



TRABAJO FIN DE GRADO
GRADO EN ECONOMÍA FINANCIERA Y ACTUARIAL
CURSO ACADÉMICO 2024/2025
CONVOCATORIA MARZO

TÍTULO:
COMPARATIVA Y EVALUACIÓN DE POLÍTICAS MONETARIAS
NO CONVENCIONALES ENTRE BANCOS CENTRALES

AUTORA: GARCÍA PEINADO, ÁNGELA MARÍA (49068612-K)

TUTOR: SANCHÉZ BAYÓN, ANTONIO (PhD5)

Fecha: 11 de marzo de 2024

ÍNDICE

RESUMEN/ABSTRACT	2
PARTE INTRODUCTORIA	3
1. PRESENTACIÓN DE LA INVESTIGACIÓN.....	3
1.1. Interés del estudio.....	3
1.2. Objetivos y plan de trabajo.....	4
2. MARCO TEÓRICO Y METODOLÓGICO.....	4
2.1. Escuelas empleadas: Economía pública vs Economía Política.....	4
2.2. Estado de la cuestión.....	5
PARTE GENERAL.....	6
3. CONTEXTO HISTÓRICO.....	6
3.1. La Gran Recesión económica del 2008.....	6
3.2. Política monetaria europea.....	13
4. ANÁLISIS DE LAS POLÍTICAS MONETARIAS NO CONVENCIONALES.....	17
PARTE ESPECIAL.....	35
5. FORMULACIÓN, IMPLANTACIÓN E IMPACTO DE LAS POLÍTICAS MONETARIAS NO CONVENCIONALES.....	35
6. BANCOS CENTRALES DOMÉSTICOS Y GOBIERNOS.....	41
FUENTES CONSULTADAS	48
ANEXO.....	52

RESUMEN/ABSTRACT

Este estudio ofrece un análisis de economía política, macroeconomía y finanzas, sobre políticas monetarias no convencionales entre Bancos Centrales. Entre las políticas monetarias no convencionales que se evalúan se encuentran las siguientes: *quantitative easing*, *tapering*, *liftoff and rolloff*. Estas medidas han pretendido reactivar la economía y mantener estabilidad económica-financiera, cuestión a comprobar empíricamente. Se estudia aquí la formulación, implementación y evaluación de dichas políticas monetarias no convencionales, comparándose entre países dentro de la Eurozona y el resto de los países de la Unión Europea, más otros casos comparados de la OCDE en los que también se han aplicado estas políticas no convencionales.

Palabras clave: Políticas monetarias no convencionales, flexibilización cuantitativa, reducción gradual, desinversión gradual, aumento tasas de interés.

Cód. JEL: E52, E58, G21, F15, A12

COMPARATIVE AND EVALUATION OF UNCONVENTIONAL MONETARY POLICIES BETWEEN CENTRAL BANKS.

This study provides a political economy, macroeconomics, and finance analysis of unconventional monetary policies among Central Banks. Among the unconventional monetary policies evaluated are the following: quantitative easing, tapering, liftoff and rolloff. These measures have been intended to reactivate the economy and maintain economic-financial stability, a matter to be empirically verified. The formulation, implementation and evaluation of these unconventional monetary policies are studied here, comparing countries within the Eurozone and the rest of the European Union, as well as other OECD comparative cases in which these unconventional policies have also been applied.

Key words: Unconventional Monetary Policies, QE, Tapering, Liftoff, Rolloff.

Cód. JEL: E52, E58, G21, F15, A12

PARTE INTRODUCTORIA

1. PRESENTACIÓN DE LA INVESTIGACIÓN.

1.1. Interés del estudio.

El estudio, de naturaleza científica y académica, tiene como objetivo comprender y analizar el contexto histórico que condujo a la Gran Recesión de 2008, con un enfoque especial en la política monetaria europea. Se abordan aspectos clave como la crisis financiera desencadenada por la quiebra de Lehman Brothers, la propagación de las hipotecas subprime y el uso de instrumentos financieros complejos como CDO y CDS. Además, se destaca la relevancia de entender cómo la política monetaria de Estados Unidos influyó en la crisis, con una atención particular a la fluctuación de tasas de interés y su impacto en la demanda de préstamos y la creación de activos respaldados por deuda.

El estudio se sumerge en la titulación de activos y su papel en la creación de CDO y CDS, explicando la complejidad de estos instrumentos financieros y su contribución a la falta de comprensión de los riesgos asociados. Se aborda también la relación entre los CDS y la crisis, señalando su papel en la propagación y magnificación de los problemas económicos.

Además, se examina la respuesta de la FED a la crisis, destacando la adopción de medidas no convencionales como la flexibilización cuantitativa y recortes agresivos de tasas para estabilizar los mercados financieros. Se resalta la importancia de la coordinación global de políticas monetarias, con otros bancos centrales reduciendo tasas e implementando medidas similares.

En el contexto europeo, se presenta el papel del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) y del Banco Central Europeo (BCE) en la formulación de políticas monetarias, proporcionando detalles sobre la estrategia del BCE, enfocada en la estabilidad de precios y la implementación de medidas no convencionales, como la adquisición de activos.

En resumen, el estudio busca proporcionar una visión integral del contexto histórico y las políticas monetarias que dieron forma a la Gran Recesión de 2008, con especial énfasis en las políticas no convencionales y su impacto desde una perspectiva científica, académica y social.

1.2. Objetivos y plan de trabajo.

El objetivo de este estudio es analizar el impacto de las políticas monetarias no convencionales en variables económicas cruciales, como tasas de interés, inflación y actividad económica. A través de una revisión exhaustiva de la literatura, se explorarán marcos teóricos neoclásicos y keynesianos, considerando principios económicos fundamentales y proponiendo proposiciones teóricas. Se recopilará y analizará evidencia empírica, utilizando datos históricos para examinar la implementación de PMNC en diferentes contextos económicos. El plan de trabajo incluye la síntesis de perspectivas neoclásicas y keynesianas, así como la incorporación de una perspectiva liberal para evaluar la eficacia y sostenibilidad de las medidas no convencionales. Se espera que este enfoque multidimensional proporcione una comprensión integral de cómo las PMNC afectan las variables económicas, contribuyendo así al conocimiento académico y científico sobre políticas monetarias en situaciones excepcionales.

2. MARCO TEÓRICO Y METODOLÓGICO.

2.1. Escuelas empleadas: Economía pública vs Economía Política.

En la exploración de las escuelas económicas pertinentes para este estudio, se abordarán las perspectivas de la Economía Pública y la Nueva Economía Política, centrándose especialmente en los enfoques neokeynesianos y postkeynesianos frente a los neoinstitucionalistas (junto con la Escuela Austriaca, como se viene realizando desde la Univ. George Mason, Univ. Rey Juan Carlos, etc.). La Economía Pública destaca la intervención activa del Estado para corregir fallas del mercado y lograr estabilidad económica, mientras que la Nueva Economía Política examina las relaciones de poder y distribución de recursos en el sistema económico (atendiéndose a incentivos, eficiencia y calidad institucional, más riesgos de redes clientelares, buscadores de rentas, etc.). En el contexto de la política monetaria, se analizará la influencia de las teorías neokeynesianas y postkeynesianas, que abogan por medidas contracíclicas y la importancia de gestionar la demanda agregada. Se prestará atención especial a la función de los bancos centrales, que, al tener el monopolio del curso legal y la emisión de monedas, desempeñan un papel crucial en la implementación de políticas monetarias y en la regulación de la oferta monetaria para alcanzar objetivos

macroeconómicos. Este análisis permitirá comprender las dinámicas interrelacionadas entre las escuelas económicas mencionadas y su influencia en la formulación y ejecución de políticas monetarias no convencionales.

2.2. Estado de la cuestión.

El estudio de Economía Política, Macroeconomía y Economía Aplicada se centra en comprender los ciclos económicos y gestionar las crisis recurrentes mediante marcos teóricos y metodológicos de Economía Pública y Nueva Economía Política, más la Escuela Austriaca, con un enfoque específico en el modelo de Garrison sobre la Macroeconomía del capital (Alonso-Neira et al, 2023; Sánchez-Bayón et al, 2022 y 2023). La investigación profundiza en las ampliaciones y aplicaciones del modelo, haciéndolo más sofisticado y útil para ilustrar la teoría austriaca del ciclo y del capital en campos específicos afectados por cuestiones monetarias, fiscales y externas. El objetivo principal es mejorar el conocimiento disponible sobre los complejos fenómenos económicos para prevenir y manejar mejor las crisis. Además, busca fomentar el diálogo entre distintas escuelas económicas en la síntesis heterodoxa.

Ofreciendo una historia intelectual de la revisión de la teoría de ciclos, aplicándola a la Eurozona con sus auges y recesiones, se destaca la ilustración del caso español y su ciclo, desde el auge por la incorporación del euro hasta una subida continua de precios y la generación de burbujas debido a políticas fiscales y monetarias expansivas. Este enfoque se basa en una síntesis heterodoxa que combina aportes de la Escuela Austriaca con enfoques neoinstitucionalistas y culturales, permitiendo una mejor ilustración empírica de la teoría económica. Sobre estos trabajos se basa el estado de la cuestión actual y su debate.

PARTE GENERAL

3. CONTEXTO HISTÓRICO.

En el siguiente apartado se exponer se analiza el contexto histórico en el que se va a desarrollar el estudio y la situación de la política monetaria europea.

3.1. La Gran Recesión económica del 2008.

La gran recesión económica de 2008 se conoce como la crisis financiera más importante después de la Gran Depresión de 1929, esta crisis financiera afectó indistintamente de manera negativa a todos los países.

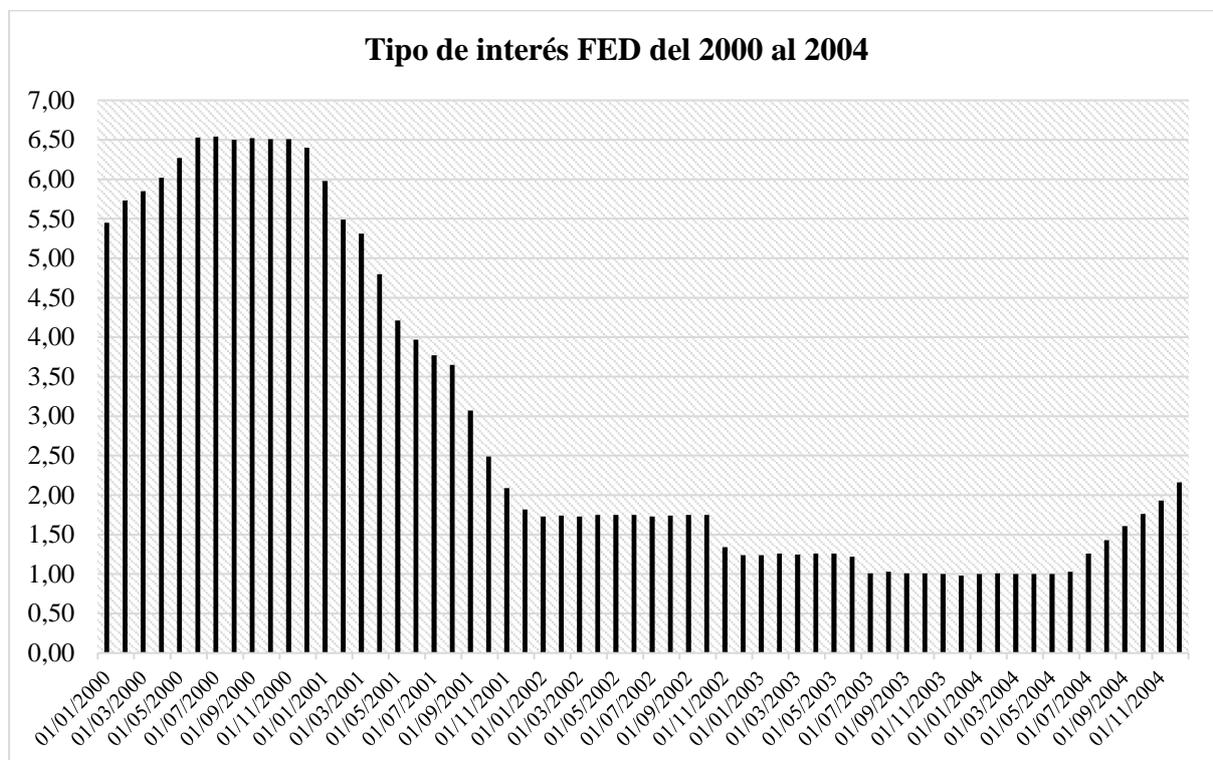
En las siguientes líneas se analizan brevemente las causas y los efectos de esta crisis financiera en todos los países, la cual afectó perjudicialmente tanto económica como socialmente.

Se recuerda el 15 de septiembre de 2008 como uno de los días más oscuros en los mercados financieros; varios días antes a esta fecha, los índices bursátiles se encontraban en rojo y el sistema financiero de Estados Unidos a punto de derrumbarse. Al finalizar dicho día el banco estadounidense Lehman Brothers quebró, el cual hasta entonces se encontraba entre los gigantes financieros estadounidenses como AIG o Fannie Mae et Fraddie Mac. La consecuencia más importante de la quiebra de Lehman Brothers fue el estallido de las hipotecas subprime.

Varios años antes, en concreto, en el año 2001 Estados Unidos sufrió atentados terroristas, provocando con esto una considerable inestabilidad en los mercados financieros. Con la finalidad de reactivar la economía y dejar atrás esta inestabilidad, el Sistema de la Reserva Federal (FED) tomó la decisión de bajar las tasas de interés de referencia con el objetivo de incentivar a los agentes económicos a consumir e invertir.

El tipo de interés durante los años de 2001 a 2004 fue descendiendo, llegando casi a niveles del 1,00% a finales del 2003 como se puede ver en la gráfica 1; esta caída se tradujo en un aumento de demanda de dinero por parte de las familias a los bancos, dicha demanda de dinero se convirtió en un exceso de gasto en la compra de viviendas. Los bancos otorgaron

préstamos a las familias, sin embargo, se otorgaron a familias que no tenían suficiente respaldo económico, es decir, se prestaban a familiar con baja calificación crediticia.



