



Universidad
Zaragoza

Trabajo Fin de Grado

**Análisis comparativo de las políticas monetarias
aplicadas durante el periodo 2008-2016:
Eurozona, Estados Unidos y Japón.**

Autora

María Lasaosa Pera

Director

Jorge Bielsa Callau

Facultad de Economía y Empresa

2017

RESUMEN

Las políticas llevadas a cabo por los principales Bancos Centrales del mundo durante el periodo 2008-2016, principalmente Banco Central Europeo, Reserva Federal y Banco de Japón, han tenido como objetivo fundamental recuperarse de los efectos causados por la crisis financiera internacional. Los tres han tenido que hacer un cambio en la política monetaria y pasar a usar la no convencional por la ineficacia en el tipo de interés de intervención. La actuación de estas ha sido diferente, tanto por las herramientas usadas como por la intensidad y el momento. Una de las medidas comunes empleadas ha sido el aumento del balance, por medio de la compra de activos. Generalmente, han conseguido una tasa de inflación constante y reducida y una reducción del paro, pero el éxito en este último aspecto ha sido dispar.

Palabras clave: política monetaria convencional y no convencional, BCE, FED, BOJ.

ABSTRACT

The policies carried out by the main Central Banks of the world during the period 2008-2016, mainly the European Central Bank, the Federal Reserve and the Bank of Japan, have had as their main objective to recover from the effects caused by the international financial crisis. The three of them had to make a change in monetary policy and use the unconventional one since the intervention interest rates policy became inefficient. The performance of these mentioned banks has been different in the use of different tools, as well as their intensity and timing. One of the common measures used has been the increase in the balance, by way of purchases of assets. They have reached a constant and reduced inflation rate and a reduction in unemployment. However, when it comes to reducing unemployment, the success has been varied.

Keywords: conventional and unconventional monetary policy, ECB, FED, BOJ.

ÍNDICE

1. Introducción	3
2. Características y hechos recientes BCE, FED y BOJ (2008-2016)	5
2.1. Banco Central Europeo (BCE)	6
2.2. Reserva Federal (FED)	10
2.3. Banco de Japón (BOJ)	15
3. Aplicación de políticas monetarias	19
3.1. Sobre los tipos de interés	20
3.2. Sobre la Base Monetaria	22
3.3. Efectos de dichas políticas	24
4. Conclusiones	27

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

1. Introducción

Desde el inicio de la crisis financiera internacional en septiembre de 2008, la política monetaria de los principales bancos centrales ha tenido un carácter claramente expansivo. Tanto en el Banco Central Europeo, la Reserva Federal como el Banco de Japón (en adelante BCE, FED y BOJ respectivamente), se encuentran momentos de aplicación de medidas convencionales y no convencionales. La aplicación de estas últimas se debe a que cuando estamos en un momento de tipos de interés tan reducidos, el mecanismo de transmisión de política monetaria deja de tener efecto y debemos actuar de otra manera.

La aplicación de estas medidas viene dada principalmente por el problema del límite inferior del 0%, que se plantea cuando el tipo de interés oficial del banco central se encuentra en este nivel. Representaría un límite porque, cualquier intento de reducirlos aún más fracasaría. Este fracaso se debe, en primer lugar, a que los particulares prefieren tener efectivo antes que prestar sus fondos o mantenerlos depositados a un tipo negativo. Y, en segundo lugar, limita la capacidad del banco central para reducir más los tipos de interés reales.

Respecto a cómo actuar en estos casos, encontramos opiniones contrarias. Por un lado, tenemos la de Krugman (2012), que cuestiona seriamente la conveniencia de inactividad de los bancos centrales. Y, por otro lado, tenemos autores como Moosa (2014) que opinaba lo contrario. Una vez decidida la conveniencia de actuar, está claro que la aplicación de políticas no convencionales, cuando las convencionales han dejado de tener efecto, debían ser vistas como una extensión natural de estas últimas.

Los beneficios derivados de aplicar estas medidas aumentan con la gravedad de las perturbaciones económicas. Las medidas no convencionales también conllevan costes que suelen superar los beneficios en circunstancias normales. Costes manifestados como tensiones inducidas en operaciones del banco central y la exposición del balance del banco central al riesgo.

El objetivo de lo que desarrollamos en las páginas siguientes es entender y analizar una parte importante de las diferencias y características principales de las actuaciones de estos bancos centrales tras la crisis de 2008. Se pretende describir las características fundamentales de cada banco y analizar las políticas monetarias que han aplicado en este periodo de tiempo.

En el siguiente apartado se hace un análisis de los principales efectos directos e indirectos que estas políticas han tenido. Respecto a los primeros, analizamos si esas políticas han resultado realmente en variaciones del tipo de interés nominal. Y, respecto a los segundos, veremos qué efectos pueden observarse sobre la tasa de paro, un indicador sencillo a la hora de hacer comparaciones entre bancos pero que refleja muy bien la situación de la economía, a pesar de no ser consecuencia única de la aplicación de política monetaria. Y, por último, en el cuarto apartado recogemos una recopilación de información teórica y empírica de los apartados anteriores.

2. Características y hechos recientes BCE, FED y BOJ (2008-2016).

La política monetaria es el conjunto de acciones e instrumentos utilizados por los bancos centrales con el fin de influir en las variables monetarias, financieras y de la economía real. Sus objetivos, entre otros, son la estabilidad de precios y la moderación de las fluctuaciones económicas. Esto es algo que ha experimentado importantes cambios en la última década debido a la crisis. Para completar el marco institucional, tenemos al Fondo Monetario Internacional (FMI), que es el que da apoyo y proporciona asesoramiento y asistencia técnica en materia de política monetaria a los países de todo el mundo.

Partiendo de esa base común y tal y como dice el título del apartado, vamos a pasar a estudiar cada Banco Central por separado. Describiremos brevemente sus funciones y objetivos, las políticas que han ido aplicando y el momento en que lo han hecho. Aunque afrontan un problema inicialmente similar, comprobaremos que cada uno ha buscado la solución a su manera. También analizaremos la base monetaria de cada banco por separado donde se podrá ver claramente sus movimientos y la intensidad de estos.

2.1. Banco Central Europeo (BCE)

El Banco Central Europeo es el Banco Central de la Unión Europea, con sede en Frankfurt, Alemania. Es el encargado de aplicar la política monetaria en la zona euro desde 1999. Está compuesto por el Banco Central Europeo (BCE) y los Bancos Centrales Nacionales de los 19 Estados miembros.

Sus funciones están establecidas en el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea y especificadas en los Estatutos del SEBC y BCE, el cual se refiere más bien a los miembros de la UE que adoptaron el euro, al Eurosistema. Esta diferencia se mantendrá mientras existan países que no hayan adoptado el euro como moneda común.

En cuanto a las básicas, tenemos definir y ejecutar la política monetaria de la zona euro, operaciones de divisas, gestión de carteras y buen funcionamiento de los sistemas de pago. También es el encargado de las tareas relacionadas con la supervisión prudencial de las entidades de crédito. Otras funciones complementarias son el derecho exclusivo de autorización de emisión de billetes en la zona euro, elaboración de estadísticas, estabilidad y supervisión financieras y cooperación europea e internacional.

Su principal objetivo está enunciado en el apartado 1 del artículo 127 del Tratado “el objetivo principal del Sistema Europeo de Bancos Centrales, [...] será mantener la estabilidad de precios”. Apoyándose en las políticas económicas generales de la Unión con el fin de contribuir a la realización de los objetivos establecidos en el artículo 3 de la Unión Europea, estos son múltiples.

Entre otros, se incluyen el desarrollo sostenible de Europa, basado en un crecimiento económico equilibrado y la estabilidad de los precios, pleno empleo, mercado competitivo y progreso social. Incorporó objetivos como suplir los flujos de financiación del sistema financiero tras el inicio de la crisis y evitar que los problemas de liquidez derivasen en crisis de solvencia, además de poder establecer crédito a los agentes.

Por lo que respecta a la política monetaria convencional, el BCE desarrolla, en primer lugar, operaciones de mercado abierto. Son el elemento más importante y se utilizan para controlar los tipos de interés, gestionar la liquidez del mercado monetario y fijar el camino a seguir de la política monetaria. La diferencia entre las distintas clases de operaciones de mercado abierto radica en la periodicidad con que se practican en función de las

necesidades de liquidez existentes. A su vez, el Banco Central Europeo ofrece facilidades permanentes, cuyo objetivo es proporcionar y absorber liquidez a un día.

Por último, existe la obligación para las entidades de crédito de la eurozona de mantener unas reservas mínimas en los respectivos bancos nacionales. De esta manera se genera cierta estabilidad en los tipos y se reduce el déficit estructural de liquidez (BCE, 2016).

En cuanto al segundo tipo de instrumentos, los no convencionales, son desarrollados por la institución monetaria de manera temporal y excepcional. Cuando el BCE no consigue influir en los precios a través de los tipos de interés puede pasar a intervenir a través de estas medidas (Berganza, 2014). El principal receptor de estas suelen ser el sector bancario ya que, en Europa, a diferencia por ejemplo del sistema americano, las empresas obtienen el grueso de su financiación a través de créditos y no de los mercados de capitales.

Las medidas no convencionales por excelencia que usa el BCE son cuatro (2011). La primera es la inyección de liquidez a tipo de interés fijo con adjudicación plena, consistente en la asignación íntegra de la liquidez solicitada por las entidades de crédito. La segunda es la ampliación de la lista de activos de garantía admitidos, entendida como la flexibilización por parte del BCE a la hora de aceptar los activos que las entidades le entregan como garantía de las cantidades percibidas en concepto de préstamo. La tercera es la inyección de liquidez a un plazo más largo. Por último, la inyección de liquidez en moneda extranjera, así como la compra de valores en los mercados de renta fija pública y privada, más conocida como “quantitative easing”.

El BCE se preocupó por intervenir dotando de liquidez los bancos, al igual que hizo el BOJ. Utilizó sus habituales operaciones de financiación, pero flexibilizando el plazo y la cuantía. Estos programas resultan efectivos ya que redujeron el pánico entre los acreedores de distintos tipos de instituciones financieras y restauraron el funcionamiento de los mercados.

El BCE inició en 2009 la compra de bonos bancarios garantizados por activos de elevada calidad. Compra que se prolongó hasta mayo de 2010 con una cuantía total de 60 mil millones de euros. En 2010 anunció la compra de deuda pública en los mercados secundarios de los países sometidos a estrés financiero, cuyo volumen de compras ascendió a 208,7 millones de euros y fue esterilizado totalmente mediante operaciones semanales de drenaje.

En 2013 nos encontramos en una economía en recesión, aunque a finales de año alcanzamos unas cifras positivas de crecimiento que permitieron una leve capacidad económica. Este mismo año, el BCE empezó a ser partidario de las denominadas forward guidance, política de comunicación. El uso de estas responde a las necesidades de los bancos centrales de influir sobre las expectativas de los agentes (Banco de España, 2013).

En 2014 empezamos con una tasa de crecimiento en torno al 1%, cifra que se deteriora a finales de año, llegando a 2015 con una tasa muy reducida, que incluso llega a ser negativa. Hay una situación de bajo crecimiento en producción y precios, lo que indica un déficit en la demanda agregada. Este mismo año se anunció la introducción de operaciones de refinanciación a largo plazo, ofreciendo tasas fijas para crédito mediano a los bancos dispuestos a ofrecer crédito a la empresa privada. A mediados de este año se aprueba la compra de activos del sector privado, la quantitative easing.

Esta medida es la más innovadora y reciente adoptada por el Banco Central Europeo. Un recurso que ya habido sido utilizado tanto por la Reserva Federal como por el Banco de Japón de forma reiterada a lo largo de los años, sobre todo por este último. El padre del monetarismo Milton Friedman, ya recomendó en 1990 al Banco de Japón «comprar deuda a largo plazo y mantenerla». No obstante, en el seno de la Unión no se había adoptado hasta enero de 2015 debido a la singularidad del BCE como banco central de diecisiete estados independientes.

La compra de activos llegará en enero de 2015, donde se comprometerán 60 mil millones de euros al mes desde marzo hasta septiembre de 2016. En cuanto a los riesgos asumidos, serán compartidos entre los Bancos Nacionales y el Banco Central Europeo, el 80 y el 20 por ciento, respectivamente. El objetivo de esta compra es mantener el mercado neutro, ajustando la inflación, asignando las compras entre países y repartiendo las pérdidas a los BCN.

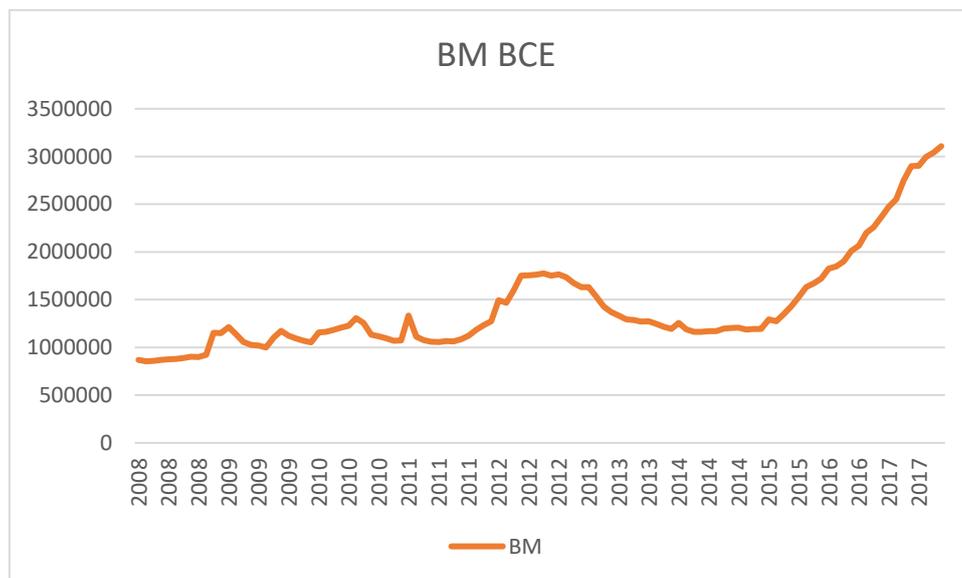
El BCE aumentó la compra de activos y comenzó a comprar deuda pública en países con problemas. La razón principal para adoptar un plan de compra de activos de este tipo fue utilizar varios canales nuevos para la transmisión de una política monetaria expansiva. El objetivo principal de Draghi era salvar el sector bancario europeo de sus problemas, actuando como prestamista de última instancia y tratando de evitar los problemas de liquidez del sistema bancario producidos a su vez por sus problemas de solvencia. Hay

que tener en cuenta que en Europa hay una mayor importancia del sector bancario en la financiación de las empresas (Casilda, 2012).

El año 2016 se inició con el temor de una nueva desaceleración mundial, reflejada en una amplia volatilidad de los mercados financieros. Continuaba el peligro de la inflación a niveles muy bajos y el riesgo de deflación era significativo. La ampliación del quantitative easing resultó eficaz para relajar las condiciones de financiación. Y debido a los buenos resultados de la política, (Draghi, 2017) anuncia en diciembre que amplía nueve meses más el programa de compra de activos para garantizar un apoyo más prolongado a las condiciones de financiación y asegurar un retorno sostenido de la inflación hacia el 2%.

En el Gráfico 1 pueden verse las consecuencias sobre la Base Monetaria de todas estas inyecciones de liquidez, sobre todo el aumento de créditos al sistema bancario. Puede decirse que, en general, la orientación de la política monetaria del BCE fue acomodaticia.

Gráfico 1: Evolución de la base monetaria en millones de euros (2008-2016).



Datos descargados del BCE y elaboración propia.

2.2.Reserva Federal (FED)

El Sistema de Reserva Federal de los Estados Unidos, con sede en Washington, fue creado en 1913 y es el encargado de la política monetaria de EEUU, con la idea de lograr un sistema monetario y financiero seguro, estable y flexible. Con su creación se buscaba el establecimiento de un Banco Central que se encargase de la política monetaria de los Estados Unidos.

La Reserva Federal realiza cinco funciones generales para promover el funcionamiento de la economía y el interés público. En primer lugar, lleva a cabo la política monetaria de la nación, con ello, consigue tener influencia sobre el crédito y las condiciones económicas, permitiéndole conseguir sus objetivos principales. En segundo lugar, promueve la estabilidad del sistema financiero para minimizar los riesgos a través de compromisos en los Estados Unidos y en el exterior.

En tercer lugar, promueve la seguridad y solidez de las instituciones financieras individuales y monitorea su impacto en el sistema financiero. En cuarto lugar, es un sistema de pago y liquidación de sistemas de seguridad y eficiencia a través de servicios a la industria bancaria y al gobierno de los EEUU, facilitando las transacciones y los pagos en dólares estadounidenses.

En quinto lugar, promueve la protección del consumidor y el desarrollo de la comunidad a través de la supervisión y examen enfocados en el consumidor, investigación y análisis de temas y tendencias emergentes de los consumidores, actividades de desarrollo económico y administración de los consumidores, leyes y regulaciones.

Sus objetivos son conseguir el máximo empleo, unos precios estables y tasas moderadas de interés a largo plazo.

En cuando a la política monetaria, como en todos, sus instrumentos se encuadran en convencionales (a través de la disminución del coste de los préstamos y el aumento en los plazos de estos) y no convencionales (que generaran un impacto puntual mayor). Las dos medidas que desarrolló la Reserva Federal, al igual que otros bancos como el de Japón, fueron la adopción de orientaciones explícitas sobre el comportamiento futuro de los tipos de interés a corto plazo o “forward guidance” y la “quantitative easing”, compra de títulos respaldados por hipotecas y de activos a gran escala.

En cuanto a las convencionales, además de la básica intervención en los tipos de interés, la FED lleva a cabo operaciones de mercado abierto, tipos de descuento y reservas mínimas. Las operaciones de mercado abierto se tratan de compra venta de instrumentos financieros, valores emitidos por el Tesoro, pero también por agencias federales o empresas públicas. La FED no elige quiénes son sus contrapartes, compra y vende al mejor precio, buscando así una forma de influir en la oferta de reservas bancarias (Cecchetti, 2009).

Tanto en EEUU como en la Eurozona, se observa un efecto significativo en la oferta de crédito de los bancos al reducirse el riesgo de liquidez como consecuencia de las mencionadas medidas extraordinarias. También los swaps bilaterales de la Reserva Federal y del BCE con otros bancos tuvieron un papel muy relevante en la fase álgida de la crisis. Los mercados financieros están tan globalizados que no es suficiente ofrecer liquidez en la propia moneda, por eso debían realizar operaciones de compra y venta en distintas monedas.

En definitiva, los bancos centrales al comienzo de la crisis llevaron a cabo medidas extraordinarias de provisión de liquidez. En la actualidad, estos programas de tomar prestado de los bancos centrales solo persisten en la zona euro, manteniendo la disfuncionalidad en algunos segmentos de su sistema financiero. Cuando la Reserva Federal busca incrementar las reservas, compra títulos y los paga a través de las cuentas que mantienen en ella los vendedores, mientras que cuando lo que busca es reducir las, vende los valores y se cobra de dichas cuentas (Dasgupta, 2009).

No obstante, la actividad normal es que la FED no busque ni aumentarlas ni reducir las de manera permanente. Comerciendo con ellas, influye sobre la cantidad de reservas bancarias, lo cual afecta al tipo interbancario por el que los bancos se prestan unos a otros. La mayoría de las operaciones de mercado abierto no buscan generar cambios en la política monetaria. Por el contrario, son llevadas a cabo diariamente para prevenir que aumente la tasa de interés de los fondos federales más allá de la tasa objetivo.

Entre las medidas no convencionales, la compra de activos a gran escala (LSAPs) y los títulos respaldados por hipotecas (MBS) son los dos instrumentos más utilizados por la Reserva Federal norteamericana (Esteve, 2011). El Comité Federal de Mercado Abierto ha utilizado durante los últimos años medidas de política no convencional para generar un estímulo económico apropiado. En particular, ha utilizado la compra de activos a gran

escala para generar una presión a la baja sobre los tipos de interés a largo plazo, así como una relajación de las condiciones para alcanzar más ágilmente los objetivos de política monetaria.

Puso en marcha el primer programa de quantitative easing (QE) desde el mismo momento del inicio de la crisis en 2008, con la adquisición de títulos LSAPs y MBS. Estas compras pretendían mejorar las condiciones de financiación a los agentes. Con esto, se diferencian de las operaciones llevadas a cabo por el BOJ, que estaban centradas en aumentar las reservas bancarias (Berganza, 2014). En los años 2008 y 2009, la FED compró alrededor de 1.7 trillones de dólares americanos de bonos del Tesoro a largo plazo y de valores respaldados con hipotecas, en un programa que fue conocido como Q1.

Consistía en medidas de apoyo a la liquidez. Su propósito fue el suplir los flujos de financiación del sistema financiero y, además, los bancos centrales trataban de evitar que problemas de liquidez derivaran en crisis de solvencia. La Reserva Federal se preocupó en intervenir directamente en los mercados de capitales y en 2009 prologó el programa de compra hasta marzo de 2010.

En noviembre de este año, la institución monetaria acordó una compra adicional. Que, debido a la lenta recuperación de la FED, en lugar de lo inicialmente anunciado, se comprometieron 600 billones americanos (la conocida como Q2) centrados en la compra de títulos de deuda pública.

Con los tipos bancarios cercanos a cero, el instrumento de “forward guidance” fue utilizado en agosto de 2011 como una herramienta para influir sobre los tipos de interés a largo plazo y, sobre las condiciones del mercado. Esta política alcanza sus efectos a través de su influencia sobre las expectativas de mercado acerca del futuro de los tipos de interés. Como resultado de estas políticas, los valores del Tesoro cayeron entre una y dos décimas porcentuales. A pesar de que no parezca un gran cambio, en términos de política monetaria supuso una gran caída. Por su eficacia, se ha convertido en la herramienta estrella hasta el punto de que, a partir de agosto de 2011, se ha prolongado dos veces más.

El comité federal de mercado abierto, en septiembre de 2011, pone en marcha la operación Twist, de adquisición de bonos con vencimiento a largo plazo para reemplazarlos por bonos con vencimientos inferiores, restauración de la cartera de deuda pública.

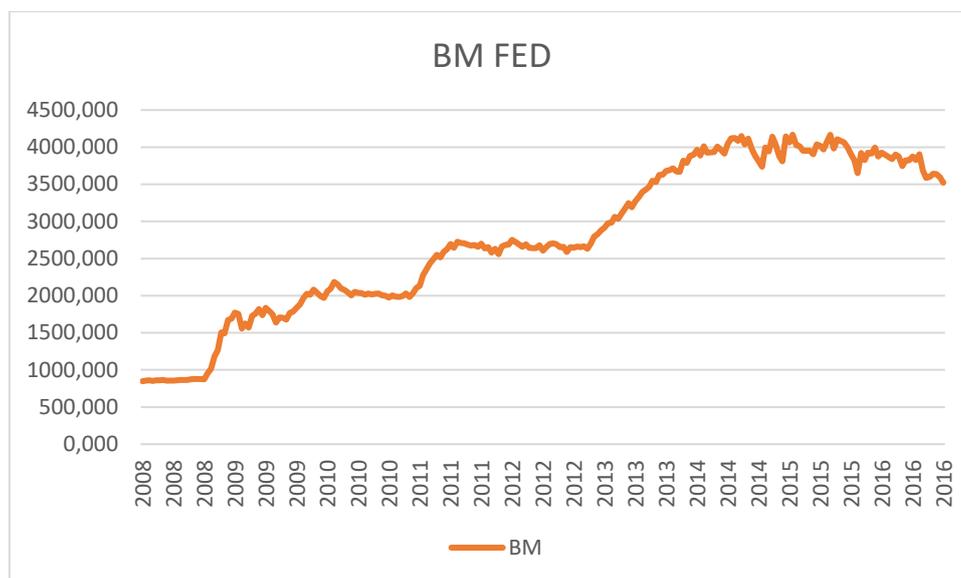
En 2012 se aplicó una tercera ronda (conocida como Q3), todavía en vigor, que se inició con compras de MBS y se amplió a bonos del tesoro a partir de enero de 2013. Sin embargo, en septiembre de ese mismo año declaró que sería hasta 2015. Y es que, conservará esta política por un tiempo considerablemente extenso hasta que la recuperación económica se refuerce. En otras palabras, prolongará los tipos a corto plazo bajos incluso cuando la economía se recupere, con el objetivo de asegurarse de que tal recuperación produce sus frutos.

En diciembre de 2013 anunció la disminución del ritmo de compras netas de activos a partir de principios de 2014, reduciendo 10 mm de dólares mensuales, debido a la gradual mejoría en el mercado de trabajo y de los posibles riesgos de estabilidad financiera especialmente. Tras casi seis años con los tipos de intervención situados en niveles cercanos a cero y con numerosos estímulos no convencionales todavía en vigor, en 2014 ya se percibe la proximidad de la normalización monetaria en las economías en las que, como en Estados Unidos y el Reino Unido, el proceso de recuperación parece más afianzado (Berganza, 2014).

La finalización de este programa no significa que se ponga punto final a la política de apoyo a los activos globales proporcionada por la FED en los últimos años. A pesar de que las compras directas terminen, hace tiempo que los activos que más se estaban beneficiando de su aplicación ya no responden a las compras dentro del programa Q3 (Pozzi, 2013).

El proceso de recuperación en 2014 parece más afianzado. El aumento de base ha sido a través de la compra de bonos del Tesoro estadounidense. Con la aplicación de medidas no convencionales como la quantitative easing, el balance aumentó comparativamente más que en el BCE, como veremos más adelante.

Gráfico 2: Evolución de la base monetaria en millones de dólares (2008-2016).



Datos descargados de FRED y elaboración propia.

Podemos observar en el Gráfico 2, que los mayores aumentos de base monetaria se dan en 2008, 2011 y 2013, que corresponden a los momentos de aplicación de las 3 QE. La FED prestó apoyo directamente al sector privado a través de la compra de papel comercial sin garantías, lo que suponía obviar a los intermediarios financieros. Proporcionó una gran facilidad de liquidez, rescatando instituciones en riesgo para que la confianza volviera sobre todo en el mercado interbancario y que el dinero volviese a fluir.

2.3. Banco de Japón (BOJ)

El Banco Central de Japón, fundado en 1882, tiene su sede en Tokio. Se creó para estabilizar el sistema monetario que se encontraba en un momento de descontrol y lograr un posterior desarrollo del país. Es el encargado de la aplicación de la política monetaria y su control, así como la fijación de los principios para el desarrollo de operaciones bancarias.

En cuanto a sus funciones, en primer lugar, es la encargada de los servicios relativos de pago, para que se lleve a cabo un uso conveniente del dinero. Garantiza la circulación de billetes en todo el país, previene la falsificación con el objeto de promover la seguridad del sistema. En segundo lugar, desarrolla la política monetaria a través del principio de estabilidad de precios, tanto en el medio como en el largo plazo, contribuyendo al desarrollo de la economía nacional.

En tercer lugar, garantiza la estabilidad del sistema financiero, dando seguridad a las transacciones. La clave para ello es realizar una gestión adecuada de los riesgos en el desarrollo del negocio. Y, en cuarto lugar, ofrece al Gobierno asistencia en servicios financieros relacionados y favorece las relaciones financieras entre Gobierno e instituciones financieras.

El objetivo principal, cuando se creó el banco, era llevar al país un modelo de sistema monetario similar al de los países más occidentales. Estos objetivos han ido modificándose con el paso del tiempo y el transcurso de los hechos, en la última reforma se introdujeron los principios de independencia y transparencia del Banco de Japón, algo que ya había adoptado el BCE y la FED. Con la llegada de la crisis, el BOJ añadió el objetivo de suplir los flujos de financiación y evitar crisis de solvencia, al igual que hizo el BCE (Berganza, 2014). Estos objetivos se complementan con la estabilidad de precios y un sistema de pago accesible y estable.

En cuanto a la estrategia de política monetaria, el Comité de Política Monetaria es el que analiza la situación económica y financiera y decide la política más apropiada a través de las operaciones de mercado monetario. Al igual que en las dos instituciones anteriores, utilizan instrumentos convencionales y no convencionales.

En cuanto a las convencionales, desarrolla operaciones de mercado abierto con el objetivo de ayudar a las instituciones financieras y que esto repercuta sobre las familias y los

consumidores. Diversos instrumentos pueden ser utilizados para aportar liquidez temporal al mercado, como las compras de pagarés y facturas del gobierno bajo operaciones de recompra.

Dentro de las operaciones de mercado abierto diferenciamos dos clases. La primera, llamada “operación de suministro de fondos” consiste en que el Banco provee de los mismos a las instituciones financieras a través de préstamos respaldados con garantías. El segundo tipo, las “operaciones de absorción de fondos”, consisten en la operación contraria a través de la cual el Banco los absorbe (Bernanke, 2003).

A su vez, el Banco de Japón lleva desde los años 90 desarrollando políticas monetarias no convencionales, siendo el primer banco que introdujo la política de “quantitative easing”. La puesta en marcha de esta estrategia se ha llevado a cabo en tres fases: un compromiso de mantenimiento de los tipos al cero por ciento hasta el final de la deflación; un significativo aumento del balance del Banco; y, una modificación de la estructura de balance a través de la adquisición de valores de deuda pública japonesa a largo plazo. Existe miedo por aplicar sus políticas por el riesgo de la evolución de economías emergentes exportadores de materia prima, la actividad y los precios de Europa (Nudelsman, 2013).

En octubre de 2009, el Banco tomó varias decisiones en relación con las operaciones de mercado abierto sobre el uso de unos métodos más efectivos que se ajustasen a los cambios en los mercados. Hacia mediados de 2010, el BOJ desarrolló operaciones de oferta de fondos para conseguir que la financiación se extendiera en el tiempo. Desde este momento ha estado aportando liquidez principalmente a través de este tipo de operaciones. En octubre de este año amplió el volumen y el tipo de activos a comprar, aunque siguió concentrado en activos de pequeña duración, cuyo objetivo es duplicar la base monetaria del Banco.

Las operaciones iniciadas a finales de 2010 se encuadraron dentro del “Comprehensive Monetary Easing”. Como el propio nombre indica, se compró una amplia gama de activos, no solo bonos del gobierno sino también bonos corporativos y acciones, con el objetivo de disminuir directamente la curva de tipos a tres años. A su vez, en febrero de 2012, casi al mismo tiempo que la FED adoptaba su objetivo inflacionista, el Banco de Japón introdujo el objetivo de estabilidad de precios en el largo plazo, anunciando que fijaría un tipo anual del IPC de un 1%. A pesar de que estas medidas apoyaban la

economía, fueron incapaces de cambiar las expectativas deflacionistas entre las empresas y consumidores (Linde, 2014).

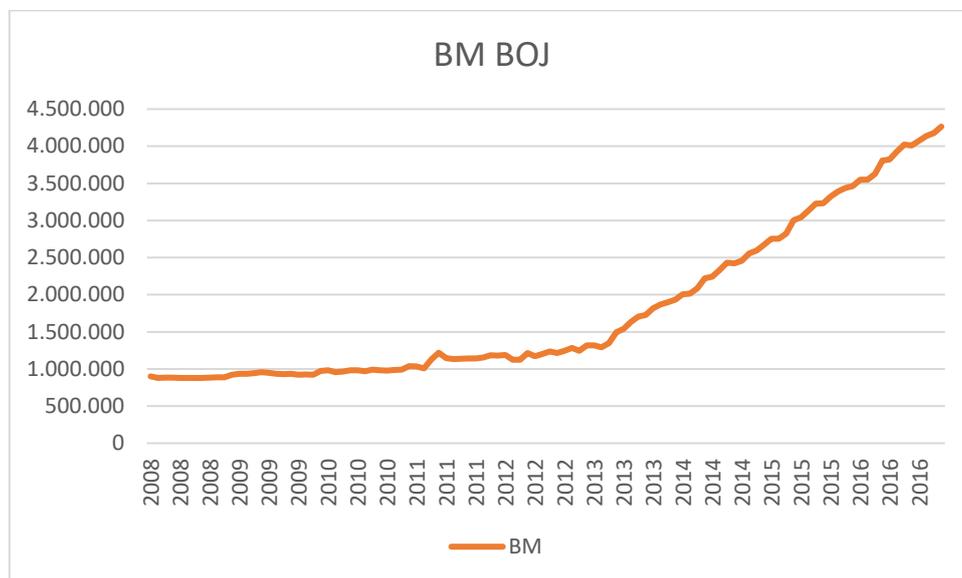
En primavera de 2013, aplica un programa de compra de activos financieros (bonos públicos y corporativos y activos de renta variable e inmobiliarios), a través del cual aumentaba la compra de bonos japoneses por valor de 50 trillones de yenes, extendiendo su vencimiento de tres a siete años. Finalmente, en octubre de 2014, coincidiendo con el anuncio de la FED de acabar con su programa de compra de activos, el BOJ ajustaba su propio programa.

Empezando en el 2015, la institución monetaria aumentará su balance en un 15% de su Producto Interior Bruto (PIB) anual, y extenderá el vencimiento medio de sus bonos de siete a diez años (Rey, 2015). En octubre de este año, elevó el importe anual de las compras. Adoptó medidas adicionales de carácter expansivo para continuar con su ambicioso programa de expansión monetaria.

Hacen un reajuste del rumbo de la quantitative and qualitative easing, introducen 2 modificaciones. La primera es la reorientación del centro de gravedad de la estrategia monetaria y hacia el control de la curva de tipos de interés. El segundo ajuste va relacionado con el esfuerzo del objetivo de inflación, que se compromete a expandir la base monetaria hasta que la tasa de inflación exceda el 2%.

En enero de 2016 supuso la adopción de los tipos de interés negativos sobre las reservas bancarias. Sin embargo, esa política no ha logrado el objetivo de inflación del 2% anual. Tampoco la inflación subyacente ni las expectativas de inflación han aumentado hacia ese 2%. Tras una continua ampliación de la base monetaria durante casi dos décadas de alternancia entre deflación y baja inflación (Rey, 2015), el Banco de Japón reanuda en 2013 con ese ambicioso programa de expansión monetaria, como puede observarse en el Gráfico 3. Se ve claramente la evolución de la base monetaria, teniendo en cuenta que lleva realizando aumento constante de base desde mucho antes que los otros dos bancos, y en 2013 empieza a crecer más rápidamente.

Gráfico 3: Evolución de la base monetaria en millones de yenes en el periodo de estudio (2008-2016).



Datos descargados del BOJ y elaboración propia, 100 million yen.

3. Aplicación de las políticas monetarias.

Una vez que conocemos las características y decisiones tomadas por cada banco central por separado, nos vamos a centrar en comparar las políticas para terminar comparando las consecuencias. Partimos de la idea de que cada banco central tiene la posibilidad de aplicar política monetaria convencional o no convencional. La primera actúa alterando los tipos de interés, y en la segunda con movimientos en la base monetaria.

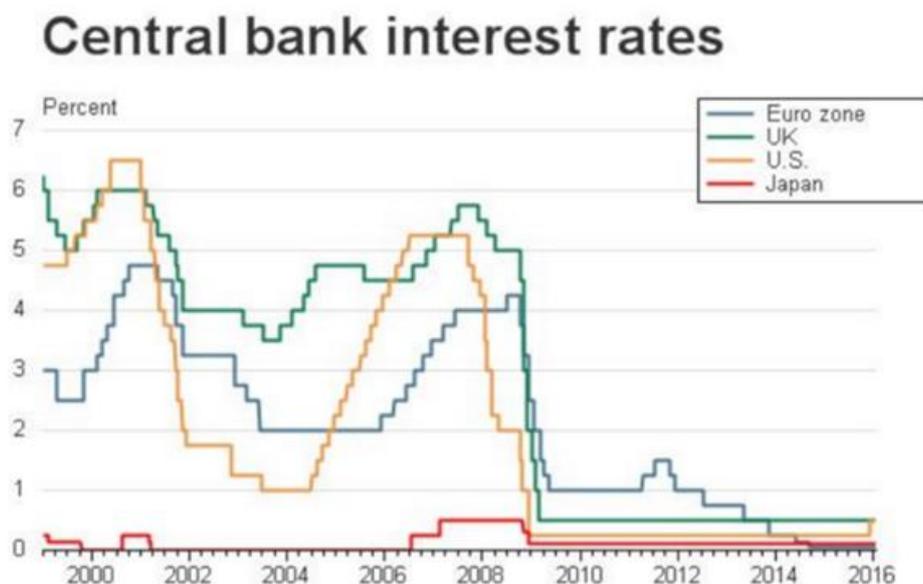
Desde los años 90 todos los Bancos Centrales se dedicaban a manejar exclusivamente el tipo de interés de intervención y los cambios en la Base Monetaria eran únicamente resultado de dicha intervención. Con la llegada de la crisis en 2008, los Bancos Centrales empezaron a hacer movimientos en la Base, pero no con modificaciones en el tipo de interés, ya que este estaba próximo a cero y no se podía bajar más. Los incrementos de la Base se deben a la aplicación de la conocida como “quantitative easing”, dentro de las políticas no convencionales, que antes no se aplicaban.

Hemos dicho que los bancos empezaron a aplicar esta medida no convencional con la llegada de la crisis. Pero este no fue el caso de Japón, que como hemos visto anteriormente, ya venía aplicando esta medida desde los años 90, también porque la crisis llegó antes.

Ahora vamos a ir por partes, primero viendo las modificaciones de los tipos de interés al aplicar política monetaria convencional, luego los movimientos en la base monetaria al aplicar política monetaria no convencional y, por último, veremos las consecuencias que ha tenido la aplicación de estas medidas fijándonos en la tasa de paro, una medida que a grandes rasgos permite comparar perfectamente los resultados de las políticas de estos tres bancos.

3.1. Política monetaria sobre los tipos de interés.

Gráfico 4: Evolución tipos de interés de los Bancos Centrales



Fuente: Thomson Reuters Datastream. Reuters graphic/Scott Barber 1/29/2016

Como hemos dicho antes, los tipos de interés se alteran con la aplicación de medidas convencionales. Los cambios que han tenido cada uno de estos bancos son distintos, pero la evolución ha sido común.

Según los datos recogidos en Global-rates, el tipo de interés del BCE ha sufrido más alteraciones: en octubre de 2007 se situaba en un 3,75%, se va reduciendo hasta 2011, donde tiene un repunte que dura poco, y vuelve finalmente a caer hasta alcanzar cifras por debajo del 1%. Fue en marzo de 2016 donde tocó la barrera del 0%, cifra que se maneja en la actualidad.

En cuanto al tipo de interés de la FED, en marzo de 2008 estaba a un 2,250%. La llegada de la crisis hizo que este se fuese reduciendo hasta alcanzar su valor mínimo en diciembre de 2008, un 0,250%. A partir de ahí ha ido aumentando lentamente, alcanzando el 1% en marzo de 2017.

Por último, el tipo de interés del BOJ, antes de la crisis ya se sitúa en valores por debajo del 1%. La llegada de ésta hace que rápidamente llegue al 0% e incluso que alcance valores negativos, -0,1%.

La evolución conjunta de todos ellos la tenemos en el Gráfico 4. A mediados de 2008 aplican una política monetaria convencional que hace que hayan tenido unos valores reducidos estables hasta el momento. Pero en 2011 observamos una diferencia en el BCE respecto a la FED y BOJ. Cuando Trichet creyó solventada la crisis, llevó a cabo una subida de tipos ante el temor a un repunte de la inflación, pero la economía se encontraba en una frágil recuperación y muchos analistas alertaron de que no era una medida adecuada.

Esta subida fue una mala decisión. Coincidió con el cambio de presidente, salida de Trichet y entrada de Draghi, en noviembre de 2011. A estos analistas no les faltó razón, ya que rápidamente volvieron a bajar hasta alcanzar el 0% (Boletín Internacional de Investigación Sindical, 2011).

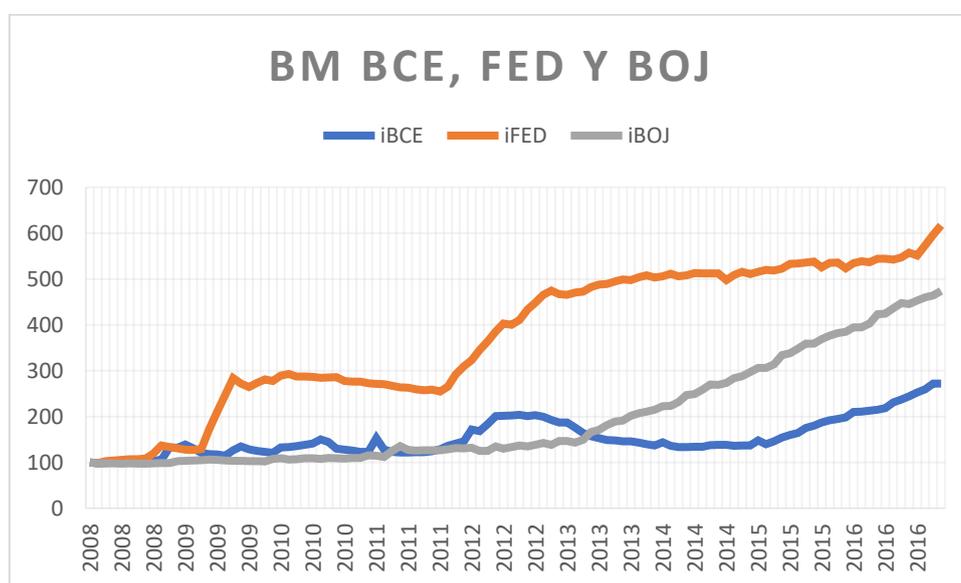
En cuanto a la FED, no hay mucho que analizar ya que, tras la bajada de 2008, los tipos se han mantenido estables sin grandes alteraciones. Y el BOJ, ya partía de una situación un poco distinta debido a que antes de la crisis ya tenía valores muy reducidos.

Con la inflación bajo control, actualmente, el interés de los gobiernos es incentivar el crecimiento económico. Para ello, las principales economías del mundo desarrollado han decidido prestar dinero casi gratis, bajando los tipos de interés a mínimos históricos. En casos extremos, como el de Japón, los bancos centrales tienen los tipos de interés en negativo.

3.2. Política monetaria sobre Base Monetaria

Para comenzar, se va a hacer la transformación a números índice, para así poder comparar todos los Bancos Centrales a la vez y se toma como referencia el año 2008, haciendo que los valores siguientes indiquen si se ha producido un aumento o no, y el tamaño de este. Que un Banco Central esté por encima de otro, no indica que su tamaño sea mayor, sino que se ha producido un aumento más grande desde la fecha en términos porcentuales.

Gráfico 5: Evolución de la base monetaria en números índice para BCE, FED y BOJ



Base datos BCE, FRED y BOJ. Elaboración propia.

Recordamos que los efectos en la base monetaria vienen principalmente causados por los resultados de aplicar política monetaria no convencional, a la que han recurrido los tres bancos centrales, especialmente la FED. Los programas monetarios ejecutados por parte de los principales bancos centrales han provocado que la Base Monetaria haya pasado de 2,5 billones a más de 7 billones, lo que representa que se haya expandido por tres. La liquidez actual de los mercados financieros se debe tratar con cautela y debe retirarse poco a poco si no quiere producirse un tensionamiento en los mercados financieros.

A primera vista, en el Gráfico 5, vemos que el BCE tiene una trayectoria ligeramente creciente pero que en 2013 se rompe. Para la FED hay tres etapas, la primera de 2008 a

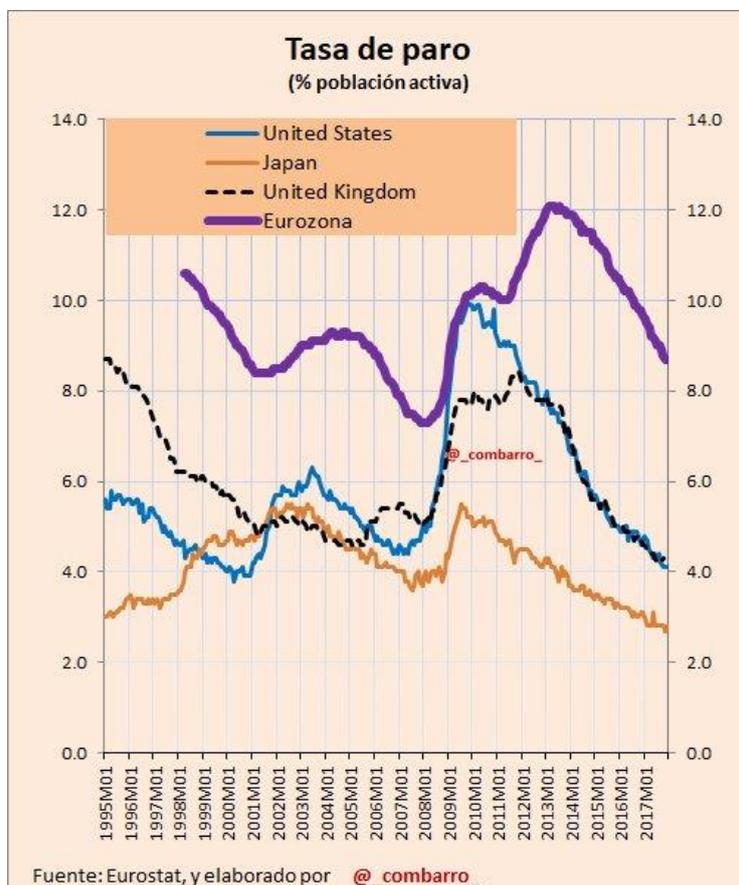
2009, de 2009 a 2012 y la última, de este en adelante. Para el BOJ podría decirse que hay dos etapas que coinciden con las del BCE.

Para todos ellos, las etapas de crecimiento más acentuado corresponden con la aplicación de la quantitative easing. El Banco de Japón ha sido el más agresivo en la compra de activos respecto al PIB. Pero fue la FED la que realizó el mayor número de compras directas sobre los activos totales (Rey, 2015).

El principal problema lo vemos en el BCE, el cual tardó más tiempo en tomar la decisión de aplicar la “quantitative easing” y lo hizo de forma más reducida e insegura. Esto es lo que ha provocado que, en comparación con los otros dos bancos, haya tenido una recuperación claramente más lenta.

3.3. Efectos de dichas políticas

Gráfico 6: Evolución del paro de las zonas a las que pertenecen los Bancos Centrales.



Fuente Eurostat, elaborado por @_combarro_

De entre todos los efectos que puede causar la aplicación de política convencional y no convencional, uno de los más importantes es el que se produce sobre el paro. El desempleo es resultado de un impacto negativo, profundo y particularmente sostenido sobre el PIB, causado, en primer lugar, por la Gran Recesión, que afectó a todas las economías avanzadas y, en segundo lugar, por la crisis de deuda soberana, que hizo que las pérdidas de empleo se concentraran en países con mayores tensiones financieras. (Draghi, 2014).

El porqué del análisis de la tasa de paro es porque es un efecto cuya medida es perfectamente comparable entre países, sin necesidad de realizar grandes transformaciones, y donde podemos observar los efectos que han provocado, no

únicamente la aplicación de estas políticas, sino también la evolución de la economía en su conjunto. Lo que debe quedar claro es que la evolución del paro no es consecuencia única de la aplicación de política monetaria, sino que también es resultado de los efectos que tienen los elementos que la perturban.

Lo que sí que es propio de estas medidas es su objetivo principal, la reducción del paro., y lo podemos observar en el Gráfico 6, donde todos los países han conseguido una reducción de este tras el aumento por la recesión. Las aplicaciones de estas políticas y los resultados han sido distintos en cada país. En la eurozona partíamos de un paro más elevado que el resto de los países. Además del incremento de 2008, en la zona euro aumenta el paro en 2011, y el país que tiene una tasa de paro más elevada es España, junto a los tres países que fueron rescatados por la UE. Este segundo aumento no toca techo hasta abril de 2013. Esta divergencia se debe a una segunda perturbación específica de la zona euro y derivada de la crisis de deuda soberana, que dio lugar a seis trimestres de recesión.

No podemos culpar únicamente a la política monetaria de lo que pasó en 2013. “Entre 2010 y 2014, fruto del desconcierto económico provocado por la crisis y de la ideologización de la economía, una ola de despropósito económico arrasó Europa. Los tres santones liberales que controlaban la economía europea, Trichet-BCE, Schäuble-Alemania y Lagarde-FMI, se empeñaron en que la solución a los problemas económicos vendría por la deflación salarial y por la eliminación del déficit público, y embarcaron a la Unión Europea en una política fiscal restrictiva, bajo el eufemismo de “consolidación fiscal”, que terminó provocando una segunda crisis económica en Europa.” (Hierro, 2018).

En la crisis anterior, tras la quiebra de Lehman, todas las economías de la zona euro se vieron afectadas, pero no ocurre lo mismo en esta pequeña recesión, donde las pérdidas de empleo se concentraron casi exclusivamente en países que soportaban tensiones en el mercado de deuda pública (Draghi, 2014).

Para Yellen, el paro ha sido cómodo de reducir con la bajada de tipos, algo que le está funcionando muy bien. La mejora sustancial en el mercado laboral, desde que se introdujo el programa de compra, continúa viendo suficiente potencial en la economía para apoyar el progreso hacia el máximo empleo en el contexto de la estabilidad presupuestaria sin necesidad de continuar con estas medidas (Pozzi, 2017).

En Japón, el paro aumenta rápidamente entre 2008-2009, pero de ahí empieza a reducirse hasta en 2016 situarse en valores por debajo de los anteriores a la crisis, un 3,1%. En conclusión, todas tienen un aumento de la tasa de paro en 2008 con la gran recesión, pero el que menos lo sufre es Japón.

Para concluir, podemos decir que tanto EEUU como Japón han logrado sus objetivos reduciendo su paro a una altura por debajo de la que iniciaron 2007, pero la eurozona aún no ha llegado a ese punto. Las políticas aplicadas por estos bancos, por lo tanto, han servido en EEUU y Japón, les han permitido reducir su desempleo y situarse en tasas de desempleo más reducidas que antes de la crisis y continúan decreciendo en el momento.

En Europa, las políticas no han sido suficientes o no se han hecho en el momento adecuado. Es verdad que fue el Banco Central que más tardó en aplicar las políticas y que esto ha podido hacer que tenga una recuperación más lenta. Está en proceso de reducción, pero será una trayectoria lenta y pausada, fruto también de las políticas aplicadas dentro de cada país.

4. Conclusiones

La actuación de tres de los principales bancos centrales (BCE, FED y BOJ) tras la llegada de la crisis ha sido diferente en cuanto a la intensidad y momento de la intervención. En ese contexto, el objetivo de este trabajo ha sido analizar y estudiar el comportamiento de estos tres bancos en la aplicación de sus políticas monetarias, así como comparar los efectos que estos han causado en la economía real. El objetivo último es saber si han sido capaces o no de alcanzar sus objetivos: estabilizar el crecimiento de los precios y contribuir a la recuperación económica. Al mismo tiempo, el análisis comparado permite valorar cuáles han tenido más éxito en la consecución de esos objetivos, es decir, cuáles han sabido elegir mejor la intensidad y el momento adecuados para actuar.

Los tres bancos centrales llegaron a 2008 con un tipo de interés interbancario que se situaba cerca del límite inferior, lo que hizo que todos ellos pasasen antes o después a aplicar una política monetaria no convencional, particularmente la “quantitative easing”. La aplicación de esta política conlleva un aumento de la base monetaria que fue generalizada en todos los bancos, aunque la FED fue la que más compras realizó y el BOJ quien actuó de manera más agresiva. Por su parte, las políticas no convencionales en la zona Euro han sido en general más tarde y de una intensidad menor.

El tipo de interés en todos ellos se ha mantenido estable en niveles bajos desde que se aplicó la política, a excepción del BCE que en 2011 llevó a cabo una subida de tipos que contribuyó a frenar la recuperación en algunos países o a retomar la recesión en otros dentro de la zona Euro. Ese periodo fue breve ya que al poco tiempo el BCE volvió a bajar los tipos de intervención. Si a eso sumamos que el BCE fue el que más tarde había actuado reduciendo tipos tras la crisis de 2008, podemos afirmar que el tipo de interés medio tras la crisis ha sido en general más alto en la zona Euro que en las otras dos economías.

Aun sabiendo que la actividad económica responde también a otros factores, no únicamente a la forma de aplicar política monetaria, nos hemos planteado observar los resultados de esas políticas a través de la comparación de la tasa de paro en cada una de las tres economías. En ese contexto, la FED ha tenido unos resultados notables. Su política monetaria ha reducido su tasa de paro hasta niveles inferiores a los de antes de la crisis. Otro tanto puede decirse del BOJ, teniendo en cuenta que Japón siempre ha tenido un

paro muy reducido. En este caso, la conclusión más importante es que a pesar de sus agresivas políticas monetarias, no ha habido un aumento de la inflación.

En cuanto a la zona euro, no podemos decir que haya tenido un resultado positivo. Partíamos de unos niveles de desempleo mucho más elevados que los otros dos países y, con el retraso en la actuación inicial y con el error cometido en 2011 que acabamos de mencionar, volvimos a tener un pico de aumento en el paro que volvió a bajar posteriormente, pero sin alcanzar unos resultados tan contundentes como los otros dos. Se puede decir que la tardanza y la menor intensidad de las políticas monetarias del BCE están detrás de una parte de esa tasa de paro diferencial.

Nos encontramos por tanto en un momento de incertidumbre, ya que excepto el BOJ ocasionalmente, ningún otro banco había tenido que recurrir al uso de políticas monetarias no convencionales hasta este episodio. Por otra parte, no se sabe si el uso de estas políticas no convencionales tendrá algún efecto negativo en el largo plazo. Algunos autores apuntan la posibilidad de que estas compras masivas de activos financieros puedan influir en una sobrevaloración sustancial de los mismos.

Podemos concluir que hay objetivos comunes que sí que se han logrado en general como ha sido la estabilización de los mercados financieros y una inflación controlada. La gran pregunta que queda ahora es que ocurrirá cuando se abandonen estas políticas no convencionales y se trate de recuperar tipos de interés más acordes con los existentes en situaciones normales. En definitiva, lo que queda por averiguar es cuál va a ser la nueva normalidad tras estos años de políticas monetarias excepcionales.

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

BCE BOLETIN MENSUAL (julio 2011): las medidas no convencionales del BCE: impacto y retirada gradual. Banco Central Europeo.

BCE EUROSISTEMA (2011): La política monetaria del BCE. Banco Central Europeo: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/monetarypolicy2011es.pdf?2604e7ff4324294f011d0de527bb03ef>

BCE (EUROSYSTEM): Key ECB interest rates. European Central Bank: https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.en.html

BCE EUROSISTEMA (2016): ¿Qué son las reservas mínimas obligatorias? https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me/html/minimum_reserve_req.es.html

BCE INFORME ANUAL (2011): Informe Anual . Banco Central Europeo: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2011es.pdf?cf2da8fe4fd469d77a41b2e5a2e7a012>

BCE INFORME ANUAL (2016): Informe Anual. Banco Central Europeo: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2016es.pdf?24da2916b47d6f43dcffaedfb6e0a87b>

BERGANZA, J.C; HERNANDO, I; VALLÉS, J. (2014): Los desafíos para la política monetaria en las economías avanzadas tras la gran recesión. Documentos ocasionales (N.º 1404), Banco de España.

BERNANKE, B. (2003). Some Thoughts on Monetary Policy in Japan. Comunicación presentada en el congreso anual de Japan Society of Monetary Economics, mayo, Tokyo.

BOJ, Monetary Base, data. Bank of Japan: <http://www.boj.or.jp/en/statistics/boj/other/mb/index.htm/>

BOLETIN INTERNACIONAL DE INVESTIGACIÓN SINDICAL (2011): Crisis: causas, perspectivas y alternativas. Oficina Internacional del Trabajo, Ginebra (vol 3, num 1).

BORIO, C; DISYATAT, P (2009): Unconventional monetary policies: an appraisal. BIS Working Papers, BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS.

CASILDA, R (2012): El papel del Sistema financiero. Cinco Días.

CECCHETTI, S.G., (2009). Crisis and responses: The Federal Reserve in the Early Stages of the Financial Crisis. Journal of Economic Perspectives volume 23, Washington.

DASGUPTA, S. (2009): Comment on Luigi Zingales: Why Not Consider Maximum Reserve Ratios?. The Economists.

DRAGHI, M (2014): El desempleo en la zona del euro. Discurso de Mario Draghi, presidente del BCE Simposio anual de bancos centrales en Jackson Hole.

DRAGHI, M; CONSTÂNCIO, V. (2017): Conferencia de prensa, comunicado preliminar. Banco Central Europeo, Eurosistema.

ESCARDA, A (2018): Los bancos centrales apuestan por subir tipos de interés y descargar balances. Agencia EFE.

ESTEVEN, V; PRATS, M.A. (2011): La utilización de medidas de política monetaria no convencional frente a la crisis financiera internacional.

EUROPEAN CENTRAL BANK: Base money. Statistical Data Warehouse: https://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do;jsessionid=C8F4827C8B4BCFF1A3562F7CB06C7A94?SERIES_KEY=123.ILM.M.U2.C.LT00001.Z5.EUR&resetSettings.x=0&resetSettings.y=0&start=&end=&trans=N

FRED: Monetary Base; total. Economic Research: <https://fred.stlouisfed.org/series/BOGMBASE>

GLOBAL RATES: Bancos centrales, relación de los tipos de interés actuales: <http://es.global-rates.com/tipos-de-interes/bancos-centrales/bancos-centrales.aspx>

GROS, D; ALCIDI, C; GIOVANNI, A. (2012): Central Banks in Times of Crisis: The FED versus the ECB. Policy Department A: Economic and Scientific Policies, European Parliament IP/A/ECON/NT/2012-04, PE 475.117.

HIERRO, L.A. (2018): Sobre el origen de ese error llamado regla de gasto. Blog Expansion, Rife.

KRUGMAN, P. R. (2012): ¡Acabad ya con esta crisis! Ed. Crítica.

LINDE, L.M (2014): La política monetaria en las economías avanzadas. Foro de la Nueva Economía, Banco de España.

LÓPEZ, S; del RIO, P (2013): el uso de la orientación de expectativas o forward guidance. Banco de España, Boletín económico.

MOOSA, I. A. (2014): Quantitative easing as a highway to hyperinflation. World Scientific Publishing Company Pte. Limited.

NUDELSMAN, S (2013): Implicaciones de la crisis financiera y económica global en América Latina: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0301703613719059>

POZZI, S (2013): La reserva Federal empieza a retirar los estímulos a la economía. El País. POZZI, S(2017): La Reserva Federal de EEUU sube los tipos de interés y los saca de la “zona cero”. El país.

R. PAMPILLÓN (2012): Impresionante expansión de la Base monetaria. ECONOMY WEBLOG.

REY, D; GÓMEZ, A; REFOJO, A. (2015) La política monetaria: actuación de la FED, BCE, BOE y BOJ y su impacto en los activos financieros. BOLSA DE BARCELONA, SERVICIO DE ESTUDIOS.

STATISTA (2018): Porcentaje de la población activa que se encontraba en paro en Japón de 2007 a 2016. STATISTA, EL PORTAL DE ESTADÍSTICAS.