GRADO EN ECONOMÍA

2016/2017

TRABAJO FIN DE GRADO

La nueva estrategia del BCE (Expansión Cuantitativa)

The new strategy of the ECB (Quantitative Easing)

AUTOR: CRISTIAN COBO TORRES

TUTOR: VALERIANO MARTÍNEZ SAN ROMÁN

FEBRERO DE 2017

ÍNDICE

1 RESUMEN 5

2 INTRODUCCIÓN 6

3 BANCO CENTRAL EUROPEO (BCE) 7

3.1 CONCEPTO 7

3.2 OBJETIVOS 7

3.3 INSTRUMENTOS DE POLÍTICA MONETARIA 8

4 SISTEMA DE LA RESERVA FEDERAL (FED) 9

4.1 CONCEPTO 9

4.2 OBJETIVOS 10

4.3 INSTRUMENTOS DE POLÍTICA MONETARIA 10

5 EXPANSIÓN CUANTITATIVA 11

5.1 CONCEPTO Y OBJETIVO 11

5.2 LA EXPANSIÓN CUANTITATIVA DE LA RESERVA FEDERAL 11

5.2.1 ANALÍSIS DE LOS RESULTADOS 13

5.2.1.1 Tasa de crecimiento del PIB 13

5.2.1.2 Tasa de desempleo 14

5.2.1.3 Tasa de inflación 15

5.2.1.4 Tipo de cambio Dólar/Euro 16

5.2.1.5 Evolución del tipo de interés de referencia de la FED 17

5.3 LA EXPANSIÓN CUANTITATIVA DEL BCE 19

5.3.1 ANALÍSIS DE LOS RESULTADOS 21

5.3.1.1 Tasa de crecimiento del PIB 21

5.3.1.2 Tasa de desempleo 22

5.3.1.3 Tasa de inflación 22

5.3.1.4 Evolución del tipo de interés de referencia del BCE 23

6 CONCLUSIONES 24

6.1 OBJETIVOS ESTABLECIDOS POR LA RESERVA FEDERAL 24

6.2 OBJETIVOS ESTABLECIDOS POR EL BCE 25

6.3 COMPARATIVA ENTRE LA RESERVA FEDERAL Y EL BCE 26

7 BIBLIOGRAFÍA 27

1 RESUMEN.

La nueva estrategia del Banco Central Europeo (BCE), el llamado Quantitative Easing (QE) o como Expansión Cuantitativa, es una herramienta de política monetaria no convencional cuyo objetivo es el estímulo de la economía. Consiste en comprar deuda pública a modo de inversión por parte de un banco central. Esta medida ha sido aplicada en la Unión Europea desde marzo del año 2015, como consecuencia de los bajos niveles que experimentaba la tasa de inflación ese mismo año en Europa, hasta el 16 de septiembre del año 2016; al no conseguirse el principal objetivo (mantener una tasa de inflación alrededor, pero siempre por debajo del 2%, según el BCE) tal medida decidió ampliarse hasta marzo del año 2017, siendo esta anunciada por el Presidente del BCE, Mario Draghi en diciembre del año 2015. En contraposición, la autoridad monetaria de Estados Unidos, es decir, la Reserva Federal (FED), tiene tres objetivos, no siendo ninguno superior a otro en jerarquía: estabilidad de precios, al igual que el BCE, pleno empleo y unas moderadas tasas de interés a largo plazo. La FED realizó tres programas de Expansión Cuantitativa en Estados Unidos como consecuencia de la crisis económica; en noviembre de 2008, en noviembre de 2010 y septiembre del año 2012 respectivamente. Dados los diferentes objetivos que perseguían ambas autoridades monetarias, la Reserva Federal comienza el QE1 en el año 2008, a diferencia del BCE que instaura su primera QE en marzo del año 2015 cuando sus niveles de tasa de inflación trimestral se encontraban alrededor del – 0,1%.

Palabras clave: Banco Central Europeo (BCE), Reserva Federal (FED), Expansión Cuantitativa (QE), política monetaria no convencional, tasa de inflación, estabilidad de precios.

ABSTRACT

The new strategy of the European Central Bank (ECB), called Quantitative Easing, is a tool of unconventional monetary policy, aimed at stimulating the economy, consisting of buying public debt as an investment by a central bank. This measure has been applied in the European Union since March 2015, as a result of the low levels of inflation in Europe that year until 16 September 2016; As the main objective (to maintain an inflation rate around, but always below 2%, according to the ECB) was not reached, this measure was extended until March 2017, which was announced by the President of the ECB, Mario Draghi in December 2015. In contrast, the monetary authority of the United States, i.e. the Federal Reserve (FED), has three objectives, none being superior to another in hierarchy: price stability as the ECB, full employment and moderate rates of long-term interest. The Fed realized three Quantitative Easing programs in the United States as a result of the economic crisis; in November 2008, in November 2010 and September 2012 respectively. Given the different objectives pursued by both monetary authorities, the Federal Reserve begins the QE1 in 2008, unlike the ECB that established its first QE in March 2015 when its levels of quarterly inflation rate were around - 0 ,1%.

Key words: European Central Bank (CBE), Federal Reserve (FED), Quantitative Easing (QE), non-conventional monetary politics, inflation rate, price stability.

2 INTRODUCCIÓN

La intención de este trabajo es analizar los resultados de la nueva estrategia utilizada por el BCE, es decir, la Expansión Cuantitativa, en términos de la tasa de crecimiento del Producto Interior Bruto (PIB), de la tasa de desempleo y de la inflación, de la depreciación de la moneda y de los tipos de interés anuales. Además, se analizan previamente las Expansiones Cuantitativas realizadas en Estados Unidos por parte de la Reserva Federal (FED) y sus resultados, en los mismos términos anteriormente mencionados. La FED aplicó esta política monetaria no convencional en Estados Unidos al inicio de la Gran Recesión económica en el año 2008, siete años antes con respecto a la zona euro, ya que los objetivos que busca la Reserva Federal son tres: máximo empleo, estabilidad de precios y mantener moderadas las tasas de interés a largo plazo. Teniendo en cuenta estos tres objetivos, la FED aplicó la primera Expansión Cuantitativa (QE1) en noviembre del año 2008, disminuyendo por tanto, la tasa de desempleo y elevando la tasa de crecimiento del PIB, entre otros resultados, para el año siguiente. La Reserva Federal se anticipó a la Regla de Taylor que relaciona la tasa de interés nominal que debería adoptar un Banco Central con la inflación, producto interno bruto y otras variables económicas. Esta regla la propuso en 1993 el economista, John.B Taylor. Su finalidad, por tanto, es mantener la estabilidad de precios. Es por este motivo que el BCE no utiliza la misma Regla de Taylor, puesto que su único objetivo es mantener una tasa de inflación, en torno, pero siempre por debajo del 2%, es decir, una estabilidad de los precios, y no es influido de la misma manera por otros factores como son, la tasa de desempleo, o el producto interior bruto.

Consecuentemente, y como he mencionado previamente, la FED autoriza el primer QE para finales del año 2008, mientras que el Banco Central Europeo no lo autoriza hasta la primavera del año 2015; parece lógico, por tanto, que se observen significativas diferencias en el análisis de los resultados.

La Expansión Cuantitativa también ha sido llevada a cabo por otras autoridades monetarias con el objetivo de reactivar la economía y salir de la recesión. En Marzo del año 2001, Japón fue la primera en instaurar esta medida no convencional tratando de solucionar su elevada deflación. Por ello, efectuó compras de mercado abierto de bonos públicos, obteniendo así un notable incremento de la liquidez del mercado. El Banco de Inglaterra, por su parte, el 19 de enero del año 2009 anuncio la compra de 55000 millones de euros en activos.

Los resultados que he obtenido mediante las gráficas han permitido observar que tanto el efecto en el PIB y en la tasa de inflación de las QE en ambas autoridades monetarias han tenido un intenso efecto, pero breve, que se desvanece en un corto intervalo de tiempo. Las gráficas también me han permitido observar como ambas autoridades monetarias han conseguido disminuir las tasas de desempleo con las medidas no convencionales. En cuanto al tipo de cambio podemos observar como el dólar se ha apreciado fuertemente frente al euro llegando por poco a alcanzar actualmente la paridad. Finalmente, en cuanto a los tipos de interés de referencia, podemos observar como ambas autoridades monetarias decidieron disminuir éstos durante un largo periodo de tiempo. Además, las gráficas nos muestran las diferencias en el tipo de medidas que establecieron y la rapidez con la que se llevaron a cabo. Los resultados observados en las gráficas reflejan contundentemente la mejora en la economía estadounidense y el estancamiento en la Eurozona, aunque actualmente la tendencia que se está observando en esta última, comienza a ser positiva.

En este trabajo se explican los objetivos establecidos por la Reserva Federal y por el Banco Central Europeo, así como las medidas llevadas a cabo por éstos para lograr estos objetivos. Además, se han calculado mediante gráficas el impacto de estas medidas sobre la economía real para determinar su eficacia. En una primera parte del

trabajo, explicaré las Expansiones Cuantitativas llevadas a cabo por el BCE y por la Reserva Federal, así como el análisis de sus resultados.

Por último, realizaré una conclusión donde comento los objetivos de cada autoridad monetaria y comparo los resultados de una economía con respecto a la otra, en la que básicamente se diferencian ambas por las medidas que tomaron; siendo agresivas, poco convencionales e inmediatas las realizadas por parte de la Reserva Federal en Estados Unidos, en contraposición, a las austeras y tardías medidas llevadas a cabo por el BCE en la Eurozona.

3 BANCO CENTRAL EUROPEO (BCE)

3.1 CONCEPTO

El Banco Central Europeo (BCE) es el banco central de los diecinueve países europeos que comparten la moneda común, el Euro. El resto de los bancos centrales de los países miembros, que no tienen la moneda común junto con el Banco Central Europeo, forman el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC). El Eurosistema[1] engloba al BCE y a los bancos centrales nacionales de los países miembros, cuya moneda común es el euro. Hay que diferenciar bien los términos debido a que el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea fue redactado dando por hecho que todos los países miembros adoptarían el euro, un hecho que no ocurre. En consecuencia, el tratado se refiere al SEBC y no al Eurosistema.

3.2 OBJETIVOS

El BCE fue creado el 1 de junio de 1998; se encarga de la gestión del euro y de llevar a cabo la política monetaria desde el 1 de enero de 1999, dentro de la Eurozona. Cuando el euro nació se convirtió, en términos económicos, en la segunda moneda más importante, después del dólar. El BCE tiene su sede en Frankfurt y actualmente es presidido por el ex gobernador del Banco de Italia, el italiano Mario Draghi, que se convirtió en el tercer presidente del BCE el 1 de noviembre del año 2011. El primer presidente del BCE fue el holandés Wim Duisenberg, que presidió el BCE desde el 1 de junio de 1998 hasta el 31 de octubre del 2003; a continuación, le siguió el francés Jean-Claude Trichet, desde el 1 de noviembre del 2003 al 31 de octubre del 2011, es decir, hasta la llegada del actual mandatario, Mario Draghi.

> "*El Banco Central Europeo tendrá personalidad jurídica. Le corresponderá en exclusiva autorizar la emisión del euro. Será independiente en el ejercicio de sus competencias y en la gestión de sus finanzas. Las instituciones, órganos y organismos de la Unión y los Gobiernos de los Estados miembros respetarán esta independencia".*
>
> (Extracto del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, en el apartado 3 del Artículo 282)

[1] La diferencia entre SEBC y Eurosistema permanecerá mientras sigan existiendo países miembros que no compartan la moneda común.

El Banco Central Europeo tiene cuatro responsabilidades principales que son:

1- Definir y ejecutar la política monetaria de la Eurozona.
2- Llevar a cabo operaciones de divisas racionales con las disposiciones del Artículo 219
3- Tener y administrar las reservas oficiales de divisas de los países miembros.
4- Fomentar la correcta actividad de los sistemas de pago.

"*El objetivo principal del Sistema Europeo de Bancos Centrales, denominado en lo sucesivo «SEBC», será mantener la estabilidad de precios…"*

(Extracto del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, en el apartado 1 del Artículo 127)

Además de su objetivo fundamental, que es la estabilidad de precios, y para ello mantener la inflación al 2%, el BCE tiene otros dos objetivos; el desarrollo económico sostenible, no inflacionista y una alta producción de empleo. La estabilidad de precios es fundamental para que estos dos objetivos secundarios se cumplan. El control de la estabilidad de precios se lleva a cabo a través del Índice Armonizado de Precios al Consumo (IPCA); este índice mide la inflación[2] en la Eurozona. Para el BCE la inflación interanual no puede ser superior al 2%, es decir, las tasas tienen que estar próximas al 2% a medio plazo, para que se cumpla el objetivo de estabilidad de precios. El BCE calcula el IPCA[3] de la siguiente forma: primero cada país calcula su IPCA, es decir, cada país tiene su Instituto Nacional de Estadística, que es dónde se obtiene el IPCA nacional. Después, dichos Institutos Nacionales de Estadística de cada estado miembro mandan los datos al *Eurostat*, que es la Oficina de Estadística de las Comunidades Europeas, donde se revisan los datos para que sean correctos y, finalmente, el Eurostat calcula el IPCA de la Eurozona.

3.3 INSTRUMENTOS DE POLÍTICA MONETARIA

Para lograr su objetivo, el Banco Central Europeo dispone de instrumentos de política monetaria que podemos resumir en tres partes: la realización de operaciones de mercado abierto o en inglés *Open Market Operations*, ofrecer facilidades permanentes y demandar a las entidades de crédito el control de unas reservas mínimas.

La principal función de las operaciones de mercado abierto es ejercer un control sobre los tipos de interés, la orientación de la política monetaria y la situación de liquidez.

Las operaciones temporales son la herramienta más importante. Además, el Eurosistema dispone de otras operaciones como son los *swaps* de divisas y la captación de depósitos a plazo fijo.

Se pueden diferenciar cuatro operaciones de mercado abierto:

[2] Inflación se denomina al aumento generalizado de los precios, es decir, la moneda pierde valor y con la misma moneda se pueden obtener menos bienes y servicios.

[3] El Índice de Precios de Consumo Armonizado (IPCA) proporciona una medida común de la inflación que permite realizar comparaciones internacionales. Se obtiene como resultado de homogeneizar los aspectos metodológicos más importantes de cada uno de los Índices de Precios de Consumo de cada uno de los estados miembros de la Unión Europea (UE) para hacerlos comparables. El IPCA de cada país cubre las parcelas que superan el uno por mil del total de gastos de la cesta de la compra nacional. Descripción del Instituto Nacional de Estadística.

- Las operaciones principales de financiación (o por sus siglas en inglés MRO, *Main Refinancing Operations)*; que son operaciones temporales que se encargan de introducir liquidez semanalmente y, son llevadas a cabo por los Bancos Centrales Nacionales mediante subastas estándar. Son fundamentales para la financiación del sistema crediticio.

- Las operaciones de financiación a más largo plazo (o por sus siglas en inglés LTRO *Long-Term Refinancing Operations*) se llevan a cabo de igual forma que las anteriores, es decir, mediante subasta estándar que es realizada por los Bancos Centrales Nacionales. Tienen periodicidad mensual y vencimiento a tres meses. Estas tienen como objetivo aumentar la liquidez de las entidades del sistema a plazo más largo.

- Las operaciones de ajuste se llevan a cabo *ad hoc* para controlar el nivel de liquidez del sistema y tener controlados los tipos de interés. Son muy importantes para controlar los efectos sobre los tipos de interés provocados por la liquidez del mercado.

- Las operaciones estructurales se llevan a cabo cuando el BCE quiere realizar algún tipo de ajuste importante en el volumen de liquidez del sistema financiero. Se realizan a través de la emisión de certificados de deuda, operaciones simples u operaciones temporales.

Todas estas operaciones son utilizadas, como hemos dicho anteriormente, por el Banco Central Europeo para fijar el tipo de interés de referencia, es decir, el porcentaje que tienen que abonar los bancos por obtener dinero directo del Banco Central.

Otro de los instrumentos de política monetaria que tiene el Banco Central Europeo son las Facilidades Permanentes, las cuales tienen como objetivo aportar o quitar liquidez y tener controlados los tipos de interés diarios. Además, éstas al igual que las operaciones de mercado abierto, nos señalan la orientación general de la política monetaria.

Hay dos tipos de facilidades, una de crédito y otra de depósito. Los bancos de la zona euro pueden optar por una u otra en función de su conveniencia:

- La facilidad marginal de crédito da opción a los Bancos Comerciales a conseguir liquidez diariamente contra activos de garantía. Aparte de las restricciones marcadas por las garantías no hay restricciones para la obtención de liquidez.

- La facilidad de depósito da opción a los Bancos Comerciales a hacer depósitos diariamente. Normalmente no hay restricciones para que los bancos puedan acceder a estos depósitos.

Las Reservas Mínimas son otra de las herramientas de política monetaria que utiliza el Banco Central Europeo. Es un sistema aplicado a las entidades de crédito de la Eurozona. Sus dos objetivos principales son estabilizar los tipos de interés del mercado monetarios y crear (o aumentar) el déficit estructural de liquidez. Si los Bancos Comerciales piden prestado para cubrir las reservas mínimas exigidas por el BCE, este préstamo se paga al tipo de interés de las operaciones de financiación del Ecosistema.

4 SISTEMA DE LA RESERVA FEDERAL (FED)

4.1 CONCEPTO

El Sistema de la Reserva Federal[4], traducido en inglés como *Federal Reserve System* e informalmente conocido como “FED” es la autoridad monetaria de los Estados Unidos. Con el paso de los años su importancia en la economía y en la banca ha ido

[4] Fue creada el 23 de diciembre de 1913 a través del Acta de la Reserva Federal por el congreso de los Estados Unidos.

aumentando. Su moneda es el dólar, que es la moneda más importante del mundo. El Sistema de la Reserva Federal fue creado debido a la inestabilidad causada por las crisis financieras anteriores. Actualmente, la presidenta de la Reserva Federal es Janet L. Yellen. El sistema está formado por una junta de siete miembros de gobernadores cuya sede está en Washington DC, y doce Bancos de la Reserva situados en las principales ciudades de Estados Unidos.

4.2 OBJETIVOS

El Sistema de la Reserva Federal tiene funciones básicas que se dividen en cuatro áreas generales que son:

- Llevar la política monetaria del país, influyendo en las condiciones crediticias y monetarias de la economía con el objetivo de buscar el máximo empleo; que los precios sean estables y que en el largo plazo los tipos de interés sean moderados.

- Vigilar y legalizar las instituciones bancarias con objeto de defender el sistema bancario y financiero del país y defender los derechos crediticios de los consumidores.

- El mantenimiento de la estabilidad y moderar los riesgos que se puedan originar en el sistema financiero.

- El abastecimiento de servicios financieros a las instituciones de depósito, el gobierno y a las organizaciones oficiales extranjeras. Además, la Reserva Federal será importante en la actividad del sistema de pagos de la nación.

Al contrario que el Banco Central Europeo, que tiene un único objetivo principal, la Reserva Federal tiene tres objetivos que son la estabilidad de precios, el pleno empleo y unas moderadas tasas de interés a largo plazo (inferior al 2%). De estos tres objetivos, establecidos por el Congreso en el Acta de la Reserva Federal, ninguno es superior a otro en jerarquía. El Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) está firmemente implicado en conseguir estos objetivos. La inflación debe ser inferior aunque próxima al 2%, medida a través de la variación anual del índice de precios de gastos de consumo personal (o por sus siglas en inglés PCE , *Personal Consumption Expenditures)* y la tasa de desempleo debe situarse en el 6.5%.[5]

4.3 INSTRUMENTOS DE POLÍTICA MONETARIA

La Reserva Federal dispone de varios instrumentos de política monetaria para alcanzar sus objetivos, pero los más importantes son las operaciones de mercado abierto, la tasa de descuento y las exigencias de reservas, los cuales he comentado anteriormente en el apartado 3.3 ya que son los mismos instrumentos utilizados en el BCE.

[5] BRETT W. Fawley and Christopher J. Neely. Four Stories of Quantitative Easing. Federal Reserve Bank of St. Louis Review, January/February 2013, 95(1), pp. 51-88.

5 EXPANSIÓN CUANTITATIVA

5.1 CONCEPTO Y OBJETIVO

La expansión cuantitativa es un programa de estímulo cuyo elemento primordial es la compra de deuda pública a modo de inversión por parte de una autoridad monetaria. Es un instrumento de política monetaria no convencional utilizado por éstas autoridades monetarias para incrementar la oferta monetaria, aumentando el exceso de reservas del sistema bancario.

El QE ha sido utilizado por las autoridades monetarias de Japón, de la Eurozona, de Estados Unidos y de Inglaterra. El denominador común que ha llevado a estos bancos a utilizar la expansión cuantitativa ha sido una mala situación económica, con fuertes caídas de precios de los activos, además de graves problemas de solvencia y liquidez.

> "*Quantitative easing (QE) is an unconventional form of monetary policy where a Central Bank creates new money electronically to buy financial assets, like government bonds. This process aims to directly increase private sector spending in the economy and return inflation to target.*"
>
> Extracto del Banco de Inglaterra.

La finalidad de la Expansión Cuantitativa es aumentar la oferta monetaria del sistema para que los bancos puedan prestar más dinero a las familias y empresas, y que éstas puedan aumentar el consumo y la inversión. Además, al incrementar la oferta monetaria, la moneda pierde valor y provoca que aumenten las exportaciones y se reduzcan las importaciones, mejorando el saldo exterior. Todo esto provoca que la demanda agregada aumente y con ello también lo hagan los precios, que es el objetivo de las autoridades monetarias para conseguir la estabilidad económica.

5.2 LA EXPANSIÓN CUANTITATIVA EN LA RESERVA FEDERAL

La quiebra del cuarto banco de inversión del mundo, *Lehman Brothers* marcó el comienzo de la gran crisis financiera de Estados Unidos. En 2007, la economía estadounidense empezaba a debilitarse; la tasa de crecimiento interanual trimestral de su actividad económica comenzó a caer y paralelamente su tasa interanual trimestral de desempleo comenzó a aumentar. En el siguiente año comenzaría la Gran Recesión. Las tasas de interés de referencia de la FED se encontraban en valores históricamente bajos; ya en septiembre del año 2007, las tasas de interés de la Reserva Federal se encontraban en un 4,75% y se redujeron paulatinamente a una horquilla entre 0-0,25% el 16 de diciembre del año 2008; se mantuvieron en dicha horquilla hasta el 17 de diciembre del año 2015 (0,25-0,5%). El objetivo de ello era fomentar el crecimiento económico y reducir el desempleo.

Como consecuencia de la Gran Recesión que comenzó en el año 2008, Estados Unidos trató de efectuar una serie de medidas para impulsar la actividad económica y frenar la crisis financiera. El Comité Federal de Mercado Abierto decidió estimular la política monetaria estadounidense, y autorizó a la Reserva Federal para realizar un programa de política monetaria no convencional, la llamada Compra de Activos a Gran Escala (o, por sus siglas en inglés LSAPS, *Large-Scale Asset Purchases)* conocida generalmente como Expansión Cuantitativa.

El primer programa de LSAPs o QE1 en Estados Unidos, se anunció el 25 de noviembre del 2008. El objetivo era rescatar al sistema financiero nacional y consistió en la inyección de dinero en la economía directamente, a través de la compra de 500 billones[6] de dólares en bonos respaldos por hipotecas (MBS por sus siglas en inglés, *Mortgage Backed Securities*) y 100 billones de dólares en deuda de agencias federales. Este programa fue duramente criticado por los defensores de las políticas convencionales, alertando del riesgo de una excesiva inflación; además de ser algo innovador en Estados Unidos. El 16 de diciembre del año 2008 tuvo lugar la Declaración del FOMC en la que indicó que estaba considerando ampliar las compras de valores de agencia e iniciar compras de títulos del Tesoro.

En 18 marzo de 2009, el programa de compras se amplió para comprar 850 billones de dólares en valores respaldados por hipotecas y 300 billones de dólares en valores del Tesoro, incluyendo compras totales de 1,75 trillones[7] de dólares. La primera ronda de compras se completó en marzo de 2010.

El 3 de noviembre del año 2010 comienza la QE2; el FOMC anuncia compras de 600 billones de dólares en valores del Tesoro, un ritmo de alrededor de 75 billones al mes. El 22 de junio de 2011, el programa QE2 llega a su fin. Es importante destacar que solamente se incluyeron Bonos de Tesoro a largo plazo conocidos también como "*Treasury Securities".*

Tan sólo tres meses después, el 21 de septiembre de 2011, el FOMC se embarca en una variación de Expansión Cuantitativa, conocida como *Operación Twist* o por sus siglas en inglés MEP o *Maturity Extension Program*. Es una herramienta recuperada de la década de los años 60, destinada a rebajar aún más el tipo de interés de la deuda soberana de Estados Unidos; no obstante, no se considera una Expansión Cuantitativa. La Reserva Federal compró 400 billones de dólares en bonos del tesoro a largo plazo financiados por la venta de deuda a corto plazo. Aunque en principio el ex presidente de la Reserva Federal, Ben Bernanke, anunció que esta operación acabaría en junio de 2012, finalmente decidió ampliarla. Por ello, la Operación Twist incluyó la cantidad final de aproximadamente 670 billones de dólares y terminó a finales del año 2012.

El 13 de septiembre del año 2012, la Reserva Federal anuncia la QE3, donde el banco central compraría cerca de 40 billones de dólares mensuales en títulos respaldados por hipotecas (MBS) mientras la perspectiva del mercado de trabajo no mejorara sustancialmente. El 12 de diciembre del año 2012 el FOMC decide expandir el programa QE3: la FED continuará comprando títulos del Tesoro a largo plazo por valor de 45 billones de dólares al mes pero ya no esterilizará las compras a través de la venta de títulos del Tesoro a corto plazo.

Cronología de la Expansion Cuantitativa en Estados Unidos

Medida expansiva	*Fecha*	*Inyección*	*Tipos de activos*
QE1	Noviembre 2008	1,75 trillon $	MBS y deuda de Agencias Federales.
QE2	Noviembre 2010	600 billion $	Bonos del Tesoro a largo plazo.
QE3	Septiembre 2012	2 trillon $	Bonos del Tesoro y MBS

Fuente: Elaboración propia

[6] Hace referencia al billón americano. Un billón americano son mil millones, es decir, 1.000.000.000$

[7] Trillones de Dólares. Un trillón americano son un millón de millones, es decir, 1.000.000.000.000$

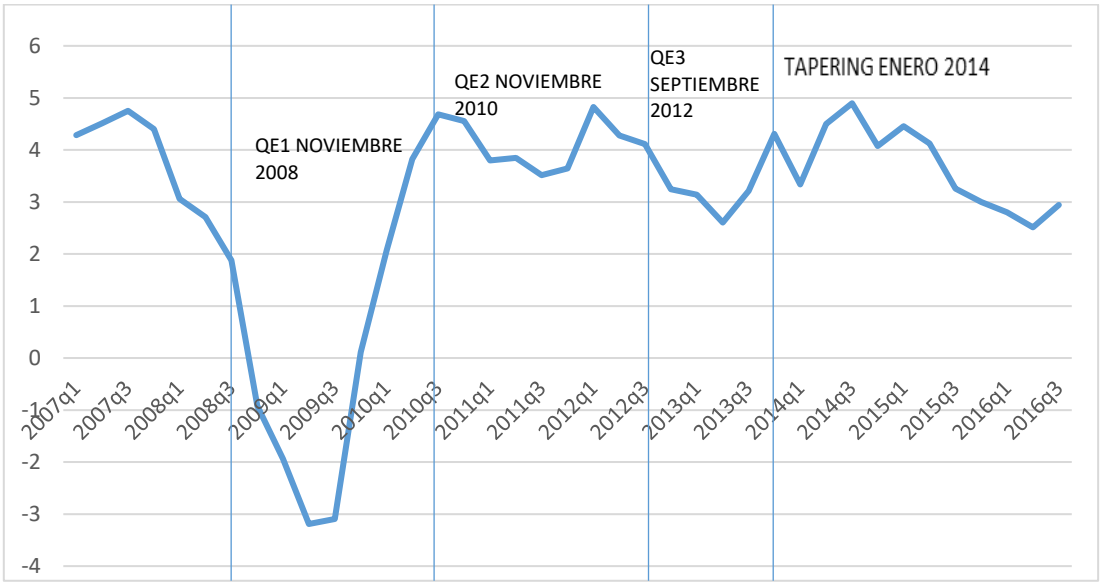
El 13 de diciembre del año 2013 la Reserva Federal anuncia que, a partir de enero del año 2014, se llevaría a cabo un programa en el que se reduciría gradualmente la inyección de dinero en la economía de Estados Unidos, denominado programa *Tapering*[8]. Ésta medida consistió en dejar de inyectar 10 billones de dólares al mes (5 billones en bonos del tesoro y otros 5 billones de dólares en títulos hipotecarios), y pasar de 85 billones a 75 billones de dólares mensuales, de los cuales, 40 billones serían utilizados para comprar bonos del Tesoro y 35 billones de dólares para comprar activos hipotecarios. El 29 de octubre del año 2014 la FED acaba su programa de compras mensuales.

5.2.1 ANÁLISIS DE LOS RESULTADOS

Como consecuencia de las políticas monetarias no convencionales llevadas a cabo en Estados Unidos, se han observado una serie de efectos que, a continuación, analizaremos con diferentes gráficas.

5.2.1.1 Tasa de crecimiento del PIB

Gráfica 1 – Crecimiento PIB, Estados Unidos (% interanual trimestral)



Fuente: Elaboración propia con datos de Bureau of Labor Statistics

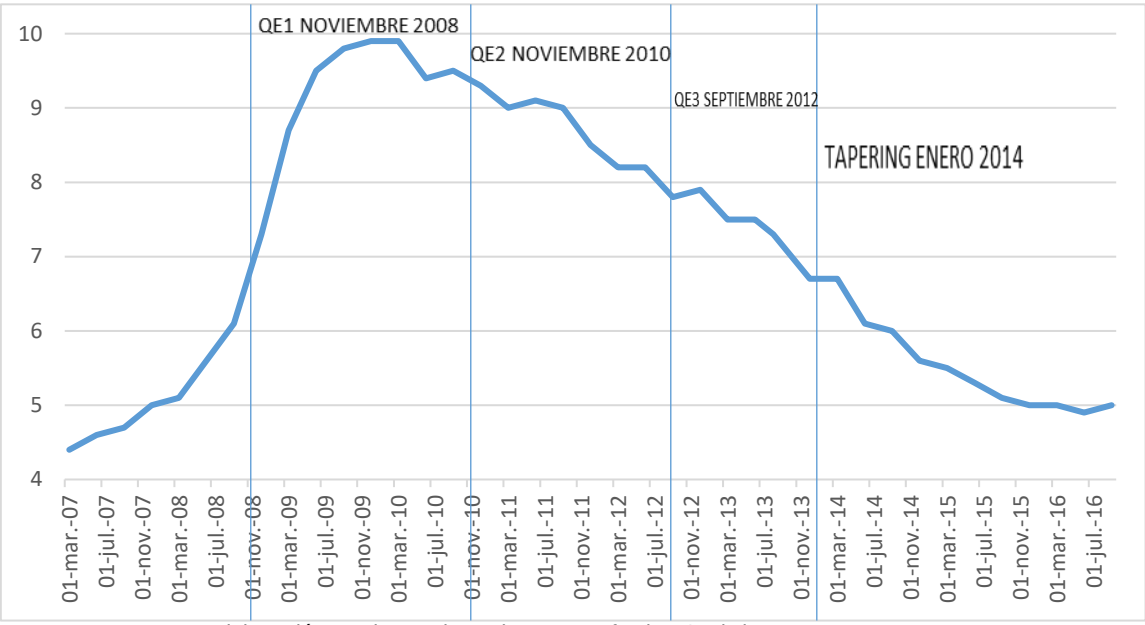
La gráfica 1, muestra el PIB en Estados Unidos, desde el primer trimestre del año 2007 hasta el tercer trimestre del año 2016. Podemos observar como en el año 2008, cuando comienza la crisis económica, presenta una disminución muy marcada. A partir de entonces, tras la aplicación de la primera Expansión Cuantitativa (QE1) en noviembre del año 2008, se observa una clara recuperación del crecimiento, que comienza en el cuarto trimestre del año 2009, llegando a su máximo en el tercer trimestre de 2010 con un 4,68%. Se advierte la misma tendencia tras las otras dos Expansiones Cuantitativas, en noviembre del año 2010 y en septiembre del año 2012 respectivamente, aunque al

[8] El *"tapering"* no consistió en retirar parte de la liquidez introducida, sino en introducir progresivamente menos. Es decir, la FED no vendió los activos comprados (bonos y MBS), sino que siguió comprando, aunque gradualmente menos.

contrario que en la QE1, el efecto de la QE2 y la QE3 no tiene el mismo impacto en el PIB. En enero de 2014 comienza el *Tapering,* reduciéndose la cuantía de las compras, sin embargo, como se observa en la gráfica no tuvo una gran repercusión en el PIB. En noviembre del año 2014 finaliza la Expansión Cuantitativa llevada a cabo por Estados Unidos y, como se observa en la gráfica, los valores del PIB comienzan a disminuir, llegando al 2,51% en el segundo trimestre del año 2016. En el tercer trimestre del año 2016, ya sin las medidas no convencionales, el PIB comienza a elevarse hasta un 2,94%.

5.2.1.2 Tasa de desempleo

Gráfica 2 – Desempleo población total, Estados Unidos (% interanual trimestral

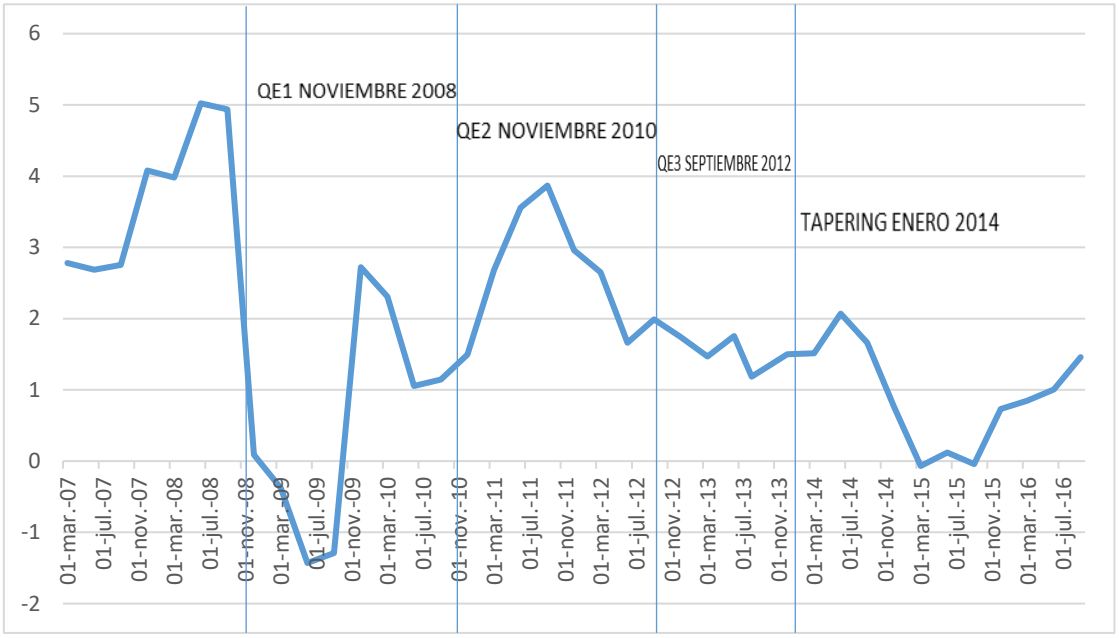


Fuente: Elaboración propia con datos de Bureau of Labor Statistics.

Atendiendo a la gráfica 2, muestra la tasa trimestral de desempleo interanual en Estados Unidos entre los años 2007 y 2016. Es importante destacar que la mayor tasa interanual trimestral de desempleo se encuentra en el cuarto trimestre del año 2009 (9,90% de tasa interanual trimestral de desempleo) y a partir de entonces esta tasa trimestral disminuye gradualmente hasta el tercer trimestre del 2016 con un 5,0% de desempleo interanual trimestral, consecuencia de las políticas monetarias no convencionales realizadas en Estados Unidos a partir del año 2008. Se puede observar que tras finalizar las Expansiones Cuantitativas, la Reserva Federal ha conseguido el objetivo de 6,5% propuesto, en cuanto a la tasa de desempleo.

5.2.1.3 Tasa de inflación

Gráfica 3 – Inflación, Estados Unidos (% interanual trimestral)

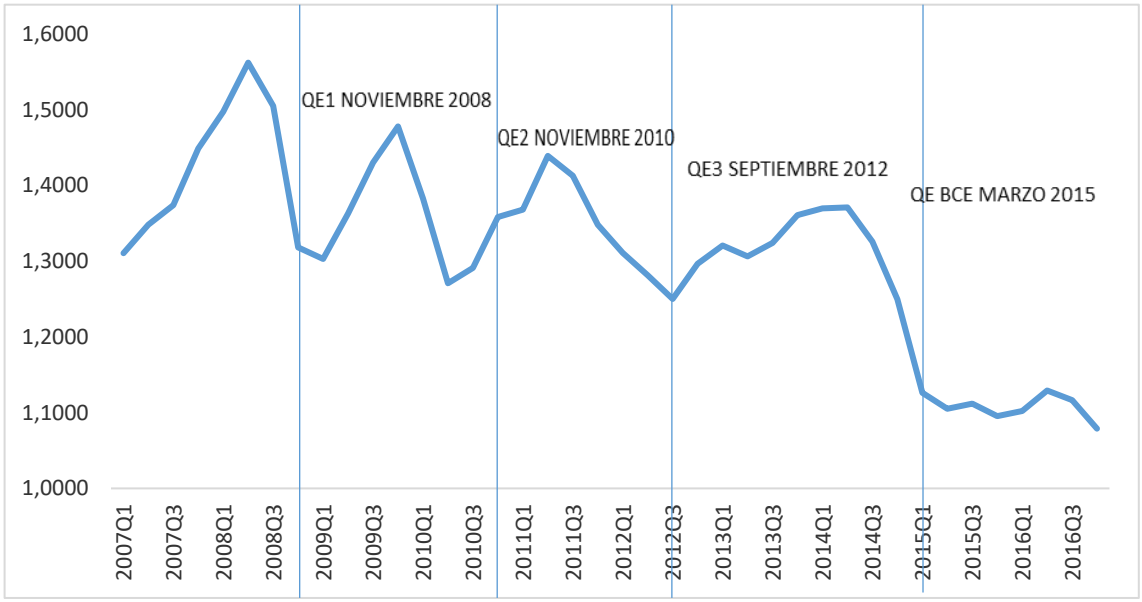


Fuente: Elaboración propia con datos de rateinflation.com

La gráfica 3, muestra los datos de la tasa interanual trimestral de inflación en Estados Unidos desde el primer trimestre de 2007, hasta el tercer trimestre de 2016. Al igual que en los casos anteriores, el valor más bajo se dio en el año 2009, concretamente en el segundo trimestre con un valor de -1,43%, es decir, Estados Unidos había entrado en deflación como consecuencia de la gran crisis financiera. Tras el QE1 la tasa de inflación en el cuarto trimestre tuvo una corta pero intensa subida hasta el 2,72%, a partir de la cual vuelve a disminuir hasta casi alcanzar el 1,05% en el segundo trimestre del año 2010. El efecto de la segunda QE evidencia el mismo efecto que la QE1, es decir, una corta pero intensa subida hasta alcanzar el 3,87% en el tercer trimestre del año 2011, a partir de la cual, tiene una evidente bajada en un corto espacio de tiempo llegando hasta el 1,66% en junio del año 2012. La tercera QE no tuvo impacto en la tasa de inflación, de hecho dicha tasa continuó disminuyendo hasta alcanzar el 1,18% en agosto del año 2013; tras el anuncio del *Tapering* en enero de 2014, la tasa de inflación tuvo un pequeño repunte hasta julio del año 2014 alcanzando un 2,07%. Tras la finalización de la Expansión Cuantitativa llevada a cabo por la Reserva Federal en noviembre de 2014, la inflación tiene una notable caída, hasta alcanzar el -0,07 en marzo del año 2015. (no se observaban tales datos desde el segundo trimestre del año 2009). La razón se explica, en parte, por el descenso global en los precios de las materias primas. A partir de entonces la tasa de inflación se torna positiva y actualmente, en el tercer trimestre de 2016, se encuentra al 1,46%.

5.2.1.4 Tipo de cambio Dólar/Euro.

Gráfica 4 – Tipo de cambio Dólar/Euro (valor promedio trimestral)



Fuente: Elaboración propia con datos de Eurostat.

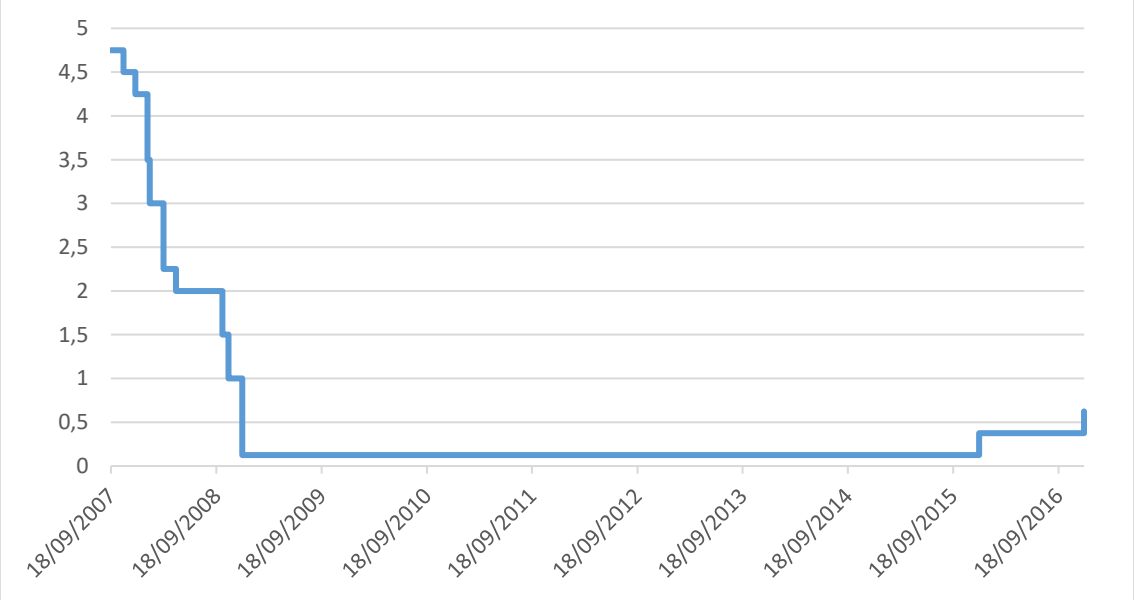
En la gráfica 4 analizamos el valor promedio trimestral de la relación Dólar/Euro desde el primer trimestre de 2007, hasta el cuarto trimestre del año 2016. Se puede observar cómo en el año 2008 el dólar presenta una fuerte subida frente al euro, habiendo subido un 20% del segundo al cuarto trimestre de dicho año.

Tras el QE1, se produce una depreciación del dólar, pasando de 1,30 en el primer trimestre del año 2009, a 1,47 en el cuarto trimestre de ese mismo año, es decir, una intensa depreciación del dólar con respecto al euro en un corto intervalo de tiempo. A partir del cuarto trimestre del año 2009, el dólar se vuelve a apreciar en un corto periodo de tiempo, hasta llegar a 1,27 en el segundo trimestre del año 2010; como conclusión se puede observar que tras finalizar el QE1 el valor promedio trimestral es similar que cuando comenzó. Con el QE2 ocurre algo similar; tras iniciarse en noviembre de 2010, el dólar vuelve a sufrir una fuerte y corta depreciación llegando al 1,43 en el segundo trimestre del año 2011. A partir de este trimestre, el dólar vuelve a apreciarse intensamente, volviendo de nuevo a valores iniciales del QE2 (1,25) concretamente en el tercer trimestre del año 2011. La depreciación observada tras el QE3, es notablemente menos intensa, pero más sostenible en el tiempo, ya que pasa de 1,25 desde el tercer trimestre del 2012 hasta 1,37 en el segundo trimestre del año 2014. Con el comienzo del *Tapering* en enero de 2014, se deja de inyectar liquidez y el dólar se revaloriza. En enero del año 2015 se anuncia el primer QE en Europa, lo que provoca que el dólar se aprecie con respecto al euro.

La depreciación favorece la deuda con el exterior acumulada por Estados Unidos, abaratando las exportaciones, aumentando el precio de las importaciones y fortaleciendo el mercado interno; consecuentemente aumenta la demanda y el empleo. No obstante, las depreciaciones sufridas por el dólar tras el QE1 y QE2 fueron muy breves en el tiempo, volviendo a revalorizarse el dólar tras el final de las dos primeras QE. En la tercera QE, la depreciación se produce de manera más sostenida en el tiempo, pero tras finalizar las medidas no convencionales, unido al inicio de la QE llevada a cabo por el BCE en la eurozona, el dólar se revaloriza, encontrándose actualmente cercano a la paridad con respecto al euro.

5.2.1.5 Evolución del tipo de interés de referencia de la FED.

Gráfica 5 – Tipo de interés de referencia, Estados Unidos (% en fecha de modificación).

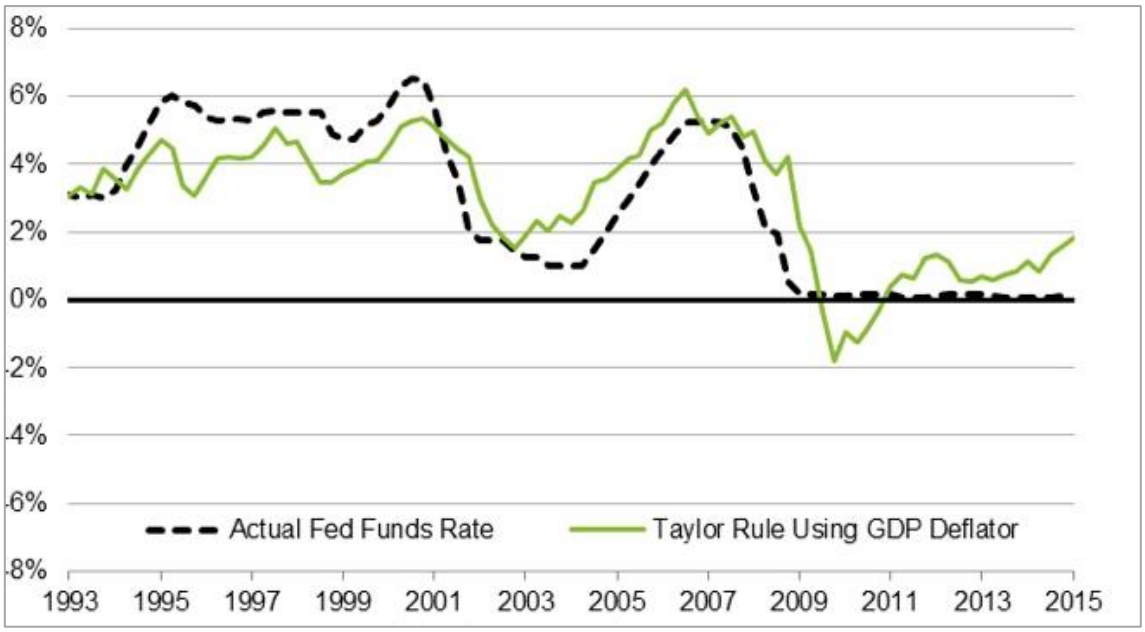


Fuente: Elaboración propia con datos del Sistema de la Reserva Federal.

La Gráfica 5 muestra las modificaciones de los tipos de interés de referencia de la FED desde 18 de septiembre del año 2007 hasta el 15 de diciembre del año 2016. Como se puede observar en septiembre del año 2007 el tipo de interés era del 4,75%, cayendo de manera drástica en apenas un año. En diciembre del 2008 llegaron a descender hasta el 0,125%[9] y se ha mantenido en esta cifra durante siete años, hasta diciembre del año 2015, cuando la FED subió los tipos de interés a un 0,375%. Los motivos por los cuales se ha mantenido la tasa de interés al 0,125% durante siete años han sido por la debilidad en la economía estadounidense y por la fuerte caída de los precios. En diciembre del año 2016, las tipos de interés han vuelto a subir hasta situarse en un 0,625%. Estados Unidos, por tanto, ha mantenido durante casi ocho años la tasa de interés entorno al 0%; lo que ha ocasionado un gran debate en la actualidad entre los integrantes de la Reserva Federal.

[9] Las modificaciones de los tipos de interés de las fechas 16/12/2008, 17/12/15 y 15/12/16 vienen dadas por horquillas: 0-0,25; 0.25-0,5 y 0,5-0,75 respectivamente. Para realizar la gráfica he calculado el promedio de estas horquillas que son: 0,125; 0,375 y 0,625 respectivamente como podemos observar en la gráfica.

Gráfica 6 - Tipos de interés FED y Regla de Taylor



Fuente: Ben Bernanke's Blog at Brookings

En la gráfica 6 se muestran las variaciones de los tipos de interés en Estados Unidos desde el año 1993 hasta el año 2015, ilustrados con la línea negra discontinua y en color verde se muestra la Regla de Taylor.

Como podemos ver en la gráfica, Estados Unidos baja los tipos de interés, antes de que la Regla de Taylor lo determine, desde el año 2007 hasta el año 2009, lo que se denomina, anticipación; con ello, se pretende ayudar a la economía. Sin embargo, cuando la Regla de Taylor sostiene que los tipos de interés deben subir, a partir del año 2011, la Reserva Federal decide no aumentarlos hasta el año 2015 (con una horquilla de 0,25-0,5) para no repercutir en la recuperación.

Cuando los tipos de interés se pusieron al 0% en el año 2008, la Regla de Taylor advierte que deberían estar entre -2% y -3% y cuando esto sucede, se deben realizar las Expansiones Cuantitativas.

En la gráfica se muestra cómo, en Estados Unidos, la Reserva Federal realiza la primera Expansión Cuantitativa (noviembre del año 2008) antes de que sea necesario, anticipándose a la Regla de Taylor; la segunda Expansión Cuantitativa (noviembre, 2010) la realizan cuando corresponde y la tercera Expansión Cuantitativa o QE3 (septiembre, 2012) lo efectúan cuando la regla de Taylor sostiene que los tipos de interés deberían estar al 1%, pero nuevamente la Reserva Federal se adelanta ya que intuye una pendiente descendente. Desde el 15 de diciembre del año 2016 el tipo de interés en Estados Unidos se encuentra en una horquilla entre 0,5-0,75% y consecuentemente existe un gran debate dentro de los miembros de la Reserva Federal ya que algunos defienden que la ausencia de paro y una inflación del 1,46% debería fomentar que los tipos de interés estuvieran al 3% o incluso por encima.

5.3 LA EXPANSIÓN CUANTITATIVA DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

Como consecuencia de la crisis global iniciada en el año 2008, comenzó la Gran Recesión. A diferencia de la Reserva Federal que se anticipó a las consecuencias, el Banco Central Europeo optó por no tomar medidas expansivas hasta el año 2011. Las medidas tomadas por el Banco Central Europeo consistieron en inyectar liquidez al mercado mediante las "Operaciones de Refinanciación a Largo Plazo" (LTRO), las cuales corresponden a préstamos para diferentes instituciones financieras, así como bancos y hogares, a plazos de hasta 4 años, con una tasa de interés del 1%. Ofrecieron financiación con condiciones notablemente atractivas para los bancos a largo plazo; de este modo facilitan mucho más las condiciones de crédito del sector privado y fomentan el crédito bancario a la economía real.

El 21 de diciembre de 2011 se realiza el primer LTRO por el Banco Central Europeo (tres años después de la primera Expansión Cuantitativa en Estados Unidos). Se inyectaron 489.190 millones de euros; el 70% de estos recursos se concedieron a bancos de Grecia, Irlanda, España e Italia, los cuales fueron cuatro de los países más afectados por la crisis económica. Esta medida tuvo como objetivo alentar el crédito en la zona del euro y contribuir indirectamente al saneamiento de las finanzas tanto públicas como privadas

Como consecuencia de la gran demanda de liquidez en la zona euro, el 29 de febrero de 2012 es anunciada por el Banco Central Europeo una segunda LTRO con una cantidad de 528.530 millones de euros. No obstante, países como Alemania hicieron público su temor de una excesiva inflación y por ello se mitigaron dichas medidas no convencionales.

En 2014, Mario Draghi, anuncia una tercera LTRO que comenzaría en septiembre del año 2014, debido al temor de la deflación. En este caso los préstamos que se realizaron para las entidades financieras fueron utilizados para realizar créditos y la cantidad inyectada fueron 400.000 millones de euros. Dado que éstas medidas no consiguieron lograr el objetivo, Mario Draghi, anuncia la posibilidad de implantar Expansiones Cuantitativas más agresivas en Europa.

El presidente del Banco Central Europeo anuncia en enero del 2015 una medida expansiva, una Expansión Cuantitativa, consistiendo en la compra de bonos soberanos por valor de 60.000 millones de euros mensuales, alrededor de 45.000 millones de euros en bonos del Tesoro, y 15.000 millones de euros en activos privados; todo ello por el riesgo que conlleva un período demasiado prolongado de baja inflación. Ésta medida comenzó a llevarse a cabo el 9 de marzo del año 2015.

La compra de activos es un gran estímulo monetario de la economía, si tenemos en cuenta que los tipos de interés oficiales del Banco Central Europeo se encontraban al 0,05%. La estimulación monetaria tenía como objetivo relajar las condiciones financieras y monetarias, y consecuentemente facilitar el crédito a los hogares y empresas, fomentando la inversión y el consumo. Finalmente, tenía como objetivo que los niveles de inflación se situaran alrededor, pero siempre inferior, del 2%. Además querían evitar los riesgos de la deflación que se produce cuando la oferta de bienes y servicios en una economía es superior a la demanda. En esta situación**,** el sector empresarial reduce los precios para poder vender la producción y no acumular stocks; esto tiene una repercusión directa e inmediata en el mercado de trabajo.

Cuando en una economía los precios caen de manera significativa, esto provoca una situación de pánico en la ciudadanía que decide posponer sus compras a la espera de que las empresas mejoren sus ofertas y también por la inseguridad laboral que ello

provoca. La falta de consumo ocasiona un mayor número de despidos, los ciudadanos pierden poder adquisitivo y los comercios rebajan todavía más el precio de sus productos. Las empresas bajan los salarios y, con ello, también los ingresos públicos, con lo que es más difícil devolver la deuda externa.

El programa consistió en compras de titulación de activos (o por sus siglas en inglés, ABSPP, *Asset Backed Securities Purchase Programme*) y el programa de adquisiciones de bonos garantizados (o por sus siglas en Inglés, CBPP3, *Third Covered Bond Purchase Programme*). En un principio estas compras continuarían al menos hasta septiembre del año 2016, no obstante, Mario Draghi, el 3 de diciembre de año 2015, anuncia tres medidas de política monetarias:

1- Ampliación del programa de compra de deuda del BCE hasta marzo del año 2017.

2- Aumento en la composición de la compra (deuda local y regional); El BCE ha ampliado el programa de compra de activos (QE) que mantiene en marcha desde marzo del año 2015. Desde abril del año 2016 se amplió hasta 80.000 millones de euros al mes desde los 60.000 millones previos.

3- Disminución de -0.2% hasta -0.3% de interés aplicable a la facilidad de depósitos.

Con ello, el presidente del Banco Central Europeo, busca una ampliación de la Expansión Cuantitativa iniciada en marzo de ese mismo año, afirmando que ésta medida podría ir más allá si no se consigue el objetivo deseado de inflación.

El 8 de diciembre del 2016, el BCE ha decidido ampliar nueve meses más, hasta diciembre de 2017 “o más allá, si fuera necesario”, el programa de compra de deuda que vencía el próximo mes de marzo. No obstante, su cantidad se reducirá de 80.000 a 60.000 millones de euros mensuales a partir de abril del año 2017.

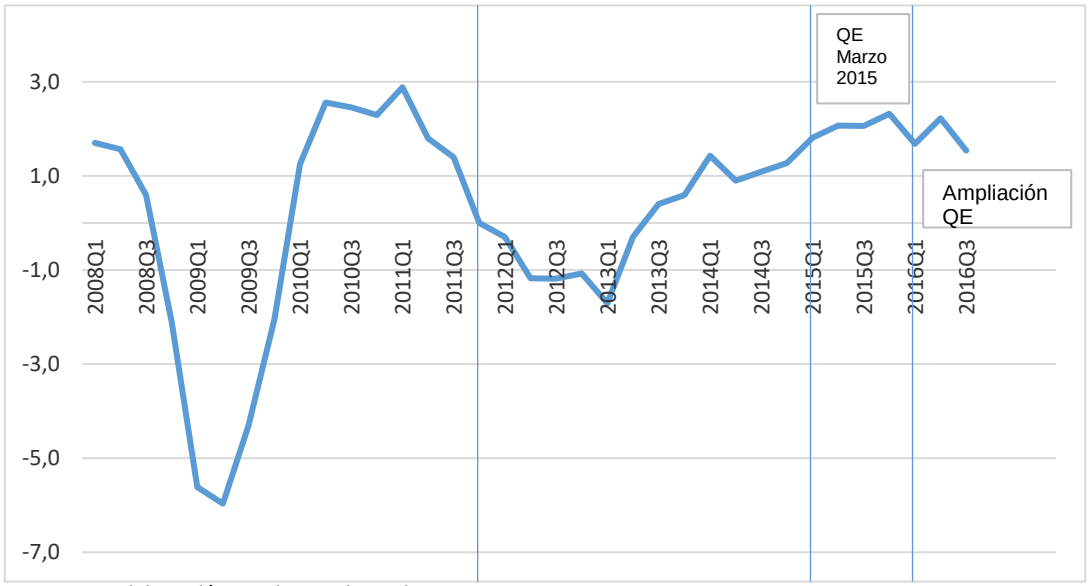
Con la modificación anunciada el pasado diciembre, el programa de compra de deuda supondrá la compra de activos por parte del BCE por importe de al menos 540.000 millones de euros adicionales, lo que impulsará la cifra destinada a tal efecto desde el comienzo del programa en marzo del año 2015 hasta aproximadamente 2,3 billones de euros.

El principal motivo que no ha permitido que se llevaran a cabo en Europa herramientas expansivas más agresivas hasta el año 2015, han sido las grandes diferencias de las economías en Europa, ya que algunas de ellas como es el caso de Alemania, ha experimentado un crecimiento económico positivo al margen de la crisis. Los países periféricos (Portugal, Irlanda, Italia, Grecia y España) no sólo no tuvieron crecimiento económico, sino que además experimentaron graves problemas de deuda. Es por esto que herramientas expansivas para relanzar las economías de estos países, pueden conllevar problemas de sobrecalentamiento sobre el resto de países.

5.3.1 ANÁLISIS DE LOS RESULTADOS

5.3.1.1 Tasa de crecimiento del PIB

Gráfica 7 – Crecimiento PIB, Euro área (% interanual trimestral)



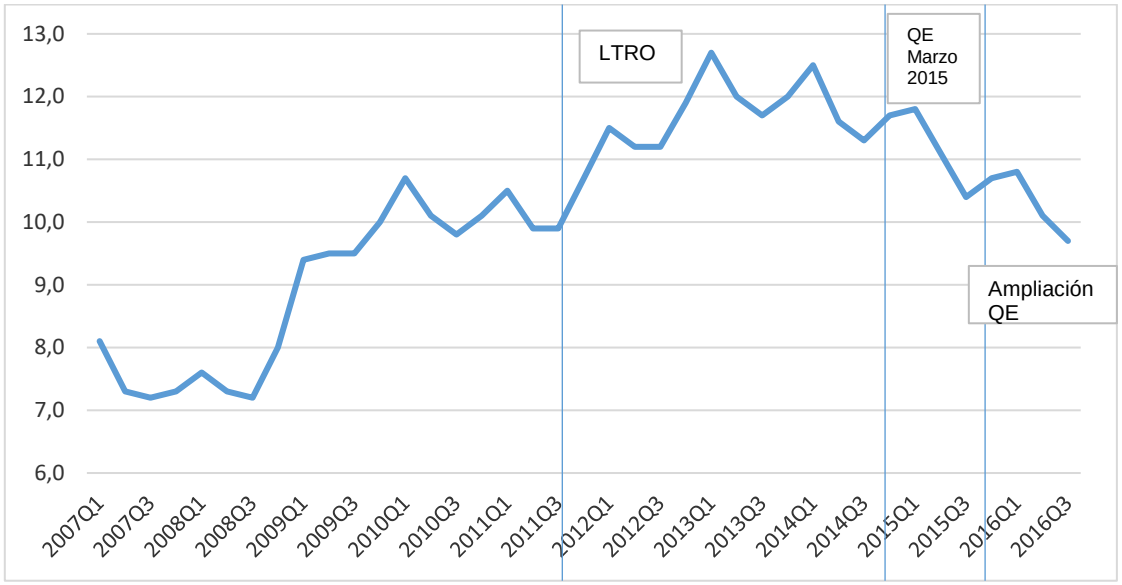
Fuente: Elaboración propia con datos de Eurostat.

Si nos fijamos en la gráfica 7, se analiza la tasa de crecimiento interanual trimestral del PIB en la zona euro entre el año 2007, año previo al inicio la crisis económica, y el año 2016. Se aprecia un gran descenso del crecimiento durante el año 2009, en particular en el primer trimestre donde el PIB tiene un crecimiento del -6,3% consecuencia de la Gran Recesión. A partir de entonces es particularmente significativo un ascenso de la tasa de crecimiento hasta el año 2010, siendo el motivo el notable auge de Alemania; estaba siendo por tanto la "locomotora" de Europa, ya que su PIB tuvo un gran crecimiento en el año 2010.

Entre el primer trimestre del año 2011 y el primer trimestre del 2013 se produce un marcado descenso en el crecimiento del PIB, pasando de un 2,9% a un -0,7% respectivamente. A partir de ese momento, se torna positivo hasta el momento actual. En diciembre del 2011 se produce la primera LTRO en la zona euro, la cual no tiene ningún efecto sobre el PIB, como se puede evidenciar en la gráfica. Se efectuaron otras dos LTRO en los años 2012 y 2014 respectivamente, pero estas tampoco llegaron a cumplir los objetivos previstos por el BCE ya que la tasa de inflación continuaba descendiendo, por lo que considerando los bajos niveles de la tasa de inflación en el año 2014 y las previsiones para el año 2015, se anuncia en enero de 2015 la primera Expansión Cuantitativa en Europa; esta fue llevada a cabo a partir de marzo del año 2015, y como se puede observar en la gráfica la tasa de crecimiento del PIB está teniendo una tendencia notablemente positiva y se prevé un incremento en la tasa anual en el año 2016. Finalmente, se puede afirmar que el QE está teniendo un efecto positivo en el PIB, ya que a partir de su instauración su pendiente es ascendente.

5.3.1.2 Tasa de desempleo

Gráfica 8 – Desempleo, Euro área (% interanual trimestral)



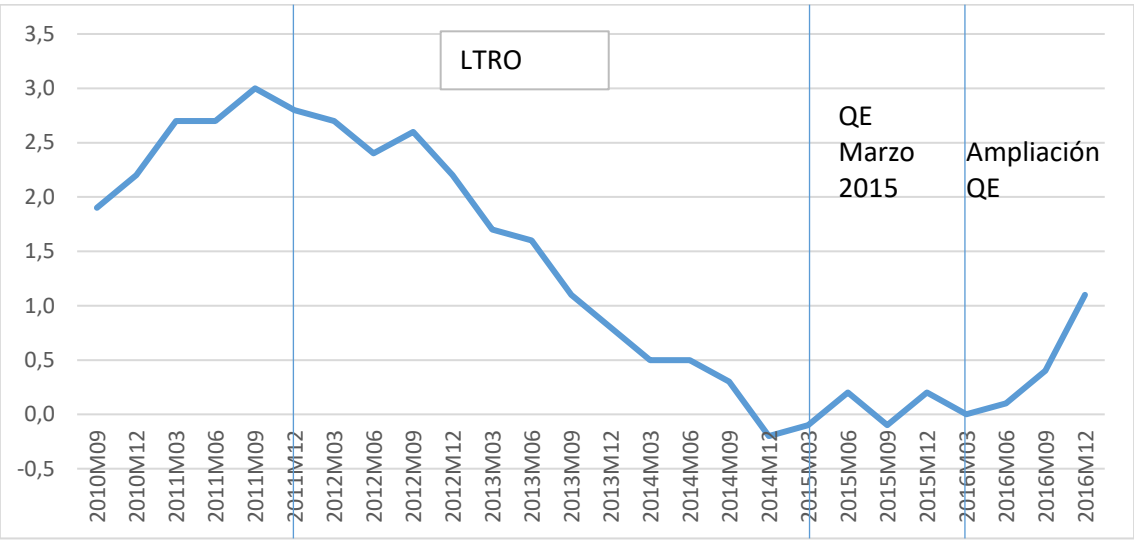
Fuente: Elaboración propia con datos de Eurostat.

La gráfica 8, nos muestra la tasa interanual trimestral de desempleo en la Eurozona, donde se puede apreciar un evidente aumento de ésta desde el cuarto trimestre del año 2008, hasta el primer trimestre del año 2013. Tras el comienzo de la primera LTRO, en diciembre del 2011, no se observa un descenso en la tasa de desempleo, sino que aumenta hasta alcanzar un máximo en el primer trimestre del 2013 (12,7%). A partir de entonces, la tasa de desempleo comienza a disminuir de una forma moderada y una vez se instaura la Expansión Cuantitativa en la eurozona, en marzo del año 2015, la tasa de desempleo continuó reduciéndose con una mayor pendiente, lo cual, ha sido también visible tras la ampliación del QE en marzo del año 2016. Se espera que el año 2016 termine con un 8.90% de tasa de desempleo anual y con un 8.50% anual en el año 2017, según las estimaciones de la Comisión Europea.

5.3.1.3 Tasa de inflación

La gráfica 9 muestra la tasa interanual trimestral de inflación desde el tercer trimestre del año 2010 hasta el tercer trimestre del 2016. En el tercer trimestre del año 2011 comienza a disminuir la tasa de inflación y al igual que comentábamos en la gráfica anterior, el LTRO no tiene un efecto positivo en dicha tasa; se produce una significativa disminución desde el tercer trimestre del año 2011 hasta el cuarto trimestre del año 2014 con una tasa de inflación del 3,0 al -0,2% respectivamente, entrando en deflación. Uno de los motivos que ha originado estos bajos valores de la tasa de inflación, ha sido el bajo precio de las materias primas. Por lo que un aumento en el precio de éstas o simplemente con un estancamiento de su precio, la inflación se mantendrá alta.

Gráfica 9 – Inflación, Euro área (% interanual trimestral)

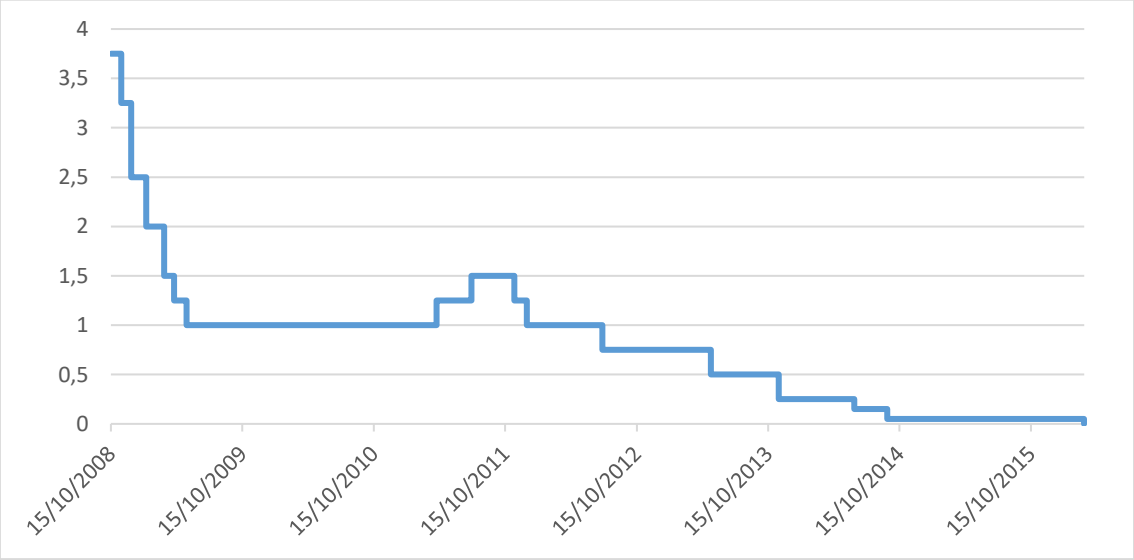


Fuente: Elaboración propia con datos de Eurostat.

Debido a los bajos valores de la tasa de inflación se produce la primera Expansión Cuantitativa en marzo del año 2015, ya que valores tan bajos de inflación podrían inducir a una grave recesión. Los efectos que tuvo la QE en la tasa de inflación fueron positivos pero poco sostenidos; por este motivo, Mario Draghi decide el 3 de diciembre de 2015 ampliar la QE, y a partir de entonces se observa una subida en la tasa de inflación hasta valores actuales de 1,1%.

5.3.1.4 Evolución del tipo de interés de referencia del BCE

Grafica 10 – Tipos de interés de referencia, Euro área (% fecha de modificación)



Fuente: Elaboración propia con datos de Datos Macro.

Analizando la gráfica 10, es notorio la tendencia de las tasas de interés a disminuir con el paso de los años hasta el actual 0%. Teniendo en octubre del año 2008, un 3,75% de tasa de interés, casi un año después se reduce hasta el 1%, manteniéndose más o menos estable hasta el año 2011 y, a partir de entonces, se ha vuelto a reducir notablemente. Como ya se ha comentado anteriormente, los bajos tipos de interés, fomentan la desvalorización del euro. El Banco Central Europeo va a seguir manteniendo el tipo de interés al 0% ya que esto favorece la subida en la tasa de inflación hasta poder llegar a una cifra menor, pero cercana al 2%, el cual, es el único objetivo del Banco Central Europeo.

6 CONCLUSIONES

Analizados los resultados de las Expansiones Cuantitativas llevadas a cabo tanto por la Reserva Federal en Estados Unidos, como por el Banco Central Europeo en la Eurozona, se aprecian diferencias significativas.

6.1 Objetivos establecidos por la Reserva Federal

Las Expansiones Cuantitativas llevadas a cabo en Estados Unidos por la Reserva Federal han influido de manera muy significativa en la recuperación económica americana.

En cuanto a la tasa de inflación en Estados Unidos, ha sido muy cambiante en los últimos años. Desde la quiebra de *Lehman Brothers* alcanzando unas tasas de inflación negativas de hasta -1,43% en el segundo trimestre del año 2009, estas fueron aumentando progresivamente hasta llegar a superar incluso el 2% (3,87% en el tercer trimestre del año 2011). Actualmente se sitúa por debajo del 2% y su tendencia es descendente. Se está evidenciando, que por mucho que se trate de estimular el crecimiento económico vía liquidez, los últimos meses demuestran que, a pesar de que a día de hoy está disminuyendo el ritmo mensual de compras, la Reserva Federal anuncia que seguirá prolongando los bajos tipos de interés (horquilla entre 0,5-0,75% en el cuarto trimestre del año 2016). El gran aumento en la base monetaria podría ocasionar problemas inflacionistas a largo plazo, y es por esto que la Reserva Federal actúa con cautela con este respecto.

No obstante, lo que más ha repercutido en la recuperación económica de Estados Unidos ha sido la evolución de las tasas de desempleo, apreciándose una muy positiva evolución. La Reserva Federal, mediante sus políticas monetarias de QE, ha logrado disminuir el desempleo desde máximos con un 9,9% de tasa de desempleo trimestral en el cuarto trimestre del año 2009, hasta el tercer trimestre del año 2016, con un valor del 5%. A pesar de esta positiva evolución, la tasa de desempleo se vio notablemente más disminuida tras la instauración de la QE3, sin embargo, esto no significa que las políticas monetarias QE1 y QE2 fueran menos efectivas que la QE3, sino que la tasa de desempleo es un indicador retrasado, puesto que, para observarse notorios decrementos de la tasa de desempleo, debe previamente mejorarse el mercado monetario.

Como hemos comentado durante el trabajo, tras el QE1, se produce una intensa depreciación del dólar con respecto al euro en un corto intervalo de tiempo. Con el QE2 sucede lo mismo; tras iniciarse en noviembre de 2010, el dólar vuelve a sufrir una fuerte y corta depreciación llegando al 1,43 en el segundo trimestre del año 2011. La

depreciación observada tras el QE3, es notablemente menos intensa, pero mucho más sostenida en el tiempo, ya que pasa de 1,25 desde el tercer trimestre del 2012 hasta 1,37 en el segundo trimestre del año 2014. En enero del año 2014, cuando comienza el *Tapering,* se deja de inyectar liquidez y el dólar se revaloriza. En enero del año 2015 se anuncia el primer QE en Europa, lo que provoca que el dólar se aprecie con respecto al euro.

En definitiva, es evidente la eficiencia de las QE llevadas a cabo por la Reserva Federal. La quiebra de Lehman Brothers además de desequilibrar el mercado financiero, proporcionó mucha incertidumbre en el resto de los mercados, ocasionando una desaceleración económica y perjudicando la economía real. No obstante, la Reserva Federal actuó con rapidez y, considerando la negativa situación económica al empezar la crisis, la recuperación ha sido muy positiva.

6.2 Objetivos establecidos por el BCE

La recuperación económica de la Eurozona no ha sido tan evidente como lo comentado anteriormente en Estados Unidos. Las políticas monetarias del BCE han sido muy cautelosas, y las políticas de QE llevadas a cabo recientemente también lo han sido. El BCE ha optado por una política mucho más rígida, comprando activos en cantidad muy inferiores a los comprados por la FED.

La excesiva cautela del BCE ha ocasionado que no potenciaran el poder de sus herramientas disponibles. Además, esta cautela del BCE se asocia de manera directa con el estricto cumplimiento de mantener una tasa de inflación cercana, pero inferior al 2%. El hecho de que el BCE no empleara medidas más agresivas se ven en parte restringidas por el miedo asociado por la evolución de esta tasa superior al 2%. La tendencia de la tasa de inflación en la Eurozona ha seguido una pendiente descendente, lo que impulsó, entre otros datos, que se implantara el primer QE en la Eurozona en marzo del año 2015 y lo que sucesivamente impulsó a efectuar una ampliación de esta medida hasta diciembre del año 2017, llegando en el cuarto trimestre del año 2016 a valores del 1,1%.

La tasa del desempleo ha seguido una tendencia positiva, alcanzándose niveles del 12,7% en el primer trimestre del año 2013, hasta valores actuales de 9,7% en el tercer trimestre del año 2016. Los niveles actuales muestran una recuperación del desempleo en la Eurozona, aunque aún falta para llegar a las tasas de desempleo que había en la Eurozona previas a la crisis: 7,2% en el tercer trimestre del año 2007.

Si las medidas llevadas a cabo por el BCE no hubieran sido tan cautelosas y las compras de activos hubieran sido mayores la tasa de inflación y el crecimiento habrían sido mayores; y la tasa de desempleo habría disminuido con una mayor pendiente. En definitiva, estas políticas de QE llevadas a cabo por el BCE no han resultado eficaces. La falta de resultados positivos fundamenta esta afirmación, ya que ocho años después del comienzo de la crisis, los principales indicadores macroeconómicos, como se acaba de observar, siguen siendo negativos, aunque comienzan a tornarse cada vez más positivos.

Esto induce a pensar que el BCE debería llevar a cabo medidas más drásticas y menos cautelosas y convencionales. Entre las posibles medidas adicionales que se podrían llevar a cabo serían los tipos de interés negativos, así como la mayor compra de deuda pública o privada. En cuanto a los tipos de interés negativos su efecto sería forzar a los bancos a sacar sus depósitos y con ello, se reactivaría de forma más contundente la actividad económica en la zona euro.

A diferencia de la Reserva Federal, desde el BCE son conscientes de que aún no han conseguido el objetivo deseado, por lo que no sería de extrañar una implantación de políticas monetarias de QE más severas a largo plazo. Los últimos datos que tenemos es una ampliación del QE implantado en marzo del año 2015, hasta, en principio, diciembre del año 2017; no obstante, Mario Draghi, no descarta ampliarlo más si no se cumplen los objetivos deseados.

6.3 Comparativa de los objetivos entre la Reserva Federal y el BCE

La Reserva Federal y el BCE actúan sobre zonas económicas muy distintas, por lo que se puede decir que tienen poco en común. Aunque poseen herramientas similares ya que ambas son autoridades monetarias, pocas veces aplican las mismas políticas monetarias.

A lo largo de este trabajo se han tratado de explicar los objetivos buscados por la autoridad monetaria correspondiente, así como las medidas llevadas a cabo por estas para lograr los objetivos. Finalmente, he calculado y comentado el impacto de estas medidas sobre la economía real para determinar su eficacia. Aunque han sido originadas por razones distintas, se considera el factor detonante de la crisis, la quiebra de Lehman Brothers; ocasionó un importante desequilibrio en el mercado financiero.

El desarrollo de ambas políticas de QE ha sido notablemente distinto en ambas autoridades monetarias. Tomando la bajada de tipos de interés como punto de partida para ambas autoridades monetarias, a partir de entonces las políticas monetarias cambian. La Reserva Federal actuó de inmediato con la compra masiva de deuda soberana y MBS; continuó con esta tendencia, realizando más compras de deuda soberana y MBS, primero de forma puntual, y finalmente de forma mensual. Estas políticas han resultado ser muy positivas, ya que la tasa de desempleo se ha conseguido acercar a niveles estables (5% en el tercer trimestre de 2016) y la inflación se mantiene al 1,46%. No obstante, se advierte de posibles problemas inflacionistas, debido al importante aumento en la base monetaria. A pesar de esto, de momento se puede afirmar la eficiencia de esta política monetaria en Estados Unidos, ya que han conseguido los tres objetivos que busca la Reserva Federal: presentan un pleno empleo, una estabilidad de precios y unos moderados tipos de interés a largo plazo.

Las intervenciones del BCE han sido mucho más variadas y menos eficientes. Desde la instauración de los LTROs, se pudo observar como la economía de la eurozona aún se encontraba muy debilitada. Tras las distintas LTRO, se efectuó la primera QE en la Eurozona a partir de marzo del año 2015, consistiendo en la compra de bonos soberanos, de bonos del tesoro y de activos privados, para terminar con el objetivo de retornar el largo periodo de baja inflación. Los impactos de esta política monetaria no han sido los deseados. No se ha conseguido reducir la tasa de desempleo a niveles del 7% - 8% (niveles previos a la crisis, del año 2007), estando actualmente en un 9,7% (tercer trimestre del año 2016), aunque cada vez con mayor tendencia descendente. Esta tasa de desempleo actual, puede deberse al elevado desempleo de algunas economías individuales de la Eurozona, como España y Grecia. En cuanto a la inflación, se evidencia una época muy cambiante, actualmente situándose por debajo del deseado 2% (1,46% en diciembre del año 2016) La evolución de la base monetaria reflejan que las medidas tomadas apenas la han afectado, cuestionando realmente la efectividad de las políticas monetarias. De esta manera, se puede afirmar que las políticas monetarias que han tenido lugar en la eurozona no están cumpliendo con los objetivos establecidos por el BCE, por lo tanto, esto me hace plantearme que deberían haberse llevado a cabo medidas más agresivas, y así haberse visto efectos positivos en los distintos datos macroeconómicos con la misma rapidez y eficacia como las observadas en Estados Unidos por la Reserva Federal.

7 BIBLIOGRAFÍA

1- BRETT W. Fawley and Christopher J. Neely. Four Stories of Quantitative Easing. Federal Reserve Bank of St. Louis Review, January/February 2013, 95(1), pp. 51-88.

2- D'AMICO, Stefania, et al. The Federal Reserve's Large-scale Asset Purchase Programmes: Rationale and Effects. *The Economic Journal*, 2012, vol. 122, no 564.

3- ESTEVE, Vicente; PRATS, María. La utilización de medidas de política monetaria no convencional frente a la crisis financiera internacional. *Revista Principios*, 2011, vol. 19.

4- UNIÓN EUROPEA. Versión consolidada del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea. *Diario Oficial de la Unión Europea C*, 2012, vol. 83, p. 30.

5- GIANNONE, Domenico, et al. The ECB and the interbank market. *The Economic Journal*, 2012, vol. 122, no 564.

6- JOYCE, Michael, et al. Quantitative easing and unconventional monetary policy–an introduction. *The Economic Journal*, 2012, vol. 122, no 564.

7- LABONTE, Marc. Federal Reserve: Unconventional monetary policy options. *Congressional Research Service*, 2013, p. 7-7500.

8- MORALES SOLÁ, Pablo. La eficacia de las políticas monetarias de Quantitative Easing llevadas a cabo por la Reserva Federal de los Estados Unidos y por el Banco Central Europeo.2014.

9- MUÑOZ, Gerardo García; ORTIZ, Rodolfo Baeza. Las políticas monetarias heterodoxas en el contexto de la Gran Recesión. Un comparativo entre el Sistema de la Reserva Federal y el Banco Central Europeo. *Análisis Económico*, 2016, vol. 31, no 77, p. 177-204.

10- ROBERTS, Michael. *El BCE, QE y como escapar al estancamiento*. SinPermiso 25/1, 2015.

11- RODRÍGUEZ, Hilda Elena Puerta; MEXICO, CAMPUS AGUASCALIENTES. La crisis mundial: ¿nueva política económica? En *Desarrollo y crisis en el capitalismo*. Benemérita Universidad Autónoma de Puebla, 2013. p. 93-108.

PAGINA OFICIAL BANCO CENTRAL EUROPEO: Monetary Policy – "*Introduction*" Disponible en: https://www.ecb.europa.eu/mopo/intro/html/index.en.html

PAGINA OFICIAL BANCO CENTRAL EUROPEO: Monetary Policy - "Asset Purchase Programmes".
Disponible en: https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html

PAGINA OFICIAL BANCO CENTRAL EUROPEO: Media, 2015 “El BCE anuncia la ampliación de su programa de compra de activos”. Disponible en: https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122_1.es.html

PAGINA OFICIAL BANCO CENTRAL EUROPEO: 2011 “They monetary policy of the BCE” Disponible en: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/monetarypolicy2011en.pdf

PAGINA OFICIAL BANCO CENTRAL EUROPEO: “Funciones del BCE” Disponible en: https://www.ecb.europa.eu/ecb/tasks/html/index.es.html

PAGINA OFICIAL DEL SISTEMA DE LA RESERVA FEDERAL: “Purposes and Fuctions” Board of Governors of the Federal Reserve System. System Publications Disponible en: https://www.federalreserve.gov/pf/pdf/pf_complete.pdf

PAGINA OFICIAL DEL SISTEMA DE LA RESERVA FEDERAL: “Policy tools” Board of Governors of the Federal Reserve System. Disponible en: https://www.federalreserve.gov/pf/pdf/pf_3.pdf

PAGINA OFICIAL DEL SISTEMA DE LA RESERVA FEDERAL: “Federal Reserve Act” Board of Governors of the Federal Reserve System Disponible en: https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/fract.htm

PAGINA OFICIAL DEL SISTEMA DE LA RESERVA FEDERAL: 2015 “What were the Federal Reserve´s large-scale asset purchase?” Board of Governors of the Federal Reserve System. Disponible en: https://www.federalreserve.gov/faqs/what-were-the-federal-reserves-large-scale-asset-purchases.htm

PAGINA OFICIAL DEL BANCO DE ESPAÑA: “Politica Monetaria” Disponible en: http://www.bde.es/bde/es/areas/polimone/

PAGINA OFICIAL DEL BANCO DE INGLATERRA: “What is Quantitative Easing?” Disponible en: http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/pages/qe/default.aspx

.