Gráfica 1: Tipo de interés del 2000 al 2004. Fuente: Elaboración propia (FRED, 2023)

Tras la concesión de dichos préstamos a las familias, se crearon nuevos instrumentos financieros; varios créditos hipotecarios se unían en un solo título para así poder intercambiarlos en el mercado financiero. Conocido como titulización, para poder continuar se debe definir lo que es la titulización. La definición que se puede encontrar en la Real Academia Española es la siguiente: “convertir determinados activos, generalmente préstamos, en valores negociables en el mercado”. A su vez, Andreas Jobst escribió la siguiente definición para el Fondo Monetario Internacional: “Proceso a través del cual se agrupan en un fondo común ciertos tipos de activos para transformarlos en títulos negociables que devengan interés. Esos títulos se venden y los compradores luego perciben el principal y los intereses”. Y por último, Fomento de Financiación Empresarial lo define como “aquella operación por la que el titular de derechos de crédito presentes o futuros anticipa su cobro mediante la cesión de los mismos, a cambio de un precio, o celebra un contrato de derivado de crédito, a cambio de una prima, con un patrimonio sin personalidad, denominado fondo de titulización, gestionado por una sociedad gestora de fondos de titulización”. En resumen, de manera muy

simplificada se podría decir que la titulación sería un mecanismo mediante el que se transforma los derechos de crédito en títulos de deuda para finalmente colocarlos en el mercado (Saez, 2014).

Los más comunes y los que mayor influencia tuvieron en esta crisis fueron los CDO (Collateralized debt obligation) y CDS (Credit default swap o permuta de incumplimiento crediticio).

Un CDO es un instrumento financiero estructurado que se compone de un conjunto diversificado de valores respaldados por deuda, como bonos corporativos, hipotecas residenciales o préstamos comerciales. Los CDO se dividen en tramos con diferentes niveles de riesgo y rendimiento. Los inversionistas que compran tramos más arriesgadas tienen la posibilidad de obtener mayores rendimientos, pero también enfrentan un mayor riesgo de pérdida.

Su funcionamiento es muy simple, generan flujos de efectivo a través de los pagos de intereses y principal de los activos subyacentes. Estos flujos se distribuyen a los inversores de acuerdo con la prioridad de sus tramos. Los inversores en tramos más arriesgadas pueden obtener rendimientos más altos, pero también enfrentan la posibilidad de pérdidas si los activos subyacentes no cumplen con sus obligaciones.

En relación con la crisis financiera de 2008, ya que algunos CDO respaldados por hipotecas de baja calidad contribuyeron a la propagación de la crisis. La complejidad y opacidad de estas estructuras financieras contribuyeron a la falta de comprensión de los riesgos asociados.

Un CDS es un derivado financiero que actúa como un contrato de seguro contra el incumplimiento de un emisor de deuda (como bonos corporativos). Los CDS ofrecen a los inversionistas la oportunidad de cubrirse contra el riesgo de crédito o especular sobre la calidad crediticia de un emisor sin poseer directamente los valores subyacentes.

Hay dos partes que interactúan en el riesgo, la parte del comprador y la parte del vendedor; el comprador paga primas al vendedor y recibe protección contra el incumplimiento del emisor subyacente mientras que, el vendedor recibe primas del comprador y asume la obligación de pagar si el emisor subyacente experimenta un evento de crédito.

Si el emisor subyacente no incumple durante la vida del CDS, el vendedor simplemente recibe las primas y el comprador obtiene la tranquilidad de que está protegido contra el riesgo de crédito. Si ocurre un evento de crédito, el vendedor del CDS debe pagar al comprador la diferencia entre el valor nominal del bono y el valor recuperado del activo en caso de incumplimiento.

Los CDS se utilizan para gestionar el riesgo crediticio. Los inversores pueden comprar CDS para cubrir sus tenencias de bonos o para especular sobre la calidad crediticia de un emisor sin tener que poseer los bonos directamente.

Los CDS y los CDO son instrumentos financieros derivados que, a pesar de compartir similitudes en el mercado, tienen propósitos y estructuras distintas. El CDS funciona como un contrato de seguro contra el incumplimiento crediticio de un emisor específico, mientras que el CDO es un instrumento estructurado respaldado por una cartera diversificada de deuda.

En términos de naturaleza, el CDS opera como un contrato bilateral entre el comprador y el vendedor, mientras que el CDO se emite y se vende en el mercado de capitales como un instrumento estructurado. Además, el riesgo cubierto difiere entre ambos; el CDS se centra en el incumplimiento crediticio de un emisor específico, mientras que el CDO puede contener diversos activos subyacentes, como bonos corporativos, hipotecas y otros valores respaldados por activos.

Desde la perspectiva del inversionista, aquellos que participan en CDS buscan gestionar o especular sobre el riesgo de crédito de un emisor en particular, mientras que los inversores en CDO buscan diversificación y rendimientos a través de la inversión en tranches con diferentes perfiles de riesgo y rendimiento.

En cuanto a la estructura de pagos, el comprador del CDS paga primas periódicas al vendedor a cambio de protección contra el incumplimiento, y en un evento de crédito, el vendedor paga al comprador la diferencia entre el valor nominal del bono y el valor recuperado del activo. Por otro lado, los flujos de efectivo en un CDO provienen de los pagos de intereses y principal de los activos subyacentes, y estos flujos se distribuyen a los inversores según la jerarquía de tramos.

Ambos instrumentos se volvieron significativos en el contexto de la crisis financiera de 2008, con CDS vinculados a instrumentos respaldados por hipotecas subprime y CDO siendo factores clave en la propagación de la crisis.

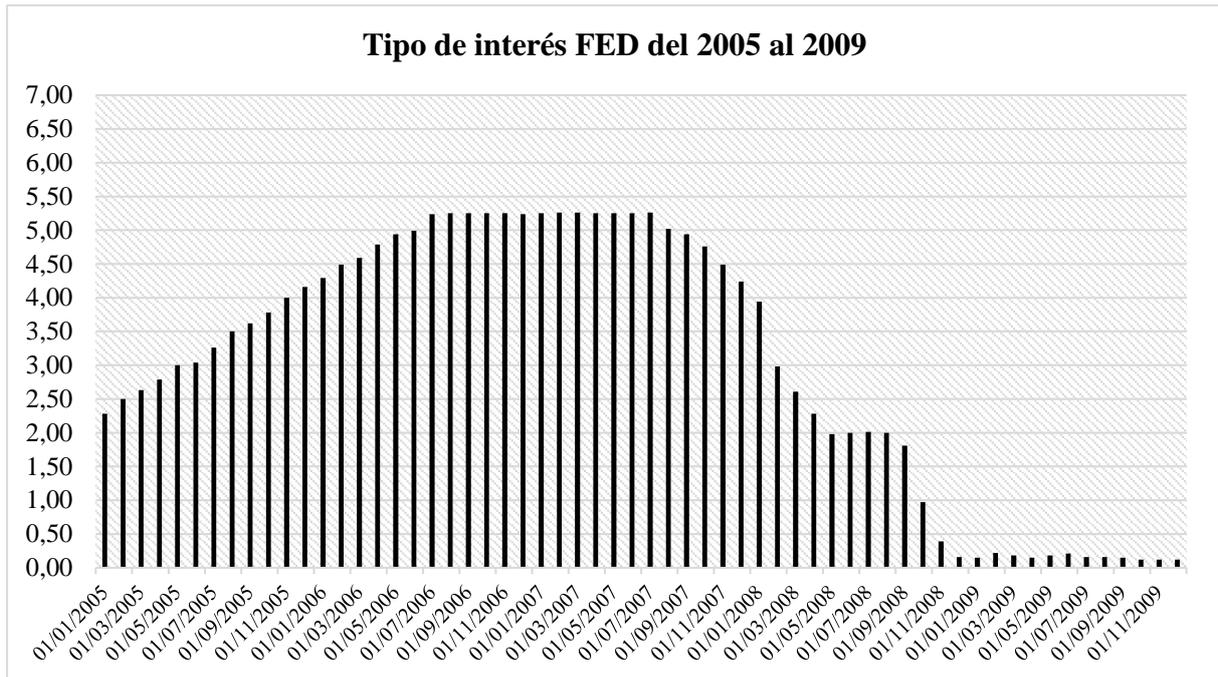
La relación entre los CDS y la crisis financiera de 2008 es un aspecto importante y controvertido de ese período. Los CDS, incluyendo las permutas por incumplimiento, jugaron un papel significativo en la propagación y magnificación de los problemas económicos durante la crisis. Aquí hay algunos aspectos clave de esa relación:

- **Exposición a Hipotecas Subprime:** Durante la burbuja inmobiliaria previa a la crisis, se emitieron numerosos productos financieros respaldados por hipotecas subprime. Los CDS estaban vinculados a estos productos y se utilizaban como instrumentos para cubrir el riesgo de incumplimiento asociado con las hipotecas subprime.
- **Opacidad y Complejidad:** La complejidad y la opacidad de los CDS contribuyeron a la falta de comprensión sobre la verdadera exposición al riesgo. Los inversionistas y las instituciones financieras no siempre tenían una visión clara de cómo estaban conectados entre sí a través de estos derivados, lo que aumentó la incertidumbre y la propagación de la crisis.
- **Impacto en Instituciones Financieras:** La crisis financiera desencadenó una serie de eventos de incumplimiento crediticio, y los CDS jugaron un papel crucial en la determinación de quiénes eran los tenedores de riesgo en esos eventos. La quiebra de Lehman Brothers en 2008, por ejemplo, resultó en grandes pagos de CDS, afectando a las instituciones financieras que eran vendedores de protección.
- **Desencadenantes de la Crisis:** La sobreexposición a activos tóxicos respaldados por hipotecas, junto con las apuestas y la especulación utilizando CDS, contribuyó a la crisis financiera global. Cuando los valores respaldados por activos subprime perdieron valor, las instituciones financieras enfrentaron pérdidas significativas, lo que llevó a eventos de incumplimiento y pagos de CDS, exacerbando la crisis.
- **Reacciones del Mercado:** La falta de transparencia en el mercado de CDS y la incertidumbre sobre las exposiciones crediticias llevaron a una falta de confianza entre las instituciones financieras, lo que a su vez contribuyó al congelamiento de los mercados crediticios y a la severidad de la crisis.

En resumen, los CDS, incluyendo las permutas por incumplimiento, desempeñaron un papel central en la crisis de 2008 al amplificar el riesgo crediticio, contribuir a la opacidad del sistema financiero y afectar la estabilidad de las instituciones financieras. La gestión inadecuada de estos derivados contribuyó significativamente a la magnitud y gravedad de la crisis económica.

En el año 2004 la FED comenzó a aumentar el tipo de interés para poder combatir la inflación, y pasó de cifras del 1,00% llegando al 5,00% en el 2007 como se puede ver en la gráfica 2; debido a que la mayoría de los préstamos se contrataron con una tasa variable, el crédito poco a poco fue más caro para aquellas familias que los contrataron. Cabe recalcar, como anteriormente se ha mencionado, que la mayoría de estos créditos fueron contratados por las familias con baja calificación crediticia; lo que dio lugar a un impago de dichos créditos y por lo tanto, la necesidad de vender dichos inmuebles. Este aumento en la oferta fue mucho mayor que la demanda de los inmuebles, provocando un descenso en los precios. Dicho suceso evocó en el estallido de las hipotecas subprime, que más tarde sería conocida como la Gran Recesión económica del 2008.

La combinación de tasas de interés más altas, impagos generalizados y la sobreoferta resultó en el estallido de las hipotecas subprime. La crisis financiera de 2008 fue desencadenada por el colapso de estos activos respaldados por hipotecas, lo que tuvo un impacto sistémico en el sistema financiero global.



Gráfica 2. Tipo de interés del 2005 al 2009. Fuente: Elaboración propia (FRED, 2023)

A finales de 2008 y principios de 2009, en respuesta a la crisis financiera y económica global, la FED (FED) y otros bancos centrales adoptaron medidas significativas para contrarrestar la recesión y estabilizar los mercados financieros. Aquí hay algunos acontecimientos clave relacionados con las tasas de interés durante ese período:

- **Recorte Agresivo de Tasas por la FED:** Para contrarrestar la crisis financiera, la FED adoptó una política monetaria expansionista. A partir de septiembre de 2007 y durante 2008, la FED realizó una serie de recortes de tasas de interés. A finales de 2008, la tasa de fondos federales estaba cerca de cero, estableciéndose en un rango objetivo de 0-0.25%.
- **Política de Tasas Bajas en Todo el Mundo:** Otros bancos centrales, incluyendo el Banco Central Europeo (BCE) y el Banco de Japón, también redujeron sus tasas de interés durante este período para estimular la economía y aliviar la presión sobre los mercados financieros.
- **Medidas No Convencionales:** Además de los recortes de tasas convencionales, la FED implementó medidas no convencionales, como la compra masiva de activos (programas de flexibilización cuantitativa) para inyectar liquidez en los mercados financieros y reducir las tasas de interés a largo plazo.

- **Estímulo Fiscal:** Además de las acciones de los bancos centrales, muchos gobiernos implementaron programas de estímulo fiscal para impulsar la demanda y apoyar la economía. La combinación de políticas monetarias y fiscales tenía como objetivo restaurar la confianza y fomentar la recuperación económica.

Estas medidas fueron adoptadas para contrarrestar la profunda recesión económica que siguió a la crisis financiera de 2008, y reflejan la necesidad de políticas expansivas para estimular el gasto, reducir las tasas de interés y restaurar la estabilidad en los mercados financieros. La política monetaria acomodaticia y las tasas de interés cercanas a cero se mantuvieron durante un período prolongado para respaldar la recuperación económica y evitar una deflación perjudicial.

En el siguiente punto se profundizará aún más la situación que al caso de estudio atañe, que es la situación en la Eurozona.

3.2. Política monetaria europea.

Antes de comenzar con el análisis de las políticas monetarias no convencionales llevadas a cabo por parte del BCE. Se exponen consideraciones preliminares relativas a la política monetaria europea y a su historia que se precisan conocer.

El encargado de la política monetaria europea es el SEBC el cual está conformado por el BCE y los bancos centrales nacionales de los Estados miembros que comprenden la Unión. El SEBC tiene como objetivo principal el de mantener estable los precios¹. Para poder llevar a cabo su objetivo, el Consejo de Gobierno del BCE centra sus decisiones en la ejecución de políticas monetarias convencionales así como no convencionales. Estas últimas serán las que se analizan en el siguiente estudio; entre ellas se encuentran la adquisición de activos y títulos de deuda soberana en los mercados secundarios, entre otras.

¹ En virtud del artículo 127, apartado 1, del TFUE, el objetivo principal del SEBC es mantener la estabilidad de los precios. Sin perjuicio de este objetivo, el SEBC apoya las políticas económicas generales de la Unión con el fin de contribuir a la realización de los objetivos de la Unión. El SEBC actúa con arreglo al principio de una economía de mercado abierta y de libre competencia, fomentando una asignación eficiente de recursos (artículo 127, apartado 1, del TFUE).

La estrategia del BCE fue revisada por última vez en el 2021 la cuál volverá a ser revisada en el 2025. Los puntos más destacados de esta estrategia son los siguientes:

- La economía de la eurozona ha sufrido cambios estructurales como una gran descenso en el crecimiento tendencial, que se asocia a un menor crecimiento de la productividad y a factores demográficos. Por lo que se ha reducido el margen que tienen el BCE (BCE) para lograr sus objetivos basándose en las variaciones de los tipos de interés oficiales.
- Su estrategia se fundamenta en el mandato otorgado por el Tratado de la Unión Europea y el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea. Su principal objetivo es preservar la estabilidad de precios en la zona del euro. Además, el Eurosistema respaldará las políticas económicas generales de la UE para contribuir a la consecución de los objetivos de la Unión, según lo establecido en el artículo 3 del Tratado de la Unión Europea. Estos objetivos abarcan un crecimiento económico, una economía social de mercado altamente competitiva orientada hacia el pleno empleo y el progreso social, así como un alto nivel de protección y mejora de la calidad del medio ambiente. Además, el Eurosistema colaborará en la adecuada gestión de las políticas llevadas a cabo por las autoridades competentes en relación con la supervisión prudencial de las entidades de crédito y la estabilidad del sistema financiero.
- El Consejo de Gobierno reafirma que el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) sigue siendo el indicador de precios apropiado para evaluar el logro del objetivo de estabilidad de precios. No obstante, reconoce que la incorporación de los costos vinculados a la vivienda en propiedad en el IAPC proporcionaría una representación más precisa de la tasa de inflación relevante para los hogares.
- Un nivel de inflación superior al 0 % brinda espacio a la política monetaria para disminuir los tipos de interés en situaciones adversas y proporciona un margen de seguridad ante el riesgo de deflación, influyendo positivamente en el nivel tendencial de los tipos de interés nominales. La experiencia acumulada desde 2003 ha subrayado la importancia macroeconómica de este margen inflacionario.

- El Consejo de Gobierno sostiene que la manera más efectiva de preservar la estabilidad de precios es establecer un objetivo de inflación del 2 % a medio plazo.
- El Consejo de Gobierno reconoce la relevancia de considerar las consecuencias asociadas al límite inferior efectivo². Específicamente, cuando la economía se acerca a este límite, se requieren medidas de política monetaria más enérgicas o sostenidas para prevenir que las desviaciones negativas respecto al objetivo de inflación se consoliden.
- El BCE se compromete a mantener la estabilidad de precios, apuntando a una inflación cercana al 2% a medio plazo. Utiliza diversos instrumentos, como tipos de interés, forward guidance, compras de activos y operaciones de financiación a largo plazo.
- Las decisiones de política monetaria se basarán en una evaluación integral, considerando análisis económico y monetario-financiero. El análisis económico se enfoca en el desarrollo tanto real como nominal de la economía, mientras que el análisis monetario y financiero se dedica a examinar los indicadores monetarios y financieros.
- Se reconoce el impacto del cambio climático y se compromete a incorporar factores climáticos en las evaluaciones y adaptar el marco operativo de la política monetaria.
- La comunicación de decisiones se adaptará para reflejar la estrategia revisada, con versiones en varios niveles y enfoque en la interacción con el público.
- Se planea evaluar periódicamente la estrategia, con la próxima evaluación prevista para 2025.

La Unión Económica y Monetaria (UEM) es la integración económica de los diferentes países de la Unión. Esta Unión aparece debido a la expansión de un mercado único para

² Se refiere al hecho de que los tipos de interés nominales no pueden caer por debajo de cero. Cuando la economía se acerca a este límite, las herramientas tradicionales de política monetaria, como la reducción de las tasas de interés, pueden volverse menos efectivas para estimular la economía.

todos, el cuál recoge normas comunes para los productos, así como la libre circulación de mercancías, capitales, trabajadores y servicios entre los países que la conforman. La moneda común de la zona del euro es el euro, la cual está integrada por diecinueve países.

El Eurosistema, conformado por el Comité Ejecutivo del BCE y por los gobernadores de los bancos centrales de la zona euro, son los encargados de establecer las políticas monetarias comunes que se perfeccionan con normas fiscales y la coordinación de las políticas económicas. Entre los objetivos de la UEM se encuentran los siguientes: la aplicación de una política monetaria con el objetivo principal de estabilizar los precios; evitar las consecuencias negativas de la financiación pública insostenible, evitando la aparición de desequilibrio macroeconómicos y armonizar las políticas económicas; y por último, asegurar el correcto funcionamiento del mercado único.

Las instituciones bajo las que recae la responsabilidad de determinar la política monetaria europea son: el BCE (BCE), el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), el Comité Económico y Financiero (CEF), el Eurogrupo y el Consejo de Ministros de Economía y Hacienda (Ecofin). Estas instituciones aparte de encargarse de establecer las políticas monetarias, también tienen la responsabilidad de determinar las normas por las que se rige la emisión de euros y la estabilización de precios dentro de la Unión.

4. ANÁLISIS DE LAS POLÍTICAS MONETARIAS NO CONVENCIONALES.

En este apartado se explicarán los puntos más relevantes sobre las políticas monetarias no convencionales. Es importante conocer la diferencia entre políticas monetarias convencionales y no convencionales.

Las políticas monetarias convencionales y no convencionales se diferencian principalmente en los instrumentos y enfoques que emplean para influir en la economía.

Las políticas monetarias convencionales implican el control de las tasas de interés a corto plazo mediante la variación de la oferta de dinero. Los bancos centrales suelen ajustar las tasas de interés para estimular o frenar la actividad económica, afectando la inversión y el consumo.

Por otro lado, las políticas monetarias no convencionales se aplican cuando las tasas de interés convencionales se acercan a cero y la economía aún necesita estímulo. Estas incluyen medidas como la flexibilización cuantitativa, donde se compra una cantidad significativa de activos financieros para aumentar la liquidez y reducir las tasas de interés a largo plazo. También pueden involucrar la orientación de la curva de rendimiento, donde se manipulan las tasas de interés a diferentes plazos.

Mientras que las políticas monetarias convencionales se centran en ajustar las tasas de interés a corto plazo, las no convencionales recurren a medidas más directas, como la expansión del balance y la manipulación de la curva de rendimiento, cuando las tasas convencionales están limitadas.

Estas políticas se llevan a cabo por parte de los bancos centrales como respuesta a las crisis económicas. A continuación, se responderán a varias cuestiones entre las que se encuentran las siguientes: qué se entiende por política monetaria no convencional y cuáles son sus características, por qué y cuándo deben los bancos centrales recurrir a estas medidas, y cómo las llevan a cabo si es necesario y, por último, cómo y cuándo deben los bancos revertir este estímulo.

Una de las primeras dificultades de trabajar con políticas monetarias no convencionales es proporcionar una definición global y exacta.

Como se ha mencionado anteriormente las políticas monetarias se encargan de fijar la tasa de interés para el mercado monetario interbancario³, y establecer la oferta de dinero del banco central para ese objetivo mediante operaciones de mercado abierto⁴.

Para poder minimizar el riesgo, el BCE no interfiere en los préstamos al sector privado o al sector público, ni en la compra de bonos, deudas u otro tipo de instrumento de deuda. Es decir, al controlar la tasa de interés el BCE controla las condiciones de liquidez e intenta mantener la estabilidad de precios a medio plazo. Esto ha demostrado ser una forma fiable de proporcionar un estímulo suficiente para la economía en los periodos de recesión, así como la contención de presiones inflacionarias y de garantizar el buen funcionamiento de los mercados monetarios.

Sin embargo, en períodos anómalos estas políticas monetarias convencionales son insuficientes para cumplir los objetivos, por lo que se recurre a las políticas monetarias no convencionales. Pero ¿y por qué las políticas monetarias convencionales son insuficientes llegados a este punto, y se llegan a implementar las políticas no convencionales?

El impacto económico es tan fuerte que la tasa de interés nominal debe reducirse al cero por ciento, llegado a este punto los estímulos monetarios que se lleven a cabo deben ser a través de políticas monetarias no convencionales para que el estímulo cumpla con el objetivo. Entonces para lograr un verdadero estímulo monetario cuando se encuentra en esta situación del cero por ciento del tipo de interés nominal se deben de realizar alguna de las siguientes políticas: orientar las expectativas de tasa de interés en un medio plazo; reorganizar la composición del balance del BCE y ampliar el tamaño de este. Estas medidas están diseñadas para mejorar las condiciones de financiamiento.

Entrando en más detalle dichas estrategias, la primera estrategia es orientar las expectativas de tasa de interés en un medio plazo. Esto implica comunicar claramente al

³ Los bancos de la eurozona se prestan dinero unos a otros para así poder cubrir sus necesidades de financiamiento a corto plazo. Esta tasa es influenciada por las decisiones y políticas del BCE.

⁴ Son estrategias utilizadas por los bancos centrales para influir en la oferta de dinero y las tasas de interés. A través de la compra o venta de valores en el mercado, los bancos centrales ajustan la liquidez del sistema financiero. Las operaciones de compra aumentan la oferta de dinero, disminuyendo las tasas de interés, mientras que las operaciones de venta tienen el efecto contrario. Estas herramientas son cruciales para implementar la política monetaria, permitiendo a los bancos centrales alcanzar objetivos como el control de la inflación y el estímulo del crecimiento económico.

público y a los agentes económicos las expectativas del banco central sobre la dirección futura de las tasas de interés a medio plazo. Al hacerlo, se busca influir en el comportamiento de los actores del mercado y fomentar condiciones financieras favorables.

La segunda estrategia es reorganizar la composición del balance del BCE. Esto se refiere a ajustar los activos que conforman el balance del BCE, como bonos y valores. Al modificar la tenencia de estos activos, el banco central puede afectar las condiciones financieras y generar estímulos adicionales a la economía.

La tercera estrategia es ampliar el tamaño de este. Se refiere a la expansión cuantitativa o la compra de activos por parte del BCE para aumentar la liquidez en el sistema financiero. Al incrementar el tamaño del balance, el banco central busca reducir las tasas de interés y mejorar las condiciones de financiamiento, lo que puede estimular la actividad económica.

Aunque la tasa de interés esté por encima del cero por ciento esta tipología de políticas también puede llevarse a cabo en el caso de que la transmisión de la política monetaria no sea efectiva, es decir, que las herramientas convencionales como el ajuste del tipo de interés sea menos efectivo. Si llegase el caso, en el que se encontrase en estas circunstancias tan extraordinarias, los bancos centrales podrían: reducir aún más las tasa de interés nominal a corto plazo y/o actuar directamente en el proceso de transmisión a través de políticas no convencionales.

Con la crisis financiera de 2008 los bancos centrales mundiales tuvieron que intervenir para poder proporcionar liquidez a los mercados convencionales. Los bancos comenzaron con políticas convencionales que si fueron eficaces hasta cierto punto, no operaban con la normalidad que deberían, sin embargo, con las operaciones de refinanciamiento a largo plazo el mercado empezaba a operaba con cierta normalidad. Pero la situación se tornó cuando llegó septiembre, después del colapso de Lehman Brothers, la disparidad que había entre el Euribor a tres meses y la tasa de interés EONIA⁵, que de media tendría que ser de diez puntos básicos, alcanzó un máximo histórico de 156 puntos básicos a mediados de octubre. Lo que dio lugar a

⁵ La tasa de interés EONIA (Euro Overnight Index Average) es una medida de la tasa de interés a un día para las transacciones interbancarias en euros en la zona del euro. Representa el promedio ponderado por volumen de las tasas de interés aplicadas a las operaciones no garantizadas durante la noche entre bancos en la zona del euro. La tasa EONIA es una referencia clave para los mercados financieros y es utilizada como un indicador del costo del dinero en la región del euro.

que la liquidez que había en el mercado se agotase y los agentes económicos perdieron la confianza en el mercado.

Con estas circunstancias tan extraordinarias en el mercado, las políticas monetarias convencionales no hubieran sido suficiente, es decir, con reducir el tipo de interés no habría sido suficiente. Los bancos centrales tienen diferentes herramientas para hacer frente a estas situaciones, las cuales depende de las características institucionales, la situación bancaria y el tipo de shock.

Se debe tener en cuenta que cuando se implementan este tipo de políticas no convencionales, hay riesgos, como el de torpedear el funcionamiento ordinario de los mercados. Los agentes económicos podrían volverse dependientes de estas medidas de refinanciamiento de las operaciones liquidadas con el banco central. Es decir, con estas nuevas medidas pueden volverse demasiado atractivas para los agentes que pueden olvidarse otros canales, dando lugar a una situación en la que sea complicado volver a las condiciones normales del mercado.

Como se puede ver en ciertas ocasiones las políticas convencionales no son capaces de alcanzar el objetivo por lo que los bancos centrales se enfrentan al dilema de que políticas implementar y para tener en cuenta a los problemas a los que se pueden enfrentar.

Las políticas no convencionales incluyen medidas destinadas principalmente a mejorar las condiciones de financiamiento. Para que estas políticas se lleven a cabo hay que definir los objetivos intermedios de estas políticas, entre los objetivos se pueden encontrar dar liquidez adicional a los bancos centrales o/y mejorar el crédito a ciertos segmentos del mercado. Sin olvidar que estas políticas tienen efectos secundarios, que en cualquier caso no deben afectar a la solidez financiera del BCE y en prevenir de que se vuelva al funcionamiento normal del mercado.

Tras la explicación de por qué se implementan este tipo de políticas, se podría definir las políticas no convencionales como aquellas políticas implementadas por el BCE que influyen al coste y disponibilidad del financiamiento externo en bancos, hogares y empresas. Estas fuentes de financiamiento pueden ser en forma de liquidez a los bancos centrales, préstamos, valores de renta fija o acciones. La política monetaria se basa en el costo de financiamiento externo, el cual generalmente está por encima de la tasa de interés interbancaria a corto plazo; las políticas no convencionales intentan reducir las diferencias

entre las diferentes fuentes de financiamiento externo, para así influir los precios de los activos y el flujo de fondos. Deben de tener en cuenta la estructura financiera de la economía y en la estructura del flujo de fondos.

Influir en el costo del crédito puede lograrse de diversas maneras, y una estrategia clave es la manipulación de las tasas de interés reales a largo plazo a través del impacto en las expectativas del mercado. Este enfoque puede operar mediante diversos canales. Por ejemplo, el banco central puede reducir la tasa de interés real al incentivar la expectativa de un aumento en los niveles de precios en el futuro. Este cambio en las expectativas puede disminuir la tasa de interés real, incluso si la tasa nominal permanece constante en el límite inferior. Alternativamente, los responsables de la política pueden influir directamente en las expectativas de tasas de interés futuras comprometiéndose a mantener las tasas de política en el límite inferior por un período significativo. Dado que las tasas a largo plazo son, en principio, promedios ponderados de tasas esperadas a corto plazo, este enfoque de expectativas podría aplanar la curva de rendimiento cuando existe el compromiso de mantenerse en el límite inferior. Además, un compromiso condicional para mantener la tasa a corto plazo en el límite inferior debería prevenir la caída de las expectativas de inflación, evitando así un aumento en las tasas de interés reales y estimulando el gasto. En ambos casos, si la gestión de expectativas es exitosa, se reducirá la tasa real a largo plazo, promoviendo el endeudamiento y la demanda agregada.

Otra estrategia que el banco central puede emplear para influir en el costo del crédito es afectar las condiciones del mercado de activos a varias madureces, como bonos gubernamentales, deuda corporativa, papel comercial o activos extranjeros. Se pueden distinguir dos tipos principales de políticas en este sentido. La primera tiene como objetivo afectar el nivel de la tasa de interés a largo plazo de activos financieros en general, independientemente de su riesgo, y se conoce comúnmente como 'flexibilización cuantitativa'. La segunda política busca afectar la prima de riesgo entre diferentes activos, focalizándose en aquellos cuyos mercados están particularmente afectados y aquellos que funcionan con mayor normalidad; esta estrategia se denomina comúnmente 'flexibilización crediticia'. Estos enfoques tienen impactos diversos en la composición del balance del banco central y difieren en su aplicabilidad a diferentes niveles de la tasa de interés nominal a corto plazo. Mientras que la 'flexibilización crediticia' puede implementarse incluso cuando la tasa de interés nominal a corto plazo no está en cero, la 'flexibilización cuantitativa' generalmente tiene

sentido únicamente cuando la tasa está en cero o cerca de cero. A pesar de estas diferencias, ambas estrategias buscan aumentar el tamaño del balance del banco central, expandiendo así sus pasivos monetarios.

Pero ¿cómo modificar el tamaño y la composición de los balances de los bancos centrales? La manera más eficaz que tienen los bancos es la compra directa de activos.

En teoría, podría comprar activos de cualquier entidad. No obstante, en la práctica, la flexibilización cuantitativa ha tendido a concentrarse en la compra de bonos gubernamentales a largo plazo provenientes de entidades bancarias. La estrategia se basa en una doble premisa: en primer lugar, los rendimientos soberanos actúan como un referente para establecer el precio de valores emitidos por entidades privadas con mayor riesgo. Al adquirir bonos gubernamentales a largo plazo, se anticipa que los rendimientos de los valores emitidos por entidades privadas disminuirán de manera paralela a los de los bonos gubernamentales. En segundo lugar, si las tasas de interés a largo plazo disminuyeran, esto estimularía las inversiones a más largo plazo y, por consiguiente, la demanda agregada, contribuyendo así a la estabilidad de precios.

En este punto, los bancos desempeñan un papel crítico en el éxito para esta política. Si el objetivo es garantizar que se proporcionen nuevos préstamos al sector privado, los bancos centrales deberían comprar principalmente bonos de los bancos. La liquidez adicional sería utilizada por los bancos para otorgar nuevos créditos. Sin embargo, los bancos pueden optar por mantener la liquidez recibida a cambio de los bonos en sus reservas en el banco central como un colchón de seguridad. En este caso, la liquidez proporcionada por el banco central permanece dentro del sector financiero y no fluye fuera de él. Este riesgo puede minimizarse si el banco central realiza este tipo de operación solo en el límite inferior, es decir, cuando ha explotado completamente el canal estándar de tasas de interés. En el límite inferior, la remuneración de los depósitos es casi nula, por lo que hay poco incentivo para que los bancos depositen excedentes en reservas con el banco central. Implementar una política de flexibilización cuantitativa a una tasa de política diferente al límite inferior puede requerir una expansión más grande del balance del banco central y, por ende, aumentar la exposición al riesgo de la autoridad monetaria.

La solidez del sistema financiero es crucial para el éxito de la flexibilización cuantitativa. Cuando los bancos dejan de actuar como intermediarios en la concesión de

préstamos, esta política deja de ser efectiva. La flexibilización cuantitativa alcanza su objetivo si reduce las diferencias en los márgenes del mercado entre las tasas pagadas en instrumentos de crédito específicos y las tasas de política, limitando así los riesgos de una escasez de liquidez y motivando a los bancos a ofrecer créditos a partes que ofrezcan intereses más altos.

Un ejemplo de flexibilización cuantitativa se encuentra en la política del Banco de Japón entre 2001 y 2006. Esta estrategia incluyó los siguientes aspectos clave: en primer lugar, la estrategia implicó modificar el objetivo de las operaciones en el mercado financiero, pasando de centrarse en la tasa de llamada sin garantía durante la noche a enfocarse en el saldo total de depósitos en cuentas corrientes en el Banco de Japón, es decir, las reservas bancarias; en segundo lugar, incluyó compras directas de bonos del gobierno japonés para alcanzar el saldo deseado de depósitos en cuentas corrientes en el Banco; y en tercer lugar, incorporó un compromiso explícito y público de mantener estas operaciones de mercado abierto hasta que el Índice de Precios al Consumidor (IPC) no experimentara caídas sostenidas.

¿Por qué el Banco de Japón no permitió simplemente que el yen se devaluara para frenar la caída de los precios al consumidor? Esto refleja la esencia de la destacada propuesta de Lars Svensson conocida como 'La Manera Infalible' para salir de la deflación. Sin embargo, si fuera tan fácil, ¿por qué las autoridades japonesas aparentemente no tomaron las medidas necesarias para evitar la deflación? La respuesta radica en que no era tan sencillo. 'La Manera Infalible' subestima la enorme dificultad de cambiar las expectativas sobre los precios y la actividad económica cuando el funcionamiento del sistema financiero se ve afectado. Los fallos en reestructurar los sectores financiero y corporativo de Japón, así como en recapitalizar los bancos, han sido ampliamente documentados como razones clave de las tasas de crecimiento débiles y la disminución de los precios en el país, factores sobre los cuales el Banco de Japón tenía escaso control.

'La Manera Infalible' tampoco sería efectiva en el contexto actual. Dada la dimensión global de la crisis financiera, no sería factible que todos los países devaluaran sus monedas simultáneamente para impulsar la inflación. Tal política, conocida como "beggar-thy-neighbour", en castellano empobrecer a tu vecino, sería ineficaz en las circunstancias actuales y, peor aún, empeoraría la situación al provocar una reacción proteccionista. De hecho,

recientemente los líderes del G20 acordaron abstenerse de llevar a cabo devaluaciones competitivas de sus monedas.

La experiencia de Japón con la flexibilización cuantitativa nos deja valiosas lecciones:

- No se puede asumir que un aumento en la base monetaria automáticamente resultará en condiciones monetarias más favorables. En realidad, el multiplicador monetario ha disminuido significativamente en la última década, reduciendo en cierta medida el impacto de inyectar dinero en la economía.
- La efectividad de una política de flexibilización cuantitativa depende crucialmente del sistema bancario. Sin embargo, debido al proceso de desapalancamiento en la economía japonesa, especialmente en el sector bancario, los bancos no pudieron transmitir la liquidez adicional al sector no financiero.
- Aunque se espera que la flexibilización cuantitativa aplane la curva de rendimientos a largo plazo, mejorando las condiciones de financiamiento a medio y largo plazo para el sector privado, lo que realmente influye en las decisiones de inversión y gasto son las tasas de interés reales y las expectativas de inflación. El aumento en la oferta de dinero solo afectará las expectativas de inflación si el aumento en el balance del banco central se percibe como considerable y permanente. La experiencia del Banco de Japón destaca una expansión temporal de la base monetaria que no impactó las expectativas de inflación del sector privado.
- No está claro cómo se puede aumentar de manera significativa las expectativas de inflación sin provocar un aumento en las tasas de interés a largo plazo después de cierto tiempo. La fijación de la tasa de interés real a largo plazo como objetivo operativo en un entorno con mercados financieros desarrollados presenta desafíos considerables.
- Si se percibe que la flexibilización cuantitativa es duradera, puede tener un efecto expansivo al aliviar las restricciones fiscales. Las políticas fiscales expansivas son útiles para estimular la demanda agregada en períodos deflacionarios. Las compras directas de bonos gubernamentales por parte de la

autoridad monetaria podrían fortalecer los efectos fiscales al acomodar la oferta de bonos del gobierno, influir en la parte larga de la curva de rendimientos y reafirmar las expectativas de inflación en un objetivo positivo. Sin embargo, la efectividad de este efecto depende de la duración de la flexibilización cuantitativa y de un compromiso creíble con una estrategia de salida definida. En el caso japonés, la combinación de políticas fiscales y monetarias ha tenido un impacto limitado en la estimulación de la economía.

Finalmente, es crucial reconocer que un programa de compra de bonos gubernamentales conlleva el riesgo de pérdidas significativas para el banco central si la medida resulta exitosa. Comprar bonos a precios elevados y luego enfrentar un aumento en las tasas de interés puede generar pérdidas. Las preocupaciones sobre el balance y la independencia financiera del banco central pueden limitar la efectividad de la política monetaria, lo que podría explicar por qué el programa de compra de bonos del Banco de Japón no ha logrado restaurar tasas de inflación positivas.

En el contexto de la zona euro, la elaboración de medidas de política no convencionales presenta desafíos complejos debido a su marco institucional único. En primer lugar, debemos tener en cuenta los requisitos del Tratado que prohíben el financiamiento monetario y la concesión de acceso preferencial, así como la coherencia con el principio del Tratado de una economía de mercado abierta y la preservación de la función disciplinaria de los mercados. Aunque es posible comprar bonos gubernamentales en el mercado secundario, existe el riesgo de convertirse en un creador de mercado para la deuda pública, lo cual podría violar la prohibición de financiamiento monetario. Además, en la zona euro hay más de una autoridad fiscal, lo que requeriría decisiones sobre la distribución de las compras de bonos entre los países. Abordar estas cuestiones sería necesario antes de implementar un programa de compra de bonos gubernamentales en la zona euro.

La facilitación del crédito es una política que aborda directamente la escasez de liquidez y los diferenciales en ciertos segmentos del mercado al por mayor mediante la compra de pagarés comerciales, bonos corporativos y valores respaldados por activos. La efectividad de las medidas dirigidas a los mercados financieros al por mayor depende de su importancia en la financiación de hogares y empresas, lo cual varía considerablemente de un

país a otro, siendo notablemente menor en la zona euro que en los Estados Unidos, por ejemplo. También es una estrategia más atractiva en momentos de angustia bancaria.

Aquí hay dos puntos que deben tenerse en cuenta. En primer lugar, comprar valores emitidos privadamente no difiere fundamentalmente de comprar bonos gubernamentales en cuanto al impacto en la oferta de dinero o la base monetaria. En segundo lugar, la compra de valores emitidos privadamente implica que el banco central interactúa directamente con el sector privado y, por lo tanto, entra en el ámbito del riesgo crediticio, tal como lo haría cualquier banco comercial normal. Las compras directas de valores emitidos privadamente afectan el perfil de riesgo del balance del banco central. Para no comprometer la independencia financiera del banco central, los responsables de la política deben evaluar cuidadosamente la elegibilidad de todos los activos debido a las implicaciones que podrían tener para la exposición al riesgo del balance del banco central.

También es necesario ser precavido en otro aspecto. Las adquisiciones directas de valores emitidos por entidades privadas deben ser cuidadosamente planificadas para evitar distorsiones en la asignación de recursos, ya sea en términos de industrias, empresas o regiones. El tamaño del emisor también es relevante. Mientras es evidente cómo las grandes empresas pueden beneficiarse de las compras de valores emitidos privadamente por el banco central, resulta más complicado asegurar un trato equitativo para las pequeñas y medianas empresas. Dada la limitada liquidez de los mercados de bonos corporativos en muchas economías, las adquisiciones de valores emitidos privadamente podrían representar un desafío para los encargados de la política.

El enfoque adoptado por la FED desde diciembre de 2007 sirve como un ejemplo destacado de facilitación del crédito. La Fed ha implementado diversos programas de préstamos con el objetivo de proporcionar liquidez y mejorar el funcionamiento de los principales mercados de crédito. Por ejemplo, el Programa de Subastas a Plazo contribuye a asegurar que las instituciones financieras tengan acceso adecuado al crédito a corto plazo, mientras que el Programa de Financiamiento de Papel Comercial respalda el mercado de papel comercial de alta calidad. Más recientemente, en colaboración con el Departamento del Tesoro de EE. UU., la FED ha iniciado la compra de valores respaldados por activos, como valores respaldados por hipotecas respaldadas por empresas patrocinadas por el gobierno (GSE).

Otra opción sería la flexibilización de crédito la cual consiste en incrementar el tamaño del balance mediante la concesión de préstamos a los bancos a plazos más extensos, respaldados por activos cuyos mercados están temporalmente afectados. Esta estrategia tiene un impacto directo en la curva de rendimientos en el horizonte en el que se ejecutan o comprometen las operaciones de política. Por ejemplo, las operaciones de política monetaria con vencimiento de 6 meses afectan directamente al mercado interbancario en ese mismo plazo. Esto es especialmente evidente si dichas operaciones se llevan a cabo a una tasa fija y se asignan en su totalidad. La extensión del horizonte de la curva de rendimientos que se ve afectada dependerá del compromiso del banco central de realizar este tipo de subastas durante un período específico. Por ejemplo, si el banco central se compromete a llevar a cabo operaciones de refinanciamiento a 6 meses mediante subastas a tasa fija durante 2 años, es probable que la curva de rendimientos en el horizonte de dos años y medio se vea influenciada.

El aumento de la base monetaria se determina de manera endógena por el sistema bancario, en función de la preferencia de los bancos por la liquidez y, por ende, del nivel de estrés del sistema bancario. En condiciones normales, cuando los mercados financieros operan de manera adecuada, el tamaño del balance del banco central sería tal que la tasa overnight coincidiría con la tasa de refinanciamiento a corto plazo del banco central y las reservas excedentes serían insignificantes. Bajo situaciones de estrés, el tamaño del balance del banco central aumentaría debido a la mayor demanda de los bancos por reservas excedentes, llegando al punto en que la tasa overnight sería más baja que la tasa principal de refinanciamiento a corto plazo.

Este enfoque de política implica expandir el conjunto de activos aceptados como garantía en las operaciones de refinanciamiento del banco central. Al hacerlo, se facilitan las condiciones de financiamiento para sectores específicos, lo que se refleja en los diferenciales de crédito que aplican los bancos, especialmente para el sector corporativo. Además, permite a las contrapartes del banco central seleccionar los activos utilizados en sus operaciones de refinanciamiento. En momentos de tensión en los mercados, los bancos tienden a utilizar activos de menor calidad. La flexibilidad en la elección de activos como garantía facilita su creación y negociación. En la zona del euro, se implementó un procedimiento de "tasa fija con asignación total" desde octubre de 2008, proporcionando acceso ilimitado a liquidez para períodos de una semana hasta seis meses a una tasa fija. Al mismo tiempo, se amplió la lista

de activos elegibles como garantía. Este enfoque ha sido esencial para respaldar la política monetaria en situaciones de tensión financiera, brindando flexibilidad y mitigando restricciones en el uso de garantías.

En 2008, la cantidad promedio de activos elegibles como garantía aumentó un 17.2% en comparación con 2007, alcanzando un total de €11.1 billones. En cuanto a la composición de los activos presentados como garantía, la participación promedio de los valores respaldados por activos aumentó del 16% en 2007 al 28% en 2008, superando a los bonos bancarios no garantizados como la clase de activos más grande presentada como garantía ante el Eurosistema. Los bonos bancarios no garantizados representaron en promedio un poco menos del 28% de la garantía presentada en 2008. La participación promedio de activos no negociables aumentó del 10% en 2007 al 12% en 2008. En cambio, la participación promedio de bonos del gobierno central disminuyó del 15% en 2007 al 10% en 2008.

El tapering implica una reducción gradual y progresiva de las medidas no convencionales de política monetaria. Esta disminución en los estímulos tiene como objetivo permitir que los mercados se adapten sin experimentar cambios abruptos que podrían llevar a un colapso. Un evento importante que sirve como antecedente, ocurrió el 22 de mayo de 2013, cuando el presidente de la FED anunció el fin de ciertas políticas monetarias. En aquella ocasión, tras el anuncio de la FED, los inversores reaccionaron negativamente en el corto plazo, y se observó una caída en el mercado bursátil.

Es decir, no se centra en retirar parte de la liquidez inyectada, sino en introducir progresivamente menos. En otras palabras, la FED, el BCE u otra entidad pertinente no venderá los activos adquiridos (bonos y valores respaldados por hipotecas), sino que continuará comprando, aunque de manera gradualmente reducida. Esta distinción es crucial, ya que el proceso podrá ajustarse en intensidad según los resultados obtenidos, lo que aumenta la probabilidad de su éxito. Se realiza de una manera lenta para evitar grandes distorsiones en los mercados financieros.

Otra de las políticas monetarias no convencionales que se deben mencionar son lift-off y roll-off. Lift-off se refiere al momento en el que un banco central decide iniciar el aumento de las tasas de interés después de haberlas mantenido en niveles bajos para estimular la economía. Este cambio marca el comienzo de un ciclo de normalización de la política monetaria.

Por otro lado, roll-off se refiere a la reducción del tamaño del balance de un banco central. Durante la crisis, muchos bancos centrales implementaron medidas de expansión cuantitativa, comprando activos financieros para inyectar liquidez en el sistema y estimular la economía. Cuando se habla de roll-off, se hace referencia al proceso de reducción de esos balances mediante la venta o vencimiento de los activos adquiridos.

Un ejemplo de lift-off en el contexto de la crisis del 2008 sería cuando la FED de los Estados Unidos decidió aumentar las tasas de interés en diciembre de 2015, marcando el final de un periodo de tasas cercanas a cero utilizadas para combatir la recesión. En cuanto a roll-off, la FED implementó un programa llamado quantitative tightening, en castellano reducción cuantitativa a partir de 2017, reduciendo gradualmente su balance al vender parte de los activos acumulados durante la crisis.

En relación a esto, se presenta la siguientes cuestión: ¿Cómo y cuándo deben los bancos centrales deshacer el estímulo monetario adicional? cuando la economía se recupere y las perspectivas inflacionarias vuelvan a estar en línea con el objetivo de estabilidad de precios del banco central. Lamentablemente, por varias razones, la formulación de una estrategia de salida adecuada no es una tarea tan sencilla. ¿Por qué? Dos decisiones que deben tomarse: en primer lugar, diseñar la secuencia apropiada para la eliminación progresiva de la política monetaria, tanto convencional como no convencional; en segundo lugar, decidir la velocidad a la que se retira el estímulo no convencional.

Primero, en la práctica lo que significa revertir las operaciones no convencionales de política monetaria. En el caso de las políticas de flexibilización cuantitativa y crediticia, esto suele implicar la venta directa y en cantidades significativas de activos. En el caso de las medidas de flexibilización endógena, la reversión ocurre automáticamente, ya que los bancos deberían reducir naturalmente su demanda de dinero del banco central y aumentar los préstamos interbancarios a medida que su situación se normaliza.

Abordando el desafío de deshacer las medidas económicas. En un escenario de tasas de interés muy bajas y liquidez abundante, se busca favorecer a quienes buscan préstamos y afectar negativamente a los prestamistas a medio plazo cuando se revierte la política.

La mayoría de las medidas no convencionales implementadas tienen como objetivo impulsar los préstamos y motivar a los ahorradores a invertir en activos más arriesgados a largo plazo. Sin embargo, su eficacia depende en gran medida de la disposición de los bancos

para retomar su función principal de otorgar préstamos a hogares y empresas, en lugar de mantener reservas excedentes en el banco central.

Es claro que un aumento en las tasas de interés, especialmente en la tasa de depósito, podría desmotivar a los bancos para que vuelvan a financiar al sector privado. Además, la expectativa de aumentos en las tasas podría desalentar a los ahorradores privados a invertir en activos a más largo plazo, ya que esto implicaría pérdidas si las tasas suben. Aumentar las tasas de interés, o anticipar tales incrementos, cuando la confianza aún no se ha restablecido por completo, podría resultar contraproducente.

Entonces, ¿cómo afecta esto a la secuencia para revertir las medidas convencionales y no convencionales de política? En términos sencillos, esto sugiere que las medidas no convencionales, diseñadas para restaurar el funcionamiento ordenado de los mercados monetarios, podrían necesitar ser eliminadas antes de considerar nuevos aumentos en las tasas de interés. ¿La razón?

En primer lugar, subir las tasas de interés en un entorno donde aún se consideran necesarias medidas no convencionales podría perjudicar la recuperación sostenida de los mercados monetarios. Si persisten las preocupaciones sobre la financiación a corto plazo entre los participantes del mercado, el aumento de tasas podría reforzar temores injustificados de presión al alza en las tasas overnight.

En segundo lugar, suministrar liquidez adicional a los mercados mientras se endurece la política monetaria enviaría señales mixtas sobre la verdadera postura de la política monetaria. Las medidas para aliviar las tensiones en los mercados podrían percibirse como una continuación del alivio de la postura de política monetaria.

En tercer lugar, con medidas no convencionales aún en vigor, podría ser más difícil para el banco central guiar las tasas de mercado de manera consistente con su objetivo de política. Por ejemplo, una subasta a tasa fija con asignación completa generalmente deja un excedente diario de liquidez en el sector bancario, generando volatilidad y fluctuaciones no deseadas en las tasas de interés.

En cuarto lugar, con los mercados aun necesitando medidas no convencionales, el efecto de un aumento en las tasas de política podría ser obstaculizado. La transmisión ordenada solo se reanudaría cuando se restablezca la confianza y los mercados operen normalmente.

Finalmente, en un sistema de intermediación bancaria, las presiones inflacionarias que justificarían un endurecimiento solo se manifestarán cuando los bancos retomen su actividad normal de préstamos. Por lo tanto, las medidas no convencionales deben deshacerse antes de aumentar las tasas de interés.

Este razonamiento puede no aplicarse a medidas destinadas a revitalizar el crédito en ciertos segmentos del mercado, como la compra de bonos corporativos. Estas medidas buscan eludir el sector financiero y asegurar el acceso de las corporaciones no financieras a financiamiento externo. Si se reacciona a las presiones inflacionarias aumentando las tasas de interés mientras los mercados aún están débiles, podría afectar negativamente al canal de intermediación bancaria. Sin embargo, si los mercados vuelven a funcionar correctamente, no habría motivo para posponer el desmantelamiento de las políticas de "alivio crediticio". En resumen, las compras de valores emitidos por el sector privado deben deshacerse antes o simultáneamente con el aumento de las tasas de interés.

Esto plantea la pregunta sobre la reacción que podrían tener los mercados financieros ante el inicio de la reversión de las medidas de flexibilización directa. Por ejemplo, ¿cómo reaccionarían los mercados si el banco central comenzara a vender los bonos gubernamentales que adquirió bajo la política directa de flexibilización cuantitativa? El ciclo de endurecimiento está cerca y podría afectar los rendimientos. Además, si la cantidad de activos a vender es significativa, esto puede tener un impacto en las condiciones del mercado de los activos subyacentes, posiblemente deprimiendo aún más su precio.

¿A qué velocidad deberían los formuladores de políticas revertir sus medidas? Por un lado, retirar liquidez en volúmenes tan considerables desencadenará un impactante choque monetario contractivo. El tamaño sustancial de muchos programas de alivio dificultará la enajenación de activos sin un impacto marcado en el mercado. Si esto sucede de manera demasiado rápida o abrupta, existe el riesgo de obstruir la recuperación económica o imponer fuertes pérdidas de capital a los prestamistas. Por ejemplo, en el mercado de bonos corporativos o papel comercial, incluso pequeñas ventas de valores por parte del banco central podrían provocar un considerable ampliamiento de los márgenes y un fuerte endurecimiento de las condiciones crediticias para las empresas.

Por otro lado, con tasas de política en niveles récord y medidas adicionales para proporcionar liquidez adoptadas en tantos países, la posibilidad de que surjan riesgos

inflacionarios en algún momento futuro no es algo que se pueda descartar. Mantener estas medidas excepcionales de política por demasiado tiempo podría agravar los riesgos al alza para la estabilidad de precios y sembrar las semillas de futuros desequilibrios en los mercados financieros.

Elegir el momento adecuado para retirar liquidez adicional probablemente sea determinante para garantizar una recuperación no inflacionaria. En general, cuanto menor sea la reversibilidad de las operaciones no convencionales, mayor será el riesgo de quedarse rezagado cuando la situación macroeconómica y del mercado financiero mejore.

En efecto, en gran medida, la velocidad para revertir las medidas no convencionales dependería de su grado de reversibilidad. Como ya señalé, parte de la reversión ocurriría automáticamente a medida que los programas de los bancos centrales se vuelven cada vez menos atractivos a medida que las condiciones financieras se normalizan. Por ejemplo, muchas instalaciones de préstamos ofrecen liquidez con un sobrecargo sobre la tasa de política principal o con un fuerte descuento aplicado al colateral requerido, haciendo que el préstamo interbancario sea la opción más atractiva una vez que se restablece la actividad de préstamos normal entre los participantes del mercado. Como resultado, el balance del banco central disminuiría automáticamente a medida que disminuye la demanda de sus fondos. Como se señaló, las operaciones actuales de provisión de liquidez del BCE implican una estrategia de salida "endógena", ya que los bancos buscarían automáticamente menos crédito del BCE cuando las tensiones en los mercados financieros disminuyen. Por lo tanto, la velocidad de la reversibilidad dependería en gran medida de la velocidad con la que resurge el sistema financiero. En la zona del euro, la revitalización de los mercados monetarios es fundamental para la estrategia de salida del BCE, y cualquier decisión futura sobre tasas de interés debería evitar una mayor interrupción de los mercados monetarios. En este contexto, acercar demasiado la tasa principal de política a cero podría obstaculizar el funcionamiento de los mercados monetarios, ya que reduciría los incentivos para los préstamos interbancarios. Esto, a su vez, podría difuminar las señales importantes que de otra manera provendrían del resurgimiento de los préstamos interbancarios y el efecto positivo asociado en el balance del BCE.

Obviamente, la velocidad de ajuste también dependería de la madurez de los activos comprados por los bancos centrales en el marco de sus programas de alivio. Las diferencias

en la madurez de los activos garantizarán que el ajuste de la postura acomodaticia se realice en tramos graduales. Esto es importante para evitar un endurecimiento abrupto de las condiciones crediticias en medio de la recuperación. Al mismo tiempo, las medidas centradas en activos a más largo plazo y menos líquidos podrían plantear desafíos para la futura reversión de estas medidas. Si las condiciones del mercado mejoraran más rápido de lo esperado, un aumento en la madurez promedio de la cartera del banco central dificultaría el retorno de los mercados financieros al funcionamiento normal del sector privado y también aumentaría los riesgos de inflación a medio plazo.

En términos generales, podrían ser necesarias operaciones especiales además de los acuerdos de recompra tradicionales para esterilizar los efectos de las medidas no convencionales de política en el momento adecuado en el futuro. Una opción sería que la autoridad fiscal emita certificados de deuda al mercado y deposite los ingresos en el banco central. El cambio en la propiedad de la deuda gubernamental, desde el sector privado hacia la autoridad monetaria, aliviaría las presiones inflacionarias derivadas de la liquidez adicional. Otra opción sería que el banco central emita certificados de deuda por sí mismo, como puede hacer, por ejemplo, el BCE según su estatuto. De esta manera, el banco central cambiaría esencialmente la composición del lado de los pasivos de su balance, alejándose de las reservas excedentes y hacia valores de deuda menos líquidos. El efecto, en comparación con la emisión de deuda gubernamental, sería en esencia el mismo.

Un elemento final importante relacionado con la estrategia de salida, pero que debería considerarse cuidadosamente desde el principio al decidir emprender medidas no convencionales, es que cuando el banco central vende los activos, es probable que su valor haya disminuido considerablemente, dada la tasa de interés más alta. Esto implica una pérdida financiera para el banco central. Las consecuencias para la independencia financiera y general del banco central no deben subestimarse.

La relación entre el carry trade en el contexto de políticas monetarias no convencionales y lo anteriormente mencionado sobre la estrategia de salida es evidente al considerar las consecuencias financieras. Cuando se implementan medidas no convencionales, como la flexibilización cuantitativa, las tasas de interés pueden ser manipuladas, lo que podría crear oportunidades para la estrategia de carry trade.

El carry trade en el marco de políticas monetarias no convencionales implica capitalizar las disparidades en tasas de interés entre monedas, influenciadas por medidas como la flexibilización cuantitativa. En este escenario, los inversores pueden endeudarse en una moneda con tasas de interés bajas y canalizar esos fondos hacia una moneda con tasas de interés más altas, buscando beneficiarse de la divergencia en las tasas. Sin embargo, esta estrategia conlleva riesgos, ya que las condiciones del mercado pueden volverse volátiles debido a cambios inesperados en las políticas monetarias o condiciones económicas, afectando la rentabilidad del carry trade.

PARTE ESPECIAL

5. FORMULACIÓN, IMPLANTACIÓN E IMPACTO DE LAS POLÍTICAS MONETARIAS NO CONVENCIONALES.

En el contexto económico contemporáneo, la aplicación de políticas monetarias ha experimentado transformaciones significativas con la incorporación de enfoques no convencionales. Este epígrafe se centra en la formulación, implantación e impacto de las políticas monetarias no convencionales en los diferentes bancos centrales del mundo. Con el objetivo de comprender la dinámica emergente en el ámbito financiero, se examina cómo estas políticas se desarrollan, se implementan y, fundamentalmente, cómo influyen en la economía global. Analizando la complejidad y las consecuencias de las medidas monetarias no convencionales.

En circunstancias habituales, definidas por tasas de interés superiores a cero y una intermediación financiera que opera mediante un arbitraje eficiente, la implementación de una política monetaria convencional implicaría manejar los tipos de interés a corto plazo.

Dado que las expectativas de inflación no responden de manera inmediata en un vínculo directo a los cambios en los tipos de interés, los bancos centrales también ejercen control sobre los tipos de interés reales. Las modificaciones en estos tipos de interés se propagan por toda la curva de tipos y afectan a los tipos de interés de los activos privados, manifestándose en una variedad de tasas de interés. En principio, estas tasas deberían influir en las previsiones de crecimiento e inflación establecidas por el banco central mediante su impacto en el crédito, los precios de los activos y el tipo de cambio.

Con la crisis del 2008 estas políticas convencionales dejaron de ser útiles por varias razones. En primer lugar, los tipos de interés a corto plazo llegaron a niveles de cero (Zero Lower Bound, ZLB). En segundo lugar, la transmisión a través de toda la curva de tipos y a los tipos de interés de los activos privados se vio interrumpida debido a la suspensión de operaciones en algunos mercados y a la alteración de la naturaleza de otros, volviéndose más sensibles a la información. En tercer lugar, la incertidumbre knightiana experimentó un brusco aumento debido a la falta de un modelo sólido para fundamentar las previsiones económicas, generando una aversión extrema al riesgo. Cuarto, se propagó la desconfianza acerca de la solvencia de los bancos, introduciendo el riesgo de contraparte como un elemento

fundamental en la determinación de los precios de los activos. La combinación de estas disfunciones originó una disminución en los precios de los activos y liquidaciones.

La política monetaria de los bancos centrales buscaba abordar estas cuatro disfunciones del sistema mediante las siguientes acciones: encontrar una alternativa al uso exclusivo del tipo de interés a corto plazo como instrumento; corregir el mecanismo de transmisión de los tipos de interés, principalmente a través de inyecciones de liquidez y la creación de mercados para ciertos activos; restablecer la confianza en el futuro al proporcionar un respaldo y reducir la probabilidad de equilibrios adversos; y recuperar la solvencia del sistema bancario para eliminar el riesgo de contraparte.

Los bancos centrales ya habían introducido políticas no convencionales. Los bancos que más tuvieron que poner en prácticas estas políticas fueron la Fed, el BCE y el Banco de Inglaterra ya que fueron los territorios más afectados por la crisis financiera. El Banco de Japón (BDJ) ya llevaba tiempo aplicando este tipo de políticas debido a su situación prolongada con un tipo de interés por debajo de cero. Es por lo que en 2013 tuvo que implementar nuevas políticas de expansión monetaria cuantitativas y cualitativas.

El resto de los bancos como el Banco Nacional Suizo y el Banco de Canadá llevaron a cabo una política más limitada ya que no les afectó tanto. Por otro lado, el banco de Dinamarca sí que le afectó, ya que tuvo un período con tasas de interés por debajo del cero, ya que entraron grandes cantidades de capitales.

Antes de la crisis, el consenso intelectual sobre la política monetaria en situaciones de ZLB se basaba en la experiencia japonesa. La investigación teórica era limitada, y se veía la ZLB como una rareza que solo ocurriría por un error de política. La "maldición de la Gran Moderación", que se centraba en un periodo posguerra con shocks pequeños, llevó a subestimar la posibilidad de una crisis. Los mercados reaccionaron exageradamente ante la falta de modelos creíbles para gestionar el riesgo. Antes de la crisis, se recomendaba que, en caso de ZLB, la política monetaria debía relajarse agresivamente para evitar dicha situación, contradiciendo la estrategia de "ahorrar pólvora". Sin embargo, surgieron críticas monetaristas al expandir los balances de los bancos centrales, con preocupaciones sobre la inflación. Hubo escepticismo tanto sobre la eficacia como sobre los posibles efectos no deseados de las políticas no convencionales durante la crisis. Este escepticismo influyó en las acciones de los bancos centrales.

En términos generales, los bancos centrales influyen en la economía mediante cambios en la base monetaria, ya sea comprando y vendiendo títulos de deuda o prestando y tomando préstamos del público. La diferencia entre estas acciones radica en su temporalidad: comprar y vender tiene un impacto permanente, mientras prestar y tomar prestado tiene un efecto transitorio. La política monetaria convencional opera principalmente a través de cambios en las tasas de interés a corto plazo, afectando la estructura temporal de los tipos de interés y, por ende, los precios de los activos y las condiciones de crédito.

La distinción clave entre la política monetaria convencional y no convencional es que esta última opera a través de cambios en las tasas de interés a largo plazo. Esto agrega complejidad, ya que los tipos de interés a largo plazo incorporan la media de las tasas a corto plazo, la prima de plazo y la inflación esperada. Las políticas no convencionales, como las compras de activos y la orientación futura, afectan potencialmente a uno o más de estos elementos. Las expectativas de inflación también son influenciadas por la política monetaria en general, incluyendo las compras de activos, la orientación y el compromiso de alcanzar los objetivos de política monetaria.

El debate conceptual sobre las compras de activos implica explorar cómo estas acciones pueden tener impactos más allá de los precios de los activos adquiridos inicialmente. Aunque en principio las compras de activos deberían afectar solo a los precios de los activos comprados, existen varios canales a través de los cuales pueden tener efectos más amplios:

- Canal de señalización: Este canal implica que, al implementar un programa de compras de activos, el banco central se compromete creíblemente a mantener una dirección específica en su política durante el tiempo necesario para llevar a cabo las compras. Esto puede actuar como un complemento o sustituto de la orientación futura de la política monetaria. Por ejemplo, la duración de las operaciones de refinanciación a más largo plazo (LTRO) del BCE (BCE) fue vista como una forma de señalar una pausa en los tipos durante ese periodo.
- Canal de escasez/reajuste de cartera: Al convertirse en un operador dominante y reducir la oferta de un activo específico, las compras de activos pueden crear una situación en la cual los inversores aumenten el precio de ese activo al demandarlo más. Si el precio alcanza niveles elevados, los inversores podrían optar por cambiar hacia otros activos y reajustar sus carteras. Normalmente, los bancos centrales

compran activos más seguros con la intención de inducir a los inversores privados a rotar hacia activos de mayor riesgo. Este canal a menudo implica cierta segmentación, donde algunos agentes tienen restricciones en los activos en los que pueden invertir.

- Canal de duración: Este canal se activa cuando el banco central compra títulos de deuda con vencimientos largos en grandes cantidades. Al hacer esto, las carteras de los inversores se vuelven más seguras, ya que hay una menor exposición global al riesgo de tipos de interés. Esto, *ceteris paribus*, tiende a incrementar el precio de los activos de riesgo.
- Canal de aseguramiento: En este canal, el banco central comunica su disposición a relajar la política todo lo necesario para lograr sus objetivos. Esto altera el nivel de riesgo general de la economía y reduce los riesgos en los escenarios utilizados para la gestión de riesgo, mejorando así la perspectiva de demanda. Este canal puede influir en los precios de los activos, suavizar los estándares de préstamos, aumentar las expectativas de inflación y reducir los tipos de interés reales.

Además, surge un debate sobre si las compras de activos operan vía efectos de stock o flujo. La teoría del stock sostiene que las compras de activos operan a través de ajustes en el precio del activo una vez que se conoce el nuevo equilibrio entre oferta y demanda, es decir, el impacto radica en el anuncio. La teoría del flujo argumenta que las compras de activos operan inyectando dinero en el sistema con cada compra, y cada una de estas compras tiene un impacto, aunque el anuncio en sí no lo tenga. La mayoría de la teoría económica y la evidencia empírica respaldan la teoría del stock.

Es fundamental destacar que la modalidad de compras de activos puede variar entre los bancos centrales. Por ejemplo, la FED (Fed) de Estados Unidos ha implementado diversas estrategias, incluyendo QE en cantidades fijas en toda la curva, QE en cantidades fijas con vencimientos seleccionados (Operación Twist), y QE indeterminado. Por otro lado, el BCE ha optado principalmente por operaciones de préstamo (LTRO), con compras de activos más pequeñas y esterilizadas (Programa para los mercados de valores, SMP). Cada banco central ha adoptado diferentes estrategias, combinando compras y préstamos, activos públicos y privados, en un proceso de aprendizaje y adaptación para abordar problemas específicos y superar diversas restricciones.

Las preocupaciones asociadas con las compras de activos también incluyen la necesidad de comunicar estrategias de salida efectivas, evitar posibles pérdidas que puedan afectar la independencia del banco central y evitar interferir en la asignación del crédito. Por ejemplo, algunos bancos centrales han sido cautelosos respecto al tamaño de sus paquetes iniciales de compras, buscando combinarlos con estrategias de salida para mantener la efectividad. Además, existe la preocupación de que, a pesar de que los bancos centrales no necesitan capital para operar, las posibles pérdidas podrían socavar su independencia. Algunos bancos centrales han abordado este problema buscando garantías de indemnización explícitas, como la obtención por parte del Banco de Inglaterra de una garantía de indemnización del Tesoro británico para su programa de QE.

En este contexto, también ha habido cierta reticencia a interferir en la asignación del crédito, lo que explica por qué los bancos centrales han evitado en gran medida las compras de activos privados, especialmente después de superar la fase aguda de la crisis financiera. Algunos bancos centrales, como el Banco Nacional Suizo, han centrado sus esfuerzos en intervenciones cambiarias y en establecer techos en los tipos de cambio, ya que no tenían una cantidad suficiente de bonos domésticos para llevar a cabo un QE significativo y combatir la deflación.

la importancia de la orientación futura de la política monetaria, especialmente en situaciones en las que los tipos de interés han alcanzado su límite inferior (ZLB). Se argumenta que los bancos centrales, aunque no tienen un conocimiento superior sobre cómo funciona el mundo, deben ser capaces de explicar cómo piensan, lo cual es crucial para el éxito de la política monetaria. Se enfatiza la necesidad de fijar objetivos de política claros, tomar medidas determinadas para lograr esos objetivos y ser plenamente responsables del cumplimiento de los objetivos.

Se destaca que una regla de política simple puede proporcionar una buena aproximación en tiempos normales, pero puede resultar incompleta o errónea en situaciones de ZLB. Aquí es donde la orientación futura de la política monetaria se vuelve esencial. Proporciona una descripción más exhaustiva y completa de la estrategia de política monetaria, superando las deficiencias de una regla simple.

Se menciona que la orientación futura ya se ha utilizado en el pasado, incluso antes de la crisis, a través de discursos, declaraciones e informes de política monetaria. Se dan

ejemplos de cómo la FED (Fed), el Banco de Inglaterra y el BCE (BCE) han empleado diversas formas de orientación futura, ya sea indicando el momento del comienzo del ciclo de subidas de tipos, su ritmo o proporcionando previsiones de inflación.

La orientación futura es efectiva por dos razones principales. En primer lugar, debido a que los bancos centrales reconocen que el horizonte temporal para mantener los tipos fijos ya no es el mismo que en el pasado, y en segundo lugar, porque consideran que el pasado no es una guía confiable para el futuro, por lo que necesitan comunicar una función de reacción diferente.

Se discuten los casos específicos de la Fed, el Banco de Inglaterra y el BCE, señalando cómo han utilizado la orientación futura y evaluando su efectividad en distintos contextos. También se aborda la interacción entre las compras de activos y la orientación futura, argumentando que ambas son complementarias y necesarias para una política monetaria exitosa.

Se aboga por la importancia de una orientación futura clara y efectiva en la política monetaria, especialmente en momentos de crisis o cuando los tipos de interés están cerca de cero.

En los siguientes puntos se muestran ejemplos con los principales bancos centrales:

- FED (Fed). La Fed ha utilizado la orientación futura de diversas maneras. En 2003, tras bajar los tipos al 1%, indicó que podría mantener una política acomodaticia durante un periodo considerable. En 2004, cuando anticiparon un próximo aumento de tipos, cambiaron la orientación a ser "pacientes" al retirar su política acomodaticia, y posteriormente indicaron un ritmo comedido para la retirada.

En 2012, en respuesta a la crisis de la zona euro, la Fed adoptó una orientación basada en umbrales económicos. Posteriormente, en 2014, cambiaron a orientaciones más cualitativas sobre el timing y ritmo de las subidas de tipos.

- Banco de Inglaterra. Adoptó una orientación contingente en 2013 con un umbral de desempleo del 7% y control de la inflación. A medida que la economía mejoraba y se acercaba al umbral, cambiaron a orientaciones más

cualitativas, destacando la capacidad ociosa y señalando un tipo neutral más bajo.

- BCE (BCE). Utilizó formas más vagas de orientación futura. En 2012, Mario Draghi introdujo la famosa expresión "whatever it takes" para contrarrestar el riesgo de redenominación. En 2013, el BCE adoptó una orientación futura indicando que los tipos se mantendrían bajos durante un periodo prolongado, y en 2014, introdujo el concepto de "capacidad ociosa" como argumento para mantener bajos los tipos incluso después de la recuperación. Aunque estabilizó los tipos a corto plazo, la efectividad fue más limitada que la de la Fed y el Banco de Inglaterra, ya que no envió un mensaje claro de cambio hacia una función de reacción más relajada.

Estos ejemplos ilustran cómo diferentes bancos centrales han utilizado la orientación futura de manera variable a lo largo del tiempo, adaptándola a las condiciones económicas y a las necesidades de comunicación en cada contexto específico.

6. BANCOS CENTRALES DOMÉSTICOS Y GOBIERNOS.

Entre 2008 y 2013, Europa enfrentó una crisis económica y financiera de gran envergadura que puso a prueba la estabilidad de la Unión Monetaria. El Banco Central Europeo (BCE) desempeñó un papel crucial en la gestión de la crisis, aunque su capacidad para intervenir directamente en los asuntos fiscales de los Estados miembros era limitada. La adopción del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, que establece límites en los déficits y la deuda pública, generó tensiones entre la necesidad de contener la crisis y la obligación de mantener la disciplina fiscal.

Los países de la zona euro, especialmente aquellos más afectados, como Grecia, Portugal, e Irlanda, se vieron obligados a implementar medidas de austeridad para cumplir con los requisitos del pacto. Estas medidas, centradas en reducir los déficits y controlar la deuda pública, generaron controversias y protestas debido a sus impactos sociales y económicos. La coordinación entre el BCE y los gobiernos nacionales se volvió esencial para mitigar los riesgos sistémicos y garantizar la estabilidad del euro.

A pesar de los esfuerzos, la crisis de la deuda soberana en la zona euro puso a prueba la cohesión del bloque. La falta de una unión fiscal completa limitó la capacidad de respuesta

a la crisis, lo que llevó a debates sobre la necesidad de una mayor integración económica y fiscal. El BCE implementó medidas excepcionales, como la compra de bonos soberanos en el mercado secundario, para estabilizar los mercados y reducir las tensiones en la zona euro.

El periodo también presencié la discusión sobre la creación de la Unión Bancaria Europea, que buscaba fortalecer la supervisión y regulación de los bancos en la eurozona. La colaboración entre el BCE y las autoridades fiscales nacionales se intensificó para abordar la fragilidad del sistema bancario y garantizar la estabilidad financiera.

la crisis financiera en Europa entre 2008 y 2013 destacó la necesidad de una mayor coordinación entre los bancos centrales y los gobiernos, especialmente en un entorno de una unión monetaria sin una plena unión fiscal. Las medidas de austeridad, la presión sobre los países más endeudados y las tensiones en la zona euro llevaron a un intenso debate sobre la estructura y la gobernanza económica de la Unión Europea.

En Japón, el Banco de Japón ya estaba implementando políticas no convencionales antes de la crisis, pero intensificó sus esfuerzos en respuesta a la desaceleración económica global. La política fiscal en Japón también jugó un papel crucial, con programas de estímulo para contrarrestar la recesión. En Estados Unidos, la Reserva Federal adoptó medidas extraordinarias, como la flexibilización cuantitativa, para estabilizar los mercados y estimular la economía. Además, el gobierno estadounidense implementó políticas fiscales expansivas, incluyendo programas de rescate financiero y estímulos fiscales para apoyar la recuperación.

En el Reino Unido, el Banco de Inglaterra también desplegó políticas no convencionales, como la flexibilización cuantitativa, para hacer frente a la crisis económica. A nivel fiscal, el gobierno británico implementó medidas para mitigar los impactos adversos de la recesión, aunque posteriormente adoptó políticas de austeridad para abordar el déficit presupuestario.

La coordinación entre los bancos centrales y los gobiernos se volvió esencial para enfrentar los desafíos económicos. El énfasis en la estabilidad financiera, la gestión de la deuda y el estímulo económico requirió una colaboración efectiva entre las autoridades monetarias y fiscales. Los pactos de estabilidad, especialmente en la zona euro, influyeron en las decisiones de los gobiernos en términos de políticas fiscales, mientras que los bancos centrales adoptaron medidas extraordinarias para mantener la liquidez y estabilizar los mercados financieros.

En resumen, durante el período 2008-2013, los bancos centrales domésticos y sus gobiernos se vieron inmersos en una compleja red de desafíos económicos, implementando medidas tanto convencionales como no convencionales para contrarrestar los efectos de la crisis financiera y promover la recuperación económica.

RESULTADO Y DISCUSIÓN

El debate sobre la eficacia de las políticas no convencionales ha generado opiniones divididas. Los escépticos argumentan que estas políticas han inflado los valores de los activos y que, una vez que se detenga el flujo de dinero, esos valores se desinflarán. Se sostiene que solo las políticas estructurales son verdaderamente efectivas en situaciones de crisis financiera. A pesar de esto, la opinión predominante es que las políticas no convencionales, aunque operando de manera convencional al reducir los tipos de interés reales, han contribuido a suavizar el impacto de la crisis.

La evaluación de la eficacia se basa en la evolución de los tipos de interés reales a largo plazo y las expectativas de inflación, destacando el éxito de la Fed y el Banco de Inglaterra en mantener ancladas las expectativas, mientras que el BCE ha enfrentado desafíos. Se mencionan medidas específicas, como el TALF⁶, QE, swaps de divisas y LTRO⁷, señalando su efectividad en la restauración del funcionamiento del mercado. Aunque las políticas para reducir los tipos de interés a largo plazo han tenido resultados variados, se destaca el éxito de las compras de activos al reducir riesgos.

En el anexo se puede ver con detalle las políticas no convencionales que llevaron a cabo los diferentes bancos centrales.

El análisis de las políticas monetarias no convencionales implementadas por la Reserva Federal (FED) desde el programa QE1 en 2008 hasta la introducción del QE3 en 2012 revela una serie de medidas destinadas a estimular la economía en momentos de crisis. Estas estrategias incluyeron la compra masiva de activos, extensiones de programas y cambios en la orientación futura. A través del QE1, QE2 y QE3, la FED buscó influir en las tasas de interés a largo plazo y fomentar la actividad económica. La implementación del

⁶ El TALF es una iniciativa de política monetaria que se implementó durante la crisis financiera de 2008 en Estados Unidos. Su objetivo era proporcionar financiamiento a los inversionistas para adquirir valores respaldados por activos, como préstamos para automóviles, tarjetas de crédito y otros préstamos al consumidor. La FED de Estados Unidos estableció el TALF para estimular la inversión y facilitar el flujo de crédito en la economía al respaldar estos activos.

⁷ LTRO es una medida implementada por el BCE (BCE) durante la crisis financiera de la eurozona. Consistió en proporcionar liquidez a largo plazo a los bancos mediante la oferta de préstamos a bajo interés. El objetivo era mejorar las condiciones de financiamiento de los bancos y evitar crisis sistémicas. Los bancos podían utilizar estos fondos para cubrir sus necesidades de liquidez y, en teoría, continuar prestando a la economía real.

Programa de Extensión de Vencimientos y la adopción de criterios específicos en marzo de 2014 ilustran la adaptabilidad de la FED en respuesta a las condiciones económicas cambiantes. Este análisis destaca la importancia de las políticas monetarias no convencionales como herramientas esenciales para enfrentar desafíos económicos significativos y restaurar la estabilidad financiera.

El análisis de las acciones del BCE en relación con la compra de activos y préstamos entre 2008 y 2014 refleja una serie de medidas destinadas a abordar las crisis económicas y mejorar la estabilidad financiera en la zona euro. Inicialmente, se implementaron extensiones de LTRO y se amplió la lista de activos aceptados como colateral. Durante 2009, se anunció el CBPP y se redujeron tasas de refinanciamiento. En 2010, se llevaron a cabo acciones en los mercados de bonos públicos y privados (SMP), y se concluyó el CBPP. En 2011, se anunció el CBPP2 y se extendieron las LTRO. En 2012, se redujeron tasas nuevamente y se anunció el programa OMT para compras ilimitadas de deuda soberana. En 2013, se disminuyeron tasas a mínimos históricos. En 2014, el BCE confirmó su compromiso de mantener tasas bajas, incorporando el concepto de "capacidad ociosa" para indicar una posible prolongación incluso después de la recuperación consolidada. Estas decisiones ilustran la adaptabilidad del BCE en busca de estabilidad económica a través de políticas monetarias no convencionales.

El análisis de las medidas adoptadas por el BoE en relación con la compra de activos y préstamos entre 2009 y 2014 revela una serie de intervenciones significativas para abordar desafíos económicos y estimular el crecimiento. En 2009, el BoE lanzó el Programa de APF y anunció el QE, comprando activos hasta un total de 175.000 millones de libras. En 2010, el QE se mantuvo con compras respaldadas por emisión de bonos del Tesoro británico. En 2011, el QE se expandió hasta alcanzar 275.000 millones de libras en activos, aunque el límite para activos privados se redujo. Durante 2012, se realizaron dos expansiones adicionales del QE, llevando las compras totales a 325.000 millones de libras. En 2013, el BoE vinculó la política de tasas de interés al desempleo y condiciones económicas específicas. En 2014, a pesar de la mejora del empleo, el BoE señaló la necesidad de absorber más capacidad ociosa antes de considerar aumentos en las tasas. Este análisis destaca la adaptabilidad del BoE en el uso de medidas no convencionales para mantener la estabilidad financiera y promover la recuperación económica.

El análisis de las acciones del BDJ en relación con la compra de activos y préstamos entre 2008 y 2013 destaca su enfoque proactivo y expansivo para abordar desafíos económicos y alcanzar objetivos específicos. En 2008, se observa un aumento en las compras mensuales de títulos del Gobierno de Japón y la reducción de tasas de interés. En 2009, se anuncian adquisiciones directas de efectos comerciales y bonos corporativos, y se extienden las medidas hasta finales de año. Además, se introduce una línea de crédito y se reducen las tasas de interés. Durante 2010, se expanden las facilidades de financiamiento, se lanzan préstamos para fortalecer el crecimiento económico y se inicia el APP. En 2011, se expanden las compras de activos y préstamos, y se ajustan los límites de compras de activos privados. En 2012, se continúa con expansiones de las compras de títulos del Gobierno y se introduce la FRO. En 2013, se anuncia la estrategia "2 X 2 X 2 X 2" para alcanzar una inflación del 2%, duplicando la base monetaria y extendiendo la duración de las compras de títulos del Gobierno. A su vez, se establece que el QQE se mantendrá hasta lograr sostenidamente el objetivo de inflación del 2%. Este análisis destaca la flexibilidad y determinación del BDJ en la aplicación de medidas no convencionales para impulsar la economía y controlar la inflación.

CONCLUSIONES

Basándonos en el análisis previo sobre las escuelas empleadas, los ciclos monetarios, las políticas fiscales y la intervención de los gobiernos domésticos, la conclusión extraída es que las políticas monetarias no convencionales, particularmente el Quantitative Easing, han demostrado tener impactos positivos en el crecimiento y la inflación de países como Estados Unidos y el Reino Unido.

A pesar del debate sobre si el QE tenía como objetivo debilitar las divisas, la evidencia respalda que las diferencias entre políticas convencionales y no convencionales son mínimas. Se apunta a estudios que indican efectos similares en los precios de los activos, subrayando la efectividad de estas medidas incluso en un contexto de diversas escuelas económicas y complejas interacciones entre ciclos monetarios, políticas fiscales y decisiones gubernamentales.

En última instancia, la convergencia de resultados refuerza la noción de que las políticas no convencionales son una herramienta viable y eficaz en la gestión económica, proporcionando estabilidad y estimulando el crecimiento en entornos desafiantes.

FUENTES CONSULTADAS

- Alonso-Neira, M.A., Sánchez-Bayón, A. (2023). *Yield curve as a leading indicator of recession: Austrian Economics Insights*. *Panoeconomicus*, 71(2): 1–23.
- Alonso-Neira, M.A., Sánchez-Bayón, A., Castro-Oliva, M. (2023). *An heterodox History of Spanish Economy into the Eurozone: Austrian School of Economics analysis of boom & bust*. *Forum Scientiae Oeconomia*, 11(2): 9-41.
- VV.AA. (n.d.). *El SEBC, el Eurosistema, el BCE y los bancos centrales nacionales*. Banco de España. (URL: <https://www.bde.es/wbe/es/sobre-banco/actividad-europea/eurosistema-sebc/organizacion-eurosistema/sebc-eurosistema-bce-bancos-centrales/> ; consultado: Octubre de 2023).
- Benhabib, J.; Schmitt-Grohé, S., y Uribe, M. (2001). The Perils of Taylor Rules, *Journal of Economic Theory*, 96(1-2): 40-69.
- Bernanke, B. (2000). Japanese Monetary Policy: A Case of Self-Induced Paralysis? en R. Mikitani y A. Posen (Eds.), *Japan's Financial Crisis and Its Parallels to U.S. Experience*, Ciudad: Washington, D.C. Institute for International Economics, septiembre 2000, p. 149-166.
- Bernanke, B.; Reinhart, V.R., y Sack, B.P. (2004). Monetary Policy Alternatives at the Zero Bound: An Empirical Assessment. *Brookings Papers on Economic Activity*, p. 1-78.
- Bullard, J. (2010). Quantitative Easing – Unchartered Waters for Monetary Policy, *The Regional Economist*, enero, Federal Reserve Bank of St Louis.
- CMF (2021). *Inflación, tasas bajas y utilidades sostienen las acciones líderes*. Newsletter Técnicamente fundamentalista, 1 (4).
- Donzinetti, D. M. V. (n.d.). *Aplicación al caso estadounidense*.
https://economicas.unsa.edu.ar/afinan/informacion_general/sadaf/xliii_jornadas/tapering-financiero.pdf
- Etica, L. A. P. (n.d.). La crisis subprime y los agentes económicos: Comillas.edu.
<https://repositorio.comillas.edu/rest/bitstreams/498/retrieve>
- European Central Bank. (2021). *Declaración sobre la estrategia de política monetaria del BCE*. (URL: https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/ecb.strategyreview_monpol_strategy_statement.es.html ; consultado: Octubre de 2023)

- European Central Bank. (2022). *Unión Económica y Monetaria*. (URL: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/history/emu/html/index.es.html> ; consultado: Octubre de 2023).
- FMI (2013). *Unconventional Monetary Policies – Recent Experience and Prospects*, abril.
- FOMC (2012). Comunicado de Prensa, enero.
- Han, V. B. C. (n.d.). Políticas monetarias no. Funcas.Es. https://www.funcas.es/wp-content/uploads/Migracion/Articulos/FUNCAS_PEE/140art07.pdf
- Información, L. (2019, September 18). *Qué es el Tapering y cómo afecta a la economía. La Información*. (URL: <https://www.lainformacion.com/practicopedia/que-es-tapering-como-afecta-economia/6512764/> ; consultado: Octubre de 2023).
- Kurt, D. (2020). QE3 (quantitative easing): *What it is, how it works*. (URL: <https://www.investopedia.com/ask/answers/12/quantitative-easing.asp> ; Consultado: Noviembre 2023).
- La política monetaria europea. (n.d.). Europa.eu. <https://www.europarl.europa.eu/factsheets/es/sheet/86/la-politica-monetaria-europea>
- Lopez, C. (2013, March 20). *Entendiendo los CDS*. Blog del Euribor e hipotecas. (URL: <https://www.euribor.com.es/2013/03/20/entendiendo-los-cds/> ; consultado: febrero 2024).
- Lopez, C. (2021, April 23). *Obligaciones de deuda garantizada (CDO)*. Blog del Euribor e hipotecas. (URL: <https://www.euribor.com.es/glosario/obligaciones-de-deuda-garantizada-cdo/> ; consultado: Enero de 2024).
- Prats, G. M. (2023). Política monetaria en la recuperación post-COVID-19 en México. *Dilemas Contemporáneos: Educación, Política y Valores*.
- Potter, S. (2011). The Failure to Forecast the Great Recession, *Liberty Street conomics*, noviembre.
- Praet, P. (2014). Current Issues and Challenges for Central Bank Communication. Discurso en la Conferencia: The ECB and its Watchers XV, marzo, Banco Central Europeo.
- Ramírez Segura, M. (2018). *Quantitative easing: Historia y efectos de la política monetaria no convencional*. Universidad Pontificia Comillas, trabajo final de grado.

- Rubio Olmedo, G. (2018). *Quantitative easing y bancos centrales*. Universidad Pontificia Comillas, trabajo final de grado.
- Rudebusch, G. (2009). The Fed's Monetary Policy Response to the Current Crisis, *FRBSF Economic Letter*, 2009-17.
- Saez, B. (2014). *Introducción a la Titulización de los Activos*. Madrid.
- Sánchez-Bayón, A., Alonso-Neira, M.A., Castro-Oliva, M. (2023). *Review of teaching and research innovation on Macroeconomics of capital and its cycles*. *Procesos de Mercado*, 20(1): 173-218.
- Sánchez-Bayón, A., & Castro-Oliva, M. (2023). *Gestión heterodoxa de crisis económicas periódicas: Desarrollos de la teoría austriaca del ciclo y del capital*. *Economía & Negocios*, 5(1), 19–51.
- Sánchez-Bayón A. y Castro-Oliva M. (2022). *Historia de la reciente deflación del capital y los salarios en España: Revisión de los desarrollos de la teoría de ciclos económicos*. *Iberian Journal of the History of Economic Thought*, 9(2), 111-131.
- Statista. *Monthly Federal funds effective rate in the United States from July 1954 to August 2022*. <https://www.statista.com/statistics/187616/effective-rate-of-us-federal-funds-monthly/#:~:text=As%20of%20August%202022%2C%20U.S.,rate%20stood%20at%202.33%20percent> ; consultado: 14 de Octubre de 2023.
- Taylor, J. (1999). A Historical Analysis of Monetary Policy Rules, en J. Taylor (Ed.), *Monetary Policy Rules*, University of Chicago Press, 319-348.
- Trefis Team (2015). *Quantitative easing in focus: The U.S. experience*.
- Ugai, H. (2007). *Effects of the Quantitative Easing Policy: A Survey of Empirical Analyses*. Bank of Japan Monetary and Economic Studies, marzo.
- Vayanos, D., y Vila, J.-L. (2009). *A Preferred-Habitat Model of the Term Structure of Interest Rates*. Documento de trabajo n.º 15.487, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass.
- Viñals, J., (2011). *The Do's and Don'ts of Macprudential Policy*. Speech given at European Commission and ECB Conference on Financial Integration and Stability, Brussels, May 2, 2011.

Wheelock, D. C. and Mark E. Wohar, (2009). *Can the Term Spread Predict Output Growth and Recessions? A Survey of the Literature*. Review, Federal Reserve Bank of St. Louis, issue Sep, pp. 419–440.

Woodford, M. (2012). *Methods of Monetary Policy Accommodation at the Interest Rate Lower bound*, en *The Changing Policy Landscape*, Simposio de Jackson Hole del Federal Reserve Bank of Kansas City.

Wright, Jonathan H., (2012). *What does Monetary Policy do to Long-term Interest Rates at the Zero Lower Bound?* The Economic Journal 122(564): 1468–0297.

ANEXO

A continuación se exponen los anuncios que se llevaron a cabo por parte de la FED de las medidas tomadas.

	Anuncios de la FED en relación con la compra de activos/préstamos.
<p>Programa QE1. Se implementó a partir de noviembre de 2008.</p>	<ul style="list-style-type: none"> – Anuncio de compras a gran escala de activos (LSAP): la Fed adquirirá 100.000 millones de dólares en deuda de GSE y 500.000 millones de dólares en MBS. – Primera indicación de la extensión del QE a los bonos del Tesoro de EE.UU. (UST). – Primera propuesta por parte del FOMC de ampliar el QE a los UST. – La Fed está lista para ampliar el QE y adquirir bonos del Tesoro de EE.UU. (UST). – Expansión de compras a gran escala de activos (LSAP): la Fed comprará 300.000 millones de dólares en UST a largo plazo y otros 750.000 y 100.000 millones de dólares en MBS y deuda GSE adicionales, respectivamente. – Se desaceleran las compras a gran escala de activos (LSAP): todas las adquisiciones finalizarán a finales de octubre, no a mediados de septiembre. – Se desaceleran las compras a gran escala de activos (LSAP): las adquisiciones de deuda de agencias y MBS concluirán al final del primer trimestre de 2010. – Se reduce el volumen de las compras a gran escala de activos (LSAP): las adquisiciones de deuda de agencias se limitarán a 175.000 millones de dólares. – Balance mantenido: la Fed reinvertirá los pagos de principal de las compras a gran escala de activos (LSAP) en bonos del Tesoro de EE.UU. (UST).
<p>Programa QE2. Se implementó a partir de noviembre de 2010.</p>	<ul style="list-style-type: none"> – El FOMC destaca la persistente baja inflación, que probablemente se mantendrá baja durante un período antes de alcanzar niveles considerados apropiados por el Comité para su mandato. – La percepción de los miembros del FOMC es que podría ser necesaria una mayor flexibilización en un futuro cercano. – Bernanke reafirma que la Fed está lista para aplicar medidas adicionales para relajar su política. – Anuncio del QE2: La Fed adquirirá 600.000 millones de dólares en bonos del Tesoro de EE. UU. (UST). – Fin del QE2: Las compras de bonos del Tesoro de EE. UU. (UST) concluirán al final del mes, según lo planeado; los

	pagos de principal seguirán siendo reinvertidos.
Septiembre de 2011.	<ul style="list-style-type: none"> - Se introduce el Programa de Extensión de Vencimientos (Operación Twist): la Fed adquirirá 400.000 millones de dólares en bonos del Tesoro de EE. UU. (UST) con vencimientos de tres años o menos; los pagos de principal de MBS y deuda de agencias ya no se reinvertirán en UST, sino en MBS.
Junio de 2012.	<ul style="list-style-type: none"> - Se extiende el Programa de Extensión de Vencimientos: la Fed seguirá comprando valores a largo plazo y vendiendo valores a corto plazo hasta finales de 2012. Las compras y ventas continuarán al ritmo actual, alrededor de 45.000 millones de dólares al mes.
Programa QE3. Se implementó a partir de agosto de 2012.	<ul style="list-style-type: none"> - Los participantes del FOMC "consideraron que es probable que se necesite implementar medidas adicionales de política monetaria bastante pronto..." - Anuncio del QE3: La Fed adquirirá 40.000 millones de dólares en MBS cada mes, siempre y cuando "las perspectivas del mercado laboral no experimenten una mejora sustancial, en el contexto de la estabilidad de precios." - Ampliación del QE3: La Fed seguirá comprando 45.000 millones de dólares en activos a largo plazo cada mes, pero dejará de neutralizar las compras mediante la venta de UST a corto plazo. "Si observamos una mejora sostenida y estamos convencidos de su durabilidad, podríamos disminuir moderadamente el ritmo de compras en las próximas reuniones." - "Reducción gradual progresiva" - Bernanke sugiere que la Fed podría comenzar a disminuir las compras mensuales de bonos de 85.000 millones de dólares hacia finales de año si la economía sigue mejorando. - El FOMC decide NO iniciar la reducción del QE3. - Comienza la reducción, disminuyendo el ritmo de compras de activos: a principios de enero, las compras de activos se reducirán en 10.000 millones de dólares al mes, distribuidos equitativamente entre MBS y UST.
Marzo de 2014.	<ul style="list-style-type: none"> - La Fed cambia los criterios por una nueva guía: los tipos de interés se mantendrán estables durante un "período sustancial" después de concluir el proceso de reducción de compras de activos. El aumento de las tasas se llevará a cabo utilizando un enfoque equilibrado, manteniendo los tipos por debajo del nivel neutral incluso después de que se absorba la capacidad ociosa y la inflación alcance la meta establecida.

A continuación se exponen los anuncios que se llevaron a cabo por parte del BCE de las medidas tomadas.

	Anuncios del BCE en relación con la compra de activos/préstamos.
Durante el año 2008.	<ul style="list-style-type: none"> - Ampliación de las Operaciones de Refinanciamiento a Largo Plazo (LTRO): Se informa sobre la implementación de LTRO con un plazo de 6 meses. - Extensión de las Operaciones de Refinanciamiento: Todas las operaciones de refinanciamiento se llevarán a cabo mediante subastas a tasas fijas y asignación completa. Se amplió la lista de activos aceptados como colateral en las operaciones de crédito con el BCE para incluir activos con baja calificación (a excepción de títulos respaldados por activos) y activos no denominados en euros.
Durante el año 2009.	<ul style="list-style-type: none"> - Anuncio del Programa de Compra de Bonos Corporativos (CBPP) y Ampliación de LTRO: El BCE tiene la intención de adquirir deuda garantizada denominada en euros por un valor de 60.000 millones de euros. Además, se anuncia la introducción de LTRO con un plazo de 12 meses. - El BCE reduce la tasa principal de refinanciamiento en 0,25%, ubicándola en el 1%, y disminuye la tasa de la línea de financiación marginal en 0,5%, llevándola al 1,75%.
Durante el año 2010.	<ul style="list-style-type: none"> - Comunicado sobre el SMP: el BCE realizará acciones en los mercados de bonos públicos y privados de la zona del euro; las adquisiciones serán neutralizadas. - Finalización del CBPP: las compras concluyen según lo programado; los bonos adquiridos se retendrán hasta su vencimiento.
Durante el año 2011.	<ul style="list-style-type: none"> - El BCE incrementa el principal tipo de refinanciación por primera vez desde 2008, en un 0,25%, alcanzando el 1,25%. - El BCE eleva el principal tipo de refinanciación en un 0,25%, situándolo en el 1,5%. - Anuncio del CBPP2: el BCE adquirirá 40.000 mill. de euros en deuda asegurada denominada en euros. - Ampliación de las LTRO: se informa sobre LTRO con una duración de 36 meses; se extiende la relación de activos aceptados como garantía. - El BCE reduce la tasa principal de refinanciación en un 0,25%, llevándola al 1%, y disminuye la tasa de la línea de financiación marginal en un 0,5%, situándola en el 1,75%.
Durante el año 2012.	<ul style="list-style-type: none"> - El BCE reduce el tipo principal de refinanciación en un 0,25%, situándolo en el 0,75%, un nivel mínimo sin

	<p>precedentes.</p> <ul style="list-style-type: none"> - Mario Draghi, presidente del BCE, anuncia la expansión de las compras de deuda soberana y afirma que "el euro es irreversible". - Se presenta el programa OMT (Outright Monetary Transactions): los países que soliciten asistencia al Mecanismo Europeo de Estabilización (ESM) y cumplan con sus condiciones podrán solicitar al BCE la compra ilimitada de su deuda en el mercado secundario.
Durante el año 2013.	<ul style="list-style-type: none"> - El BCE disminuye el principal tipo de refinanciación en un 0,25%, estableciéndolo en el 0,50%, alcanzando así un nuevo mínimo histórico. - El BCE anticipa que los tipos de interés clave se mantendrán en los niveles actuales o inferiores durante un extenso período de tiempo. - El BCE reduce el principal tipo de refinanciación en un 0,25%, colocándolo en el 0,25%, marcando un nuevo mínimo histórico. El BCE anticipa que los tipos de interés clave se mantendrán en los niveles actuales o inferiores durante un extenso período de tiempo.
Durante el año 2014.	<ul style="list-style-type: none"> - El BCE confirma con fuerza su guía futura: los tipos se mantendrán en los niveles actuales o inferiores durante un extenso periodo. - El BCE incorpora el concepto de "capacidad ociosa" para indicar que los tipos podrían permanecer en pausa incluso después de que la recuperación se consolide.

A continuación se exponen los anuncios que se llevaron a cabo por parte de la BoE de las medidas tomadas.

	Anuncios del BoE en relación con la compra de activos/préstamos.
Durante el año 2009.	<ul style="list-style-type: none"> - Inicio del Programa de Activos para la Financiación (APF): el BoE adquirirá 50.000 millones de libras en "activos de alta calidad del sector privado", financiando la operación mediante la emisión de deuda. - El BoE identifica un ligero riesgo a la baja en el logro del objetivo de inflación y reitera el APF como un posible instrumento de política monetaria. - Anuncio del QE: el BoE comprará hasta 75.000 millones de libras en activos, ahora financiados mediante la emisión de reservas; las nuevas compras consistirán "principalmente" en Gilts a medio y largo plazo. - Expansión del QE: el BoE comprará hasta 125.000

	<p>millones de libras en activos.</p> <ul style="list-style-type: none"> - Ampliación del QE: el BoE comprará hasta 175.000 millones de libras en activos; para dar cabida al mayor tamaño, el BoE ampliará las compras a Gilts con vencimientos a tres años o más. - El BoE reduce el tipo de interés de política del 1 al 0,5%; el BCE reduce el tipo de interés de política del 2 al 1,5%. - Expansión del QE: el BoE adquirirá hasta 200.000 millones de libras en activos.
Durante el año 2010.	<ul style="list-style-type: none"> - Sostenimiento del QE: el BoE conserva el volumen de compras de activos respaldado por la emisión de reservas de 200.000 millones de libras; las adquisiciones adicionales de activos privados serán financiadas mediante la emisión de bonos del Tesoro británico.
Durante el año 2011.	<ul style="list-style-type: none"> - Expansión del QE: el BoE adquirirá hasta 275.000 millones de libras en activos respaldado por la emisión de reservas; sin embargo, el límite superior para el mantenimiento de activos privados permanece en 50.000 millones de libras. - Ajuste a la baja del límite máximo de compras de activos privados: el Tesoro británico reduce el tope de las tenencias en activos privados del APF de 50.000 a 10.000 millones de libras.
Durante el año 2012.	<ul style="list-style-type: none"> - Dos expansiones del QE: el BoE adquