility</i>	oct-08	
<i>Aumento en la frecuencia y tamaño de las operaciones repo con papel comercial</i>	oct-08	
<i>Provisión de préstamos subordinados a los bancos</i>	mar-09	
Banco de Inglaterra:		
<i>Special Liquidity Scheme</i>	abr-08	abr-08 a ene-12
<i>Discount Window Facility</i>	oct-08	oct-08 a --
<i>Indexed Long-term Repo operations</i>	mar-08	mar-08 a --
<i>Extended Collateral Term Repo</i>	dic-11	jun-12 a --

Compras de activos financieros y cambios en los balances de los bancos centrales

Más allá de las medidas extraordinarias de provisión de liquidez, algunos bancos centrales comenzaron a poner en marcha en los primeros momentos de la crisis, programas de expansión cuantitativa (QE o Quantitative Easing), que se han ido sucediendo con distintas características desde entonces y que han causado la expansión de sus balances. Los activos financieros que han ido adquiriendo los distintos bancos centrales, han dependido de las diferentes circunstancias en las que se desenvuelve cada una de estas instituciones y de los objetivos perseguidos con estos programas (fundamentalmente el apoyo a la recuperación de la actividad económica o el restablecimiento del mecanismo de transmisión afectado por disfunciones en algunos segmentos de los mercados financieros).

Una primera fase tuvo lugar entre otoño de 2008 y finales de 2009. La Reserva Federal puso en marcha un primer programa de expansión cuantitativa (LSAP-1) que se orientó fundamentalmente a la compra de deuda y cédulas hipotecarias respaldadas por las agencias del gobierno (GSEs), aunque también incluyó en una extensión del mismo, títulos de deuda pública. Finalmente, ante la mejora en los mercados, no llevó a cabo la compra total anunciada de deuda de las GSEs. La Reserva Federal subrayó que estas compras de activos distintos a los adquiridos habitualmente en sus operaciones de mercado abierto (letras del Tesoro), junto a las medidas extraordinarias de provisión de liquidez, constituían medidas de credit easing pues pretendían mejorar las condiciones de financiación de los agentes.

El BCE inició en mayo de 2009 la compra de bonos bancarios garantizados por activos de elevada calidad Covered Bond Purchase Programme (CBPP). Estas compras no fueron esterilizadas y se prolongaron hasta mayo de 2010 por una cuantía total de 60 MM de euros. El Banco de Inglaterra, compró deuda pública desde marzo de 2009 a través del programa APF que se prolongó hasta febrero de 2010. En este programa los activos que vencían eran reinvertidos para mantener el tamaño del programa.

En mayo de 2010, comenzó una segunda fase de medidas no convencionales. En la zona del euro con el estallido de la crisis de deuda soberana, el BCE anunció la compra de deuda pública en los mercados secundarios Securities Markets Programme (SMP) de los países sometidos a estrés financiero, cuyo volumen total de compras ascendió a 208,7 MM de euros y fue totalmente esterilizada mediante operaciones semanales de drenaje. Dada la idiosincrasia de la Eurozona, su objetivo era, limitar la fragmentación de algunos mercados de deuda que no estaban funcionando bien e impedían la transmisión correcta de la política monetaria. En octubre de 2011 se pone en marcha un segundo programa de adquisición de bonos garantizados Covered Bond Purchase Programme 2 (CBPP2), análogo al anterior y en el que hasta octubre de 2012 el BCE adquirió 16 MM de euros de estos títulos de un máximo potencial de 40 MM de euros.

Finalmente, en septiembre de 2012, ante el riesgo incluso de ruptura del euro, se lanza el Outright Monetary Transaction (OMT) que sustituye al SMP y cuyo simple anuncio tuvo una gran capacidad disuasoria, contribuyendo sustancialmente a la reducción de los diferenciales soberanos de los países sometidos a estrés. Es un programa de compra de deuda soberana de corto plazo sin límite de cantidad que se activará cuando algún país miembro sufra presiones en sus mercados de deuda

no justificadas por sus fundamentales. Dicha acción se somete a la condicionalidad de los programas de apoyo precautorio de la Unión Europea.

En Estados Unidos, los riesgos deflacionistas y la lenta recuperación económica llevaron a la Reserva Federal a anunciar un segundo QE en noviembre de 2010 (LSAP-2), centrado en la compra de títulos de deuda pública. En septiembre de 2011, se anunció la operación twist (Maturity Extension Program, MEP) con el objetivo de recomponer la cartera de títulos de deuda pública de la Reserva Federal, comprando los de largo plazo y vendiendo los de corto. Este programa fue extendido en junio de 2012 por otros seis meses y totalizó 600 MM de dólares, en lugar de los 400 MM de dólares inicialmente anunciados.

En septiembre de 2012 la Reserva Federal anunció una tercera ronda de QE (LSAP-3), que se inició con compras de titulaciones hipotecarias respaldadas por las GSEs y que se amplió a partir de enero de 2013 con bonos del Tesoro. A diferencia de los programas anteriores, en este no se anuncia la cuantía total del programas sino sólo las compras mensuales (45 MM de dólares de títulos de deuda pública y 40 MM de dólares de titulaciones hipotecarias) que continuarían hasta que el mercado de trabajo mejorara sustancialmente en un contexto de estabilidad de precios. El Comité de Política Monetaria de la Reserva Federal (FOMC, por sus siglas en inglés) también hizo depender las compras de los activos de la valoración, de la eficacia y los costes de estas compras. En ese sentido, la Reserva Federal anunció en su reunión de diciembre de 2013, el comienzo de la reducción en el ritmo de compras netas de activos (tapering) a partir de enero de 2014, de 85 a 75 MM de dólares mensuales, minoración de 10 MM de dólares que se ha repetido en las reuniones posteriores, al hilo del asentamiento gradual de la mejoría en el mercado de trabajo y los posibles riesgos (especialmente para la estabilidad financiera) de las mismas, las compras netas de activos finalizaron en octubre de 2014.

Finalmente, en septiembre de 2014 el BCE también anunció que en octubre comenzaría un programa de adquisición de valores de titulación de activos, Asset Back Securities (ABS), dado el papel relevante que juegan estos mercados como catalizadores del crédito bancario, y un nuevo programa de adquisición de bonos garantizados (Covered Bond Purchase Programme 3, CBPP3) y en enero de 2015 el Banco central Europeo puso en marcha su propio programa de expansión cuantitativa llamado Public Sector Purchase Programme (PSPP). Este programa estará en vigor hasta septiembre de 2016 y con él el BCE adquiere deuda pública de los países de la zona euro, según el peso de cada país en el capital de banco Central Europeo.

El Banco de Japón, en octubre de 2010, amplió el volumen y el tipo de activos a comprar (bonos corporativos, papel comercial, ETFs y REITS) mediante el (Comprehensive Monetary Easing o CME), aunque siguieron concentrados en activos de pequeña duración. En abril de 2013, el Banco de Japón bajo el mandato de un nuevo Gobernador y como parte de un programa amplio de políticas económicas promovidas por el nuevo primer ministro y conocidas como Abenomics, se inició un nuevo programa de expansión cuantitativa (Quantitative and Qualitative Monetary Easing o QQME), cuyo objetivo es duplicar la base monetaria del Banco de Japón (nuevo instrumento de la política monetaria) hasta finales de 2014, mediante la compra principalmente de títulos de deuda pública japoneses, extendiendo el vencimiento medio de los mismos (hasta siete años de media desde 3 años o menos en el programa anterior). Por otro lado, el Banco de Inglaterra inició en octubre de

2011 otro programa de compras de deuda pública (conocido como APF-2) y que se prolongó hasta octubre de 2012. (J. C. Berganza, 2014)

CUADRO 3. PROGRAMAS DE COMPRAS DE ACTIVOS FINANCIEROS

Banco de España Documento ocasional nº 1404

	Programa	Fecha de anuncio	Duración	Descripción/Volumen	¿Expansión del balance?
Reserva Federal:					
	<i>Large-Scale Asset Purchases (LSAP1)</i>	nov-08	dic-08 a jul-10	Compra de deuda de las agencias GSEs por 100mm\$	Si
			ene-09 a jul-10	Compra de titulaciones hipotecarias (MBS) garantizadas por las GSEs por 500mm\$	Si
	<i>LSAP 1-Extensión</i>	mar-09	mar-09 a mar-10	Compras de deuda de las agencias GSEs adicionales por 100mm\$ (finalmente sólo 75mm\$)	Si
			ene-09 a jul-10	Compras de titulaciones hipotecarias (MBS) garantizadas por las GSEs adicionales por 750mm	Si
			mar-09 a oct-09	Compras por 300mm\$ de deuda pública federal	Si
		ago-10		Reinversión de vencimientos de deuda de las agencias GSEs y MBS y de deuda pública federal en deuda pública federal	No
	<i>LSAP 2</i>	nov-10	nov-10 a jun-11	Compras por 600mm\$ de deuda pública federal	Si
	<i>Maturity Extension Program (MEP)</i>	sep-11	sep-11 a jun-12	Recomposición de cartera de títulos de deuda pública federal: sustitución de 400mm\$ de títulos con vencimiento residual inferior a 3 años por título con vencimiento residual entre 6 y 30 años	No
		sep-11	01/09/2011 a --	Reinversión de vencimientos de deuda de las agencias GSEs y MBS en MBS/ reinversión de vencimientos de deuda pública federal en deuda pública federal	No
	<i>Extensión MEP</i>	jun-12	jun-12 a dic-12	Recomposición de cartera de títulos de deuda pública federal: sustitución de 267mm\$ de títulos con vencimiento residual inferior a 3 años por título con	No

				vencimiento residual entre 6 y 30 años	
	<i>LSAP 3</i>	sep-12	jun-12 a dic-12	Compras de titulaciones hipotecarias (MBS) garantizadas por las GSEs por una cuantía de 40mm\$ mensuales	Si
		dic-12	ene-13 a dic-13	Compras de deuda pública federal por una cuantía de 45mm\$ mensuales	Si
		dic-13	ene-14 a oct-15	Reducción gradual de las compras mensuales netas de activos financieros (tapering)	Si
Banco de Japón:					
	<i>Comprehensive Monetary Easing (CME)</i>	oct-10	oct-10 a abr-13	Anuncio de compras de deuda pública (JGBs) con vencimiento remanente hasta 2 años, papel comercial, bonos corporativos, exchange trade funds (ETFs), fondos de inversión en activos inmobiliarios (J-REITs). Tamaño inicial del programa de compras ascendió a 5 billones de yenes. 8 ampliaciones de este programa de compra de activos (mar-11, 5bill¥; ago-11, 10bill¥; oct-11, 5bill¥; feb-12, 10bill¥; abr-12, 5bill¥; jul-12, 5bill¥; sep-12, 10bill¥; oct-12, 11bill¥; dic-12, 10bill¥) modificando también la fecha de finalización de las compras (hasta dic-13)	Si
		ene-13	No se inició	A partir de ene-13 compras de activos pasaron a no tener fecha de finalización predeterminada y se estableció una cuantía mensual	Si
	<i>Quantitative and Qualitative Monetary Easing (QQME)</i>	abr-13	13 abr-13 a --	Final del CME. Aumento de base monetaria en 60-70bill¥ anuales mediante compras de JGBs (extensión del vencimiento medio hasta 7 años), ETFs y J-REITs. Incremento del vencimiento medio de los JGBs en la cartera del Banco de Japón. Vigencia del programa hasta alcanzar tasa de inflación del 2%.	Si
BCE:					
	<i>Covered Bond Purchase Program (CBPP)</i>	may-09	jul-09 a jun-10	Programa de adquisiciones de bonos garantizados por una cuantía de 60mm€	Si
	<i>Security Market Program (SMP)</i>	may-10	may-10 a sep-12	Compras de deuda pública soberana de los países periféricos por un total de 218mm€ (valor nominal)	Si (esterilizado)
	<i>Covered Bond Purchase Program (CBPP2)</i>	oct-11	nov-11 a oct-12	Programa de adquisiciones de bonos garantizados por una cuantía de 40mm€ (finalmente se adquirieron 16,4mm€)	Si
	<i>Outright Monetary</i>	ago-12		Compras de deuda pública de países pertenecientes a la zona	Si (esterilizado)

	<i>Transanctions (OMT)</i>			euro con el objetivo de salvaguardar la transmisión apropiada de la política monetaria y la política monetaria única. Condicional a la adopción de programas por parte del país	
	<i>ABS Purchase Programme (ABSPP)</i>	sep-14		Programa de adquisición de valores de titulación de activos (ABS)	Si
	<i>Covered Bond Purchase Program (CBPP3)</i>	sep-14		Programa de adquisiciones de bonos garantizados	Si
	<i>Public sector purchase programme (PSPP)</i>	ene- 15	mar15 a sep 16	Programa de adquisición de deuda pública por 60mm€ al mes. La deuda pública comprada bajo este programa se dividirá según el peso de cada país en el capital del BCE.	Si
Banco de Inglaterra					
	<i>Asset Purchase Facility (APF 1)</i>	ene-09	mar-09 a feb-10	Tras autorización del Gobierno, creación de la APF en ene-09. Compras de 75mm€ durante 3 meses principalmente de deuda pública (período residual de vencimiento entre 5 y 25 años).	Si
		may-09		Incremento de 50mm€ de compras de activos	Si
		ago-09		Incremento de 50mm€ de compras de activos (ampliación a bonos con período residual de vencimiento mayor a 3 años).	Si
		nov-09		Incremento de 25mm€ de compras de activos	Si
	<i>APF 2</i>	oct-11	oct-11 a oct-12	Incremento de 75mm€ de compras de activos en oct-11	Si
				Incremento de 50mm€ de compras de activos en feb-12	Si
				Incremento de 50mm€ de compras de activos en jul-12. S Mantiene 375mm€ de activos (deuda pública casi en su totalidad con presencia testimonial de bonos corporativos y papel comercial)	Si

Diferencias entre los programas de compra de activos:

Tipo de activos: Si se trata de deuda pública, el objetivo principal es reducir el tipo de interés de los activos sin riesgo. Por el contrario, si las compras son de títulos emitidos por instituciones distintas a los tesoros nacionales, el objetivo principal pasa a ser reducir el diferencial entre el tipo de interés de ese activo y el del activo libre de riesgo (prima de riesgo). El ejemplo más significativo de este segundo caso lo constituye la compra de deudas de agencias patrocinadas por el gobierno (GSEs) y de cédulas hipotecarias por parte de la Reserva Federal con el objetivo de reducir los tipos de interés hipotecarios.

Ampliación del balance del banco central: La mayor parte de las operaciones de compra de activos han ido en la línea de ampliar el balance, pero se pueden encontrar también ejemplos de compras de activos que han mantenido el mismo tamaño del balance como la Maturity Extension Program de la Reserva Federal, en la que se aumentaba la duración de los títulos de deuda pública en el balance de la FED o las compras del BCE bajo el Security Market Program en las que el BCE reabsorbió los aumentos de liquidez que conllevaban estas compras.

Vencimiento de los activos: Los bancos centrales se han ido inclinando por aumentar la duración de los activos adquiridos, lo que como en el balance de cualquier banco, aumenta el desequilibrio entre el vencimiento de las partidas contenidas en el activo y el pasivo. Así, por ejemplo, las tenencias de títulos de deuda pública de la Reserva Federal, pasaron de una duración media de 5 años antes de la crisis a una duración media de 7,6 años a finales de 2013 (tras haber alcanzado un máximo de 8,2 años en diciembre de 2012 al finalizar la operación twist).

Cuantía de los programas: En la mayoría de los programas se ha anunciado por adelantado el total de las compras y el tiempo durante el cual se llevarían a cabo, pero la Reserva Federal decidió en septiembre de 2012, cambiar de estrategia y anunció un programa de compras mensuales de cantidad definida pero de duración indeterminada (compras de naturaleza open-ended). El final se ligó en primer lugar a una evaluación cualitativa sobre la dinámica del mercado laboral estadounidense. Posteriormente se vinculó a que la tasa de paro se situase en el 7% y, finalmente, se desligó de la evolución de esta variable. Este enfoque fue posteriormente adoptado por el BCE en su programa PSPP (Public Sector Purchase Programme) en enero de 2015.

Compras basadas en cantidades o precios: Los programas descritos establecen la cuantía de activos financieros adquiridos, bien por el total del programa o las compras que se realizarán en un período determinado de tiempo. Otra variedad la ofrece el Banco de Suiza que condiciona sus compras de activos a la evolución de un precio (en su caso, el tipo de cambio del franco suizo frente al euro).

Como consecuencia de estas diferencias en los programas, el impacto de los mismos sobre la cuantía y composición de los balances de los distintos bancos ha variado en el tiempo. Como puede comprobarse en los siguientes gráficos los balances de la Reserva Federal, del Banco de Inglaterra y del Banco de Japón son los que más aumentan durante este período,

multiplicándose el tamaño del balance por cinco en el caso de la Reserva Federal y del Banco de Inglaterra, desde agosto de 2007, el Banco de Japón ha aumentado incluso más su balance mientras que el más retrasado es el BCE que tan solo se ha doblado desde el comienzo de la crisis.

Gráfico 1. Evolución del Balance del Banco Central Europeo vs Balance Banco de Inglaterra

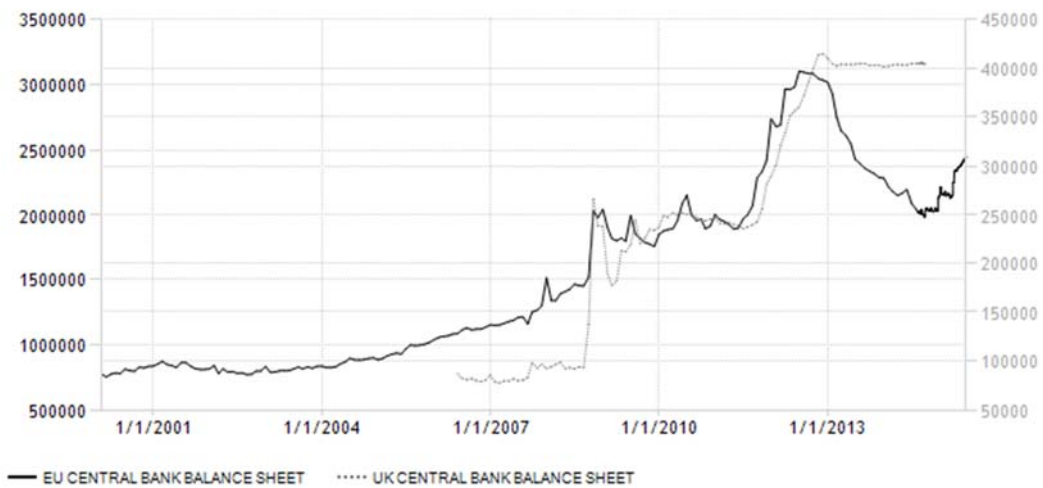
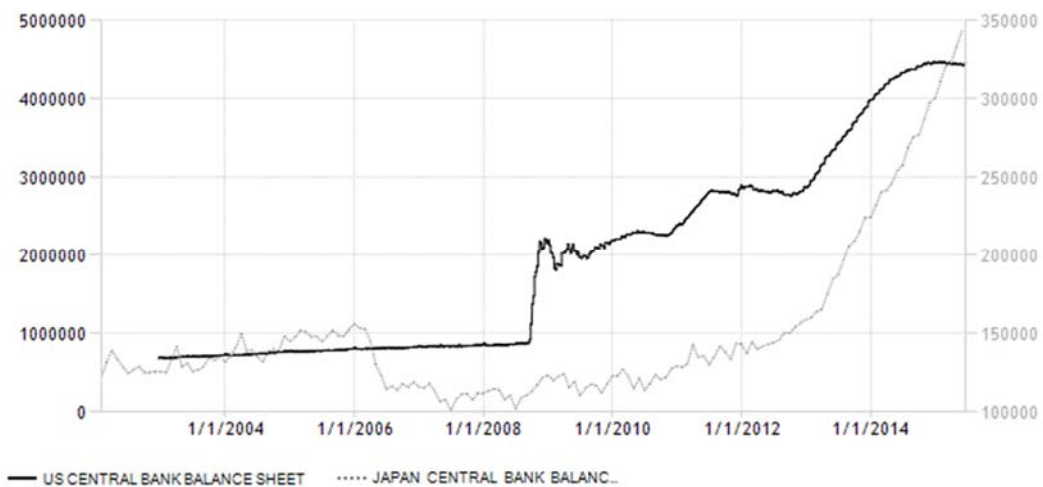


Gráfico 2. Evolución del Balance de la Reserva Federal vs Balance Banco de Japón



Resultados de las medidas adoptadas

Los programas de compras de activos han tenido éxito, en reducir los tipos de interés nominales de los activos objetos de adquisición, han contribuido a sostener la actividad económica y, en algún caso, a atenuar el riesgo de deflación.

El primer programa de la Reserva Federal (LSAP-1), supuso una reducción acumulada de entre 90 y 200 puntos básicos en los tipos de interés de los bonos del Tesoro a 10 años, siendo este efecto mayor que el encontrado en los programas de compra de activos del Reino Unido. En cualquier caso, está documentado que los efectos de los distintos programas sobre los precios y las rentabilidades de los activos han sido cada vez menores a lo largo del tiempo.

Los efectos de los programas de compras de activos han discurrido principalmente a través de dos canales:

En primer lugar, el aumento de la demanda del activo adquirido por el banco central provoca que aumente su precio y, por tanto, se reduzca el rendimiento del mismo. Asimismo, al disminuir el precio del riesgo, aumenta la demanda de otros activos con mayor riesgo como los bonos corporativos o las acciones, con lo que se eleva el precio de los mismos, se reducen los costes de financiación y se produce un efecto riqueza, incentivando el gasto y la demanda nominal.

En segundo lugar, en los programas de compras de activos que llevan asociada una expansión del balance del banco central, se produce un aumento de las reservas no obligatorias de las instituciones financieras en el banco central y, por tanto, un incremento de la base monetaria. Sin embargo, desde el inicio de la crisis se ha reducido notablemente el multiplicador monetario y, por ello, este aumento de la base monetaria no se ha trasladado más que en una pequeña cuantía a los agregados monetarios, el impacto de las compras de activos ha creado la percepción de que la política monetaria seguirá siendo laxa durante un periodo prolongado, lo que afecta a las expectativas de los tipos de interés de corto plazo y a la rentabilidad de los activos de largo plazo, favoreciendo una expansión de la demanda. Este canal está relacionado con el mecanismo de manejo de las expectativas.

Indicaciones sobre la orientación futura de la política monetaria (forward guidance)

La transparencia en la gestión de la política monetaria (explicar los criterios de los movimientos de los tipos de intervención, las discusiones de los órganos de gobierno del banco central y las previsiones sobre la actividad y los precios) aumenta la credibilidad de los bancos centrales y la efectividad de sus decisiones al alinear las expectativas de los agentes con las necesarias para conseguir los objetivos de la política monetaria.

Tras la crisis y dada la debilidad de la demanda, una vez que los tipos de interés de intervención alcanzaron niveles próximos a cero y que existían dudas crecientes sobre la efectividad marginal

y los riesgos de las medidas cuantitativas no convencionales, aumentaron los incentivos de los bancos centrales para recurrir a estas herramientas de comunicación.

La teoría keynesiana clásica consideraba que la política monetaria era ineficaz cuando los tipos de interés estaban próximos a cero. Se pensaba que en esta situación, el aumento de la liquidez mediante operaciones de mercado abierto, no se traducían en un fortalecimiento de la actividad. Pero la experiencia japonesa de finales del siglo pasado y comienzos de este y los temores deflacionistas en Estados Unidos a comienzos de la década, propiciaron el desarrollo de nuevas investigaciones sobre las opciones de política económica en dichas circunstancias.

El manejo de las expectativas de los agentes sobre la evolución futura de los tipos de interés puede tomar formas diversas. La naturaleza del forward guidance ha evolucionado en los cuatro grandes bancos, desde la señalización de un período indefinido de tiempo a la alusión de fechas concretas y, finalmente, al condicionamiento a determinadas variables económicas.

La Reserva Federal comenzó a dar pasos en esa dirección en diciembre de 2008, cuando afirmó, que mantendría el tipo de interés reducido “durante algún tiempo”. En marzo de 2009 el compromiso para mantener el tipo de interés reducido cambió a “durante un período extenso de tiempo”. Desde agosto de 2011, el manejo de las expectativas pasó referirse a períodos de tiempo definidos, hasta una fecha concreta (mediados de 2013, aunque lo fue extendiendo posteriormente hasta mediados de 2015).

No obstante, las formulaciones basadas en compromisos ligados a fechas concretas, presentan el problema de que el banco central tendrá incentivos a reajustar sus planes si cambian las condiciones económicas, incumpliendo su anuncio inicial. Es en ese sentido en el que las compras de activos financieros (con riesgo de tipo de interés), por parte de los bancos centrales pueden aumentar la credibilidad del compromiso dados los posibles costes financieros para el banco central que se añadirían a los costes para su reputación si incumple su compromiso.

Los esquemas contingentes, en los que la autoridad monetaria condiciona explícitamente los movimientos futuros de los tipos de interés oficiales a la evolución de variables, como la senda de la inflación o la tasa de paro preservan cierto margen de flexibilidad para reaccionar ante sucesos inesperados, al tiempo que reducen el riesgo de pérdida de credibilidad por actuar en un sentido distinto al anunciado, de ahí su atractivo a priori.

Este tipo de formulaciones contingentes, se adoptaron por parte de la Reserva Federal y del Banco de Inglaterra en las reuniones del FOMC en diciembre de 2012 y del Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra (MPC) en agosto de 2013, donde el mantenimiento del tipo de interés de intervención en su nivel reducido se condicionó a la evolución de variables económicas (state-contingent). El FOMC se comprometió a que, siempre y cuando la tasa de paro se siguiera situando por encima del 6,5%, la previsión de inflación entre 1 y 2 años no superara el 2,5% (es decir, medio punto por encima de su objetivo de inflación) y las expectativas de largo plazo de inflación continuasen bien ancladas, no aumentaría el tipo de interés oficial desde su rango actual extraordinariamente bajo (0%- 0,25%).

Mientras, el MPC mantendría el tipo de interés oficial y no reduciría la cuantía del programa de compra de activos APF siempre que la tasa de paro no se situara por debajo del 7% y se cumplieran tres condiciones sobre la inflación y la estabilidad financiera (conocidas como “condiciones knock-out”).

Existe también el riesgo, de que los agentes interpreten la promesa de que se mantendrán los tipos de interés oficiales bajos durante un largo periodo de tiempo como una debilidad en la senda de recuperación económica, con lo que desaparecerían parte de los efectos expansivos que se buscan vía expectativas de los agentes.

Sin embargo, en un breve lapso de tiempo se han puesto de manifiesto problemas de diseño y comunicación en ambas propuestas que pueden ser una fuente de volatilidad en los mercados financieros, si los compromisos se revisan muy frecuentemente. En particular, en 2014 las tasas de paro de ambos países se habían aproximado a los umbrales establecidos mucho antes de lo previsto, en un contexto en el que los mercados laborales estaban mostrando peculiaridades que generaban incertidumbre sobre la evolución futura de las tasas de paro y su relación con otras variables macroeconómicas.

Así, en Estados Unidos, la Reserva Federal proyectaba, en el momento de introducir el forward guidance contingente, que la tasa de paro se situaría cercana al umbral del 6,5% en la segunda mitad de 2015 y, sin embargo, el descenso seguido ha sido mucho más rápido del proyectado. Este rápido descenso de la tasa de paro no se ha debido a la mayor creación de empleo sino a la importante e inesperada caída de la tasa de participación en el mercado laboral. El Banco de Inglaterra, al anunciar su compromiso de forward guidance, asumió que la productividad se recuperaría rápidamente, a medida que el crecimiento de la demanda redujese la capacidad ociosa existente, de modo que la tasa de paro alcanzaría el 7% solo a finales de 2016. Sin embargo, el mayor dinamismo de la actividad en el Reino Unido vino acompañado de un notable repunte del empleo y de un escaso aumento de la productividad, de forma que la tasa de paro se aproximó rápidamente al umbral de referencia (J. C. Berganza, 2014).

Los riesgos de las actuales medidas de expansión monetaria y la estrategia de salida de las mismas

A pesar de que los bancos centrales de las principales economías desarrolladas han adquirido un enorme protagonismo, la recuperación en muchos de estos países no está aún asentada y los niveles de desempleo y de capacidad ociosa continúan siendo significativos. Quizás por ello, una parte de la opinión pública y de los analistas, deposita grandes expectativas en la posibilidad de seguir utilizando la política monetaria para solucionar dichos problemas e incluso algunos proponen ir más allá en algunas de las actuaciones no convencionales. No obstante, el mantenimiento y la adopción de nuevas medidas de política monetaria no convencionales conllevan una serie de efectos colaterales y plantea algunos riesgos, que pueden incluso hacer

que los bancos centrales se desvíen de su objetivo prioritario de estabilidad de precios y cuestionar su independencia.

En general, se critica que la política monetaria en la actualidad puede estar “comprando tiempo” a través de un coste de financiación reducido sin que esto, esté siendo aprovechado por parte de los responsables del resto de políticas económicas para hacer frente a problemas estructurales como las elevadas tasas de paro o una composición sectorial desequilibrada. En este sentido, la crisis de la zona euro, más allá de requerir cambios en su diseño institucional, es un ejemplo donde la acción del banco central, no puede reemplazar al resto de políticas para recuperar el crecimiento, como recuerda frecuentemente su presidente Mario Draghi con sus repetidos llamamientos a realizar reformas estructurales.

ESTABILIDAD FINANCIERA

A raíz de la crisis, los bancos centrales ejercieron su función de prestamistas de última instancia para garantizar la estabilidad del sistema financiero y apoyar la recuperación. La evidencia disponible sobre los diversos programas de compra de activos, aunque diferentes en su estructura y volumen, sugiere que estos han favorecido el restablecimiento del normal funcionamiento de los mercados financieros, en especial los monetarios. Así, han reducido significativamente las primas de riesgo, afectando a la rentabilidad y al precio de los activos donde han operado, aunque estos efectos hayan disminuido a lo largo del tiempo. Por su parte, las formulaciones de forward guidance al señalar el compromiso de mantener tipos de interés extraordinariamente bajos durante un período amplio han contribuido a reducir la prima de riesgo por plazo.

Pero como consecuencia de estas políticas, algunos agentes en determinados mercados podrían estar tomando un riesgo excesivo, favoreciendo la formación de nuevas burbujas, sin que se traslade de momento esta reducción en los costes de financiación a una mejora de la inversión real. Las emisiones de deuda corporativa de alto riesgo en economías avanzadas, sobre todo en Estados Unidos están aumentando, superando ya los niveles previos a la crisis, y su rentabilidad está disminuyendo fuertemente. Igualmente el prolongado período de tipos bajos está haciendo que intermediarios como aseguradoras y fondos de pensiones asuman inversiones más arriesgadas que las históricas en pos de un nivel mínimo de rentabilidad.

Además, la liquidez otorgada por el banco central en ciertos países le ha convertido en un actor relevante del mercado interbancario, lo cual podría hacer que algunos bancos pospongan su necesario desapalancamiento y recapitalización. En este caso, una vez se han eliminado los riesgos de carácter sistémico, las medidas de liquidez en lugar de apoyar la recuperación de dichas instituciones financieras podrían estar enmascarando algún problema de solvencia.

SOTENIBILIDAD FISCAL

Tras la crisis financiera, el promedio de la deuda pública de las economías desarrolladas, ha alcanzado el 100% del PIB y a pesar de los esfuerzos de consolidación fiscal iniciados en 2010, las cuentas públicas no están todavía en una senda sostenible. En este contexto, la continuidad de las actuales políticas monetarias no convencionales o la puesta en práctica de medidas adicionales puede retrasar la búsqueda de la sostenibilidad fiscal. Técnicamente con tipos de interés cero no hay distinción entre el dinero en circulación y los bonos del gobierno a corto plazo. Esa situación reduce, el coste de financiación de la deuda del gobierno y el aumento de los balances de los bancos centrales; con la compra de deuda pública facilita la labor de los Tesoros nacionales. Igualmente, los anuncios de forward guidance suponen no responder a futuros repuntes de la inflación. Todo ello por tanto puede afectar a la credibilidad del banco central para garantizar la estabilidad de precios. Por tanto, las condiciones monetarias laxas podrían estar retrasando las imprescindibles políticas para reestructurar los balances bancarios y restaurar las sostenibilidad de las finanzas públicas.

EFFECTOS DISTRIBUTIVOS

La política monetaria, tiene efectos diferenciados entre agentes y sectores económicos. Las decisiones de los bancos centrales alteran el precio de los activos financieros, que están distribuidos de forma no uniforme entre los agentes económicos. Pero adicionalmente, las actuaciones no convencionales pueden generar efectos distributivos todavía más relevantes. Las políticas de forward guidance, al conseguir mantener los tipos de interés en niveles reducidos contribuyen a expandir la demanda de crédito, pero para los ahorradores suponen una pérdida de renta relevante. De igual forma, la compra de activos por parte del banco central puede favorecer a los tenedores del tipo de instrumentos adquiridos por el banco central. Así ocurre, por ejemplo, con la compra de titulaciones hipotecarias o de deuda pública. También hay que tener en cuenta los efectos de la bajada de tipos de interés tiene en la percepción del riesgo, lo que hace aumentar la demanda de otros activos con mayor riesgo como los bonos corporativos o las acciones, con lo que se eleva el precio de los mismos. Estos activos financieros, no están distribuidos uniformemente en la población por lo que las acciones de los Bancos Centrales benefician en primer lugar a los tenedores de instrumentos financieros, que suelen pertenecer a la clase alta de la población, lo que incrementa la desigualdad en un momento muy complicado para las clases medias y bajas.

EFFECTOS GLOBALES

Las consecuencias de las políticas monetarias expansivas han superado las fronteras de los países que las han llevado a cabo. El apetito por un mayor riesgo, no se circunscribe a inversiones en los países desarrollados sino que es un fenómeno global. Así, coincidiendo con los tres programas de compra de activos por parte de la Reserva Federal, se han producido crecimientos

por encima de lo esperado de los flujos financieros a las economías emergentes y de las emisiones de deuda de las empresas no financieras de estos países y apreciaciones de sus tipos de cambio. Estos flujos apoyaron un crecimiento entre 2009 y 2011 que, en algunos casos, estaba por encima del que justificarían sus fundamentales y generó vulnerabilidades financieras al reducirse las primas de riesgo, aumentar el precio de los activos y la oferta de crédito.

Las estrategias de salida

En el escenario central para los próximos años en el que las economías desarrolladas comienzan a mostrar una recuperación sostenida y desaparecen las tensiones financieras, los bancos centrales deberán ir retirando gradualmente las medidas de estímulo extraordinarias que se han mantenido en vigor durante un período prolongado. Una estrategia óptima de salida tendría que definir el nuevo esquema de política monetaria y revertir algunas de las medidas de política monetaria no convencional adoptadas.

Uno de los escasos precedentes de los que extraer experiencia es la reducción parcial del balance del Banco de Japón iniciada en marzo de 2006 y finalizada en julio de 2006, donde se consiguió una transición exitosa, al proseguir la recuperación económica y no desestabilizarse los mercados financieros. Durante esos meses el tamaño de las reservas de los bancos en el banco central (objetivo operativo de la política monetaria desde marzo de 2001 a marzo de 2006, cuando se pasó a adoptar un tipo de interés oficial) se redujo de 30 billones de yenes a 6 billones, principalmente no renovando las operaciones de provisión de liquidez del banco central que habían sido las responsables principales de aumento del balance.

Por ello, la comunicación, se convierte en una pieza esencial para el éxito de la empresa. No obstante, el diseño de los mecanismos de salida constituye un reto formidable, dada la magnitud de los estímulos monetarios vigentes, los efectos inducidos sobre los mercados financieros nacionales e internacionales y la escasez de fundamentación teórica y evidencia empírica que permita anticipar las consecuencias de estrategias alternativas. Probablemente el mayor desafío consistirá en la reestructuración de los balances de los bancos centrales en términos de tamaño, composición y vencimiento medio. Hay que tener en cuenta que en la mayor parte de los casos estas operaciones han supuesto un alargamiento notable de la duración de las partidas del activo del banco central, por lo que ha aumentado el desequilibrio entre los vencimientos del activo y del pasivo del balance y, consecuentemente, el riesgo de tipo de interés.

En ese sentido, el ritmo de normalización del balance dependerá esencialmente de si los activos adquiridos se venden o se mantienen hasta su vencimiento. Si se optara por la venta de parte de estos activos de forma gradual y ordenada, la experiencia del Banco de Japón en 2006 muestra que se podría hacer sin que desencadenase un aumento de la volatilidad en los mercados financieros y sin aumentos notables de los rendimientos de estos activos. Por otro lado, el mantenimiento de los activos durante un mayor período de tiempo elimina el riesgo procedente de la evolución del tipo de interés y, por tanto, de posibles pérdidas patrimoniales para los Bancos Centrales. En cualquier caso, todo apunta a que en esta ocasión se trata de un proceso de duración prolongada y por un volumen

de activos mucho más significativo. Por tanto, parece crucial que los bancos centrales comuniquen con claridad la senda prevista de retirada de los estímulos monetarios y, en particular, bajo qué circunstancias se producirán ventas de activos. La situación macroeconómica y financiera hace pensar que el Banco de Inglaterra o la Reserva Federal serán, dentro de los principales bancos centrales, los primeros en iniciar la estrategia de salida.

En las actas de la reunión del FOMC de junio de 2011 la Reserva Federal planteó las posibles fases en la estrategia de salida:

- Cese gradual de las compras mensuales de activos financieros (tapering).
- Cese total o parcial de la reinversión de los pagos del principal de los activos en la cartera del banco central.
- Modificación de la forward guidance de la senda futura de los tipos de interés oficiales.
- Incrementos en el tipo de interés de los fondos federales
- Venta de los activos financieros y posible reversión de la operación twist.

La publicación de las actas del FOMC en mayo de 2013, llevó a los mercados a posicionarse para una disminución de la cuantía de estas compras a partir de la reunión del FOMC de septiembre y, en paralelo, a adelantar el calendario de subidas de tipos de interés oficiales descontadas, un movimiento no deseado por la Reserva Federal, lo que ejemplifica la dificultad y la importancia de comunicar adecuadamente los pasos que se irán dando. Sin embargo, y de manera sorprendente, el FOMC optó en septiembre por no iniciar el tapering.

Posteriormente, a la luz de mejores datos económicos y la resolución de cierta incertidumbre fiscal, y tras un notable esfuerzo de comunicación para que los mercados financieros logaran distinguir el proceso de reducción gradual de las compras de activos, del proceso de incremento del tipo de interés oficial, el FOMC decidió en su reunión de diciembre de 2013 reducir las compras mensuales de activos financieros (en 10 MM de dólares repartidos a partes iguales entre títulos de deuda pública y de cédulas hipotecarias de las GSEs) a partir de enero de 2014, lo que ha sido considerado por muchos analistas como el primer paso en el cambio de ciclo monetario.

En sus reuniones posteriores, aprobó nuevas reducciones de otros 10 MM de dólares de tal forma que las compras netas cesaron totalmente en octubre de 2014. El FOMC de la Reserva Federal no ha descartado la venta de activos durante el proceso de normalización de la política monetaria pero parece que una mayoría de miembros del mismo no anticipa que se vaya a producir. Con el incremento en las reservas bancarias que se produjo tras la crisis financiera, la Reserva Federal perdió su capacidad para mantener los tipos de interés overnight en niveles positivos si no hubiera sido porque la Reserva Federal comenzó a retribuir las reservas bancarias desde finales de 2008 y porque no todas las entidades financieras tienen la posibilidad de acceder a este instrumento (sólo las entidades bancarias son elegibles como contraparte en la transacción).

Es por ello que en este entorno de exceso de liquidez, el FOMC introdujo en septiembre de 2013 un instrumento nuevo (conocido como overnight reverse repo facility, RRP) que podría convertirse también en relevante en la estrategia de salida. Este instrumento elimina cierta segmentación del mercado pues permite a los fondos de inversión monetarios, a las GSEs y otras instituciones además

de las entidades bancarias, mantener las reservas bancarias en la Reserva Federal a cambio de un tipo de interés y de recibir como colateral los activos que la Fed tiene en su cartera y que es el resultado de las compras realizadas estos años. Por tanto, en una situación en la que se mantenga el exceso de reservas bancarias, la Reserva Federal podría utilizar los distintos instrumentos para drenar liquidez en dos posibles entornos operativos. En el primero podría optar por regresar a un esquema previo a la crisis financiera, en el que el tipo de interés de los fondos federales se mantenga como tipo oficial y se utilicen los distintos instrumentos para el drenaje del exceso de liquidez.

De acuerdo con la segunda opción, la Reserva Federal realizaría subastas de adjudicación plena de las RRP's a un tipo de interés que pasaría a convertirse en el oficial y que coincidiría con el de remuneración de las reservas mantenidas por las entidades bancarias. Este tipo de interés fijaría un suelo para todos los tipos de interés del mercado interbancario.

También se ha sugerido por algunos miembros del FOMC la posibilidad de que se podría pasar a reinvertir el principal de los títulos de MBS de las agencias GSEs en títulos de deuda pública, tal y como se hizo de agosto de 2010 a octubre de 2011, con el objetivo de mantener el tamaño del balance. (J. C. Berganza, 2014)

Efectos de las medidas de política monetaria en la cotización de las divisas

Gráfico 3. EUR/USD 2005-2015 (Euro/Dólar Estadounidense)

(Investing.com y elaboración propia)



En este gráfico podemos observar la evolución del tipo de cambio EUR/USD en los comienzos de la crisis desde 2005 a 2015. El Euro se estuvo apreciando constantemente respecto al dólar desde su creación en el año 2000 hasta julio de 2008. En el gráfico he marcado los momentos en los que los Bancos Centrales realizaron sus principales programas de compra de activos. En Julio de 2008 el dólar alcanza su mínimo histórico cambiándose a 1,60 EUR por dólar. A partir de ese momento la tendencia cambia y el dólar comienza a apreciarse rápidamente y en Octubre de ese mismo año (2008) ya se cambiaba a 1,24 euros por dólar. En ese momento la Reserva Federal lanza su primer programa de expansión cuantitativa (LSAP1). Las líneas continuas del gráfico representan los diversos programas de QE realizados por la Reserva Federal (LSAP1), expansión del (LSAP1), (LSAP2) y (LSAP3).

Se observa que después del anuncio de todos y cada uno de estos programas el dólar se ha depreciado. También se observa que la magnitud y la rapidez de estos efectos han disminuido a lo largo del tiempo. Esto es coherente con lo esperado ya que el mercado es un mecanismo de descuento de expectativas y la primera vez que se toma una medida inédita como esta (al menos en los Estados Unidos) es lógico que provoque una mayor volatilidad y sorpresa. Por su parte las líneas punteadas representan las políticas del BCE.

Dado que el Banco Central Europeo ha esterilizado sus compras de activos Financieros hasta hace muy poco y como hemos visto es el Banco Central que menos ha extendido su balance de los cuatro considero que tienen mucha más importancia sus políticas de forward guidance. También hay que tener en cuenta que al tomar posteriormente decisiones similares a las que había tomado la Reserva Federal años antes, los participantes en los mercados, podían ser guiados más fácilmente a acompañar sus expectativas a los objetivos del Banco Central. La primera línea puntuada señala el momento del célebre discurso en el que Mario Draghi anunció que haría todo lo necesario para salvar al euro. Este discurso se dio en Julio de 2012 en plena crisis de deuda soberana con las primas de riesgo de los países periféricos disparadas. Este discurso precede por un mes el anuncio del (LSAP3) por parte de la Reserva Federal y al anuncio del programa OMT por parte del BCE.

Este programa nunca fue activado ya que exigía que los países que se quisieran acoger a él, que solicitaran un rescate financiero de forma formal algo muy costoso políticamente. Pero su simple anuncio calmo a los mercados ya que el Banco central europeo se declaraba dispuesto a comprar bonos soberanos, lo que se consideraba hasta ese momento que podía ser contradictorio con su norma de no financiar al sector público.

La combinación de una mayor confianza en el euro y el tercer programa de compra de activos en Estados Unidos volvieron a provocar una depreciación del dólar y una apreciación del euro durante los dos años siguientes.

Para finalizar la última línea punteada representa el comienzo del programa de expansión cuantitativa del BCE el Public Sector Purchase Programme (PSPP). Podría parecer que este programa no tuvo efectos, ya que el euro se depreció mucho antes de que se anunciara, sin embargo mi opinión es que el Banco Central Europeo volvió a utilizar muy inteligentemente los mecanismos de forward guidance para influir en los agentes del mercado antes de tomar ninguna medida.

Por una parte en la reunión del BCE de mayo de 2014 (circulo en el gráfico) su presidente Mario Draghi dijo literalmente, que en su opinión el euro estaba sobrevalorado y que la política monetaria de las economías occidentales iba a divergir a partir de ese momento. Debido a que Estados Unidos estaba inmerso en el tapering del último programa de compra los inversores asumieron que el BCE aplicaría medidas más expansivas. Desde ese mismo día el euro ha estado depreciándose frente al dólar.

En el caso del EUR/USD las consecuencias de las medidas de ampliación de balance de los distintos Bancos Centrales, se han correspondido a lo esperado teóricamente depreciándose la moneda que estaba sometida a estas medidas durante meses después del anuncio.

Gráfico 4. GBP/JPY 2005-2015 (Libra Esterlina/Yen Japonés)

(Investing.com y elaboración propia)



En este caso la teoría económica, no parece funcionar tan bien como en el caso del EUR/USD. Las líneas puntuadas representan las medidas de compra de activos del banco de Inglaterra mientras que las líneas continuas las políticas de compra del Banco de Japón. Vemos que las políticas del banco de Inglaterra no han depreciado a la libra frente al Yen y de hecho después del Asset Purchase Facility (APF 1) (primera línea punteada) la libra se llega a apreciar con fuerza durante 6 meses. Las siguientes medidas tanto por parte del Banco de Japón Comprehensive Monetary Easing (CME) (primera línea continua) como por parte del banco de Inglaterra (APF 2) no parecen haber afectado demasiado al tipo de cambio que se mantuvo en un rango lateral.

Sin embargo el último programa de compras de activos lanzado por el Banco de Japón el Quantitative and Qualitative Monetary Easing (QQME) sí que ha logrado depreciar al Yen frente a la Libra. Hay que tener en cuenta que este último programa es mucho más ambicioso que el anterior tanto en cantidades (Doblar la base monetaria del banco de Japón es uno de sus objetivos), en instrumentos adquiridos (deuda pública de duración más larga, ETFs, etc), como en duración (indeterminada hasta que Japón alcance su objetivo de inflación del 2% anual).

Se puede observar que el Yen comenzó a depreciarse frente a la libra unos meses antes de la adopción de este programa, probablemente debido a que los inversores estaban anticipando este movimiento desde la victoria electoral del nuevo primer ministro Shinzo Abe en diciembre de 2012 tras la que se comprometió a modificar la política monetaria del país y hacerla mucho más expansiva, así como a aplicar una política fiscal flexible y una estrategia de crecimiento.

Gráfico 5. GBP/USD (Libra esterlina/ Dólar estadounidense)

(Investing.com y elaboración propia)



En el gráfico superior podemos observar como después de una fuerte depreciación de la Libra frente al dólar al comienzo de la crisis en la que la Libra perdió una cuarta parte de su valor medido en dólares entre Julio de 2008 y Enero de 2009 la cotización de ambas monedas se ha movido en un rango lateral relativamente estrecho. Las primeras medidas de expansión cuantitativa de la Reserva Federal coincidieron con el primer programa de compra del Banco de Inglaterra sin embargo el mayor volumen de las adquisiciones de la Reserva Federal hizo que la libra detuviera su depreciación y comenzara a apreciarse rápidamente especialmente después de la ampliación del LASP1 (segunda línea continua en el gráfico).

Posteriormente el tipo de cambio entro en un gran rango lateral entre 1.45 libras por dólar y 1.70 libras por dólar que se ha mantenido durante los últimos 6 años. Los dos siguientes programas de compra de la FED (LSAP2) y (LSAP3) así como el segundo programa del Banco de Inglaterra realizado entre ambos parecen haber provocado a lo sumo pequeños movimientos de unas pocas semanas y no han alterado la relativa estabilidad de este tipo de cambio.

Gráfico 6. EUR/JPY (Euro/Yen japonés)

(Investing.com y elaboración propia)



El Euro se ha estado depreciando de forma continuada contra el Yen desde Junio de 2008, mucho antes de que los Bancos centrales activaran sus programas de compra de activos. El primer programa de expansión cuantitativa puesto en marcha por el Banco de Japón, el Comprehensive Monetary Easing (CME) consiguió revertir esta tendencia temporalmente entre octubre de 2010 y mayo de 2011, pero las tensiones en la eurozona volvieron a depreciar al Euro que marco su mínimo contra el Yen en Julio de 2012. Coincidiendo esto, con el famoso discurso en el que Draghi se comprometió a salvar al euro y un mes antes del lanzamiento del programa OMT (No marcado en el gráfico ya que no llego a ponerse en marcha). A partir de ese momento el Euro comenzó a apreciarse contra el Yen. En diciembre de 2012 (pequeña línea diagonal) Shinzo Abe es elegido primer Ministro de Japón con un programa que incluía una política monetaria más expansiva. El Quantitative and Qualitative Monetary Easing (QQME) fue anunciado en marzo de 2013 y el yen siguió depreciándose hasta la puesta en marcha de los programas de expansión cuantitativa del BCE, el ABS Purchase Programme (ABSPP) y el reciente Public Sector Purchase Programme (PSPP) (líneas discontinuas en el gráfico) que han frenado la depreciación del Yen e incluso la han revertido en una pequeña parte.

Hay que tener en cuenta que de los 4 bancos centrales estudiados el Banco de Japón es el que más ha expandido su balance y el Banco Central Europeo el que menos. El Quantitative and Qualitative Monetary Easing (QQME) pretende doblar el tamaño del Balance del Banco de Japón, extender la duración media de los bonos públicos mantenidos por este hasta los 7 años y mantener el programa en funcionamiento hasta que el país alcance una inflación del 2% algo que Japón no logra desde los años 90. Este es el motivo por el que el Yen japonés se ha depreciado tan fuertemente contra las tres monedas comparadas.

Gráfico 7. USD/JPY 2005/2015 (Dólar estadounidense/Yen japonés)

(Investing.com y elaboración propia)



En el caso del Dólar contra el Yen japonés las conclusiones tampoco son muy claras. Mientras que los primeros programas de compras de la reserva Federal han depreciado fuertemente al dólar contra el Yen ni el Comprehensive Monetary Easing (CME) (primera línea punteada) ni los 2 últimos (LSAP2) y (LSAP3) parecen haber afectado de manera relevante al tipo de cambio.

De hecho después del LSAP3, el dólar comenzó a apreciarse con fuerza contra el Yen que es lo contrario de lo que la teoría Económica nos enseña que debería ocurrir. Una posible hipótesis que explica esto es que los inversores japoneses estaban anticipando un cambio en la política monetaria debido a la victoria de Shinzo Abe en las elecciones generales de 2012 quien se había comprometido a efectuar una monetaria más expansiva así como a aplicar una política fiscal flexible y una nueva estrategia de crecimiento.

Shinzo Abe gano las elecciones en diciembre de 2012 y en Marzo de 2013 lanzo el Quantitative and Qualitative Monetary Easing (QQME) (descrito anteriormente), (última línea puntuada en el gráfico) que ha logrado depreciar fuertemente su moneda contra el dólar.

Gráfico 8. EUR/GBP 2005/2015 (Euro/Libra esterlina)

(Investing.com y elaboración propia)



Para finalizar la comparativa de las dos divisas europeas nos ofrece una perspectiva de un progresivo debilitamiento del Euro con respecto a la Libra desde abril de 2009, cuando el euro alcanzó su máximo histórico frente a la libra llegando a cambiarse a 0,98 € por Libra. A partir de ese momento la Libra se comenzó a apreciar y la primera operación de compra de activos del Banco de Inglaterra, el Asset Purchase Facility (APF 1) provocó una depreciación rápida de la Libra pero de corta duración. En apenas un par de meses (marzo de 2009) el euro retomó su tendencia bajista contra la Libra. El segundo programa de compras del banco de Inglaterra (2ª línea continua en el gráfico) no tuvo efectos apreciables en el tipo de cambio frente al euro el cual se siguió depreciando al estar en esas fechas inmerso en plena crisis de deuda soberana.

Finalmente las medidas del BCE, sí que parece que han tenido más éxito en acelerar la depreciación del euro, aunque hay que tener en cuenta que esa era la tendencia dominante del mercado antes de que las medidas se llevaran a cabo. El círculo en el gráfico representa la reunión del BCE de Mayo de 2014, donde su presidente afirmó que consideraba que el Euro estaba sobrevalorado y que la política monetaria de las principales economías industrializadas iba a divergir, lo que fue considerado como un adelanto de futuras medidas de expansión cuantitativa por parte del BCE lo que finalmente sucedió en septiembre de 2014 ABS Purchase Programme (ABSPP) y enero de 2015 Public Sector Purchase Programme (PSPP) (líneas discontinuas en el gráfico).

Conclusiones:

En general, podemos concluir, que las medidas tomadas por los Bancos Centrales han tenido el efecto esperado en sus divisas (devaluarlas al poner nuevo dinero en circulación para comprar activos financieros). Sin embargo, es difícil afirmar con rotundidad una relación causa efecto como siempre ocurre en los mercados financieros. Por un lado, al ser el mercado un mecanismo de descuento de expectativas el precio de un activo financiero puede cambiar antes de que se produzca efectivamente el proceso que cause el cambio en el precio; como hemos visto en el caso del forward guidance del Banco Central Europeo en Mayo de 2014, el precio del Euro comenzó a caer desde el momento en que Mario Draghi dijo que consideraba que estaba sobrevalorado y que la política monetaria iba a divergir respecto a Estados Unidos. Otro caso lo tenemos en Japón donde el Yen comenzó a depreciarse desde el momento en que los inversores creyeron en la victoria electoral de Shinzo Abe y en la expansión monetaria que iba a realizar una vez en el gobierno.

En el caso de la Reserva Federal de Estados Unidos, las primeras medidas de política monetaria fueron muy efectivas para depreciar al dólar contra todas las demás divisas estudiadas (LSAP1) y expansión del (LSAP1) en parte porque, fue junto con el Banco de Inglaterra el primer banco Central en iniciar una política monetaria expansiva mediante compra de activos financieros. El Banco Central Europeo, por su parte ha tardado años en implantar este tipo de medidas utilizando tan solo al principio medidas de provisión de liquidez y esterilizando toda compra de deuda pública que hiciera en los primeros años de la crisis. Ha comenzado su política monetaria expansiva, justo en el momento en el que estados Unidos la comenzó a revertir lo que puede ser una estrategia para adquirir cuota de mercado internacional y mejorar la competitividad de la Unión Europea. La teoría y los estatutos de los Bancos Centrales nos dicen que el tipo de cambio, no es un objetivo del Banco Central pero está claro que aquellos con el poder de emitir moneda saben que esto afectará al comercio internacional y la tentación de hacer devaluaciones competitivas para aumentar las exportaciones y el empleo es muy fuerte.

No estoy en posición de afirmar, que estos cambios en la cotización de las divisas fuesen un objetivo de los bancos centrales y no un efecto secundario de sus políticas de mantener la estabilidad de precios. Sea como fuere, lo que está claro, es que la Reserva Federal fue la más rápida y la más exitosa devaluando su moneda al comienzo de la crisis, lo que es probable que le haya ayudado a salir de la misma antes que los otros países. El Banco de Inglaterra es el que menos efectos ha provocado en los mercados de divisas con sus medidas de política económica pero ha conseguido mantener una tasa de cambio estable con el dólar a lo largo de toda la crisis incluso cuando el dólar se estaba devaluando contra el euro y el Yen.

El banco de Japón, ha realizado una devaluación muy potente desde finales de 2012, derivada no solo de la crisis financiera internacional sino motivada por factores internos especialmente el tsunami y la catástrofe nuclear de Fukushima de marzo de 2011.

El Banco Central Europeo, ha evitado durante toda la crisis efectuar medidas de aumento del balance debido a su posición como banco Central de 18 países diferentes y a la prohibición de financiar las cuentas públicas que figura en sus estatutos. Desde enero de 2015 lo está haciendo pero comprando deuda pública de forma proporcional al peso de cada país en su capital (lo que quizás no sea la mejor colocación posible) y manteniendo el riesgo de quiebra en los distintos Bancos Centrales Nacionales.

Bibliografía

Monetary Police Reports Federal Reserve 2007-2015

Niall Fergusson. *The ascent of money*. United states 2008

Bank of international Settlements Triennial Central Bank Survey Foreign exchange turnover in April 2013: preliminary global results Monetary and Economic Department.

Bank of international Settlements Triennial Central Bank Survey Foreign exchange turnover in April 2010: preliminary global results Monetary and Economic Department

V. Esteve María A. Prats Albentosa (2011) *La utilización de medidas de política monetaria no convencional frente a la crisis financiera internacional*. Universidad de Murcia

J. C. Berganza, I. Hernando y J. Vallés (2014) *Los desafíos para la política monetaria en las economías avanzadas tras la gran recesión*. Banco de España

Bernanke B. (2010) *Federal Reserve's exit strategy (2010) Testimony ante el Committee on Financial Services US House of Representatives, Washington, D.C.*

E. Pérez Asenjo, M. Silos Ribas *Credit Easing: la política monetaria de la Reserva Federal durante la crisis financiera*. (2010)

A. Millaruelo y A. del Río. *Las medidas de política monetaria no convencional del banco Central europeo a lo largo de la crisis*. Servicio de estudios del Banco de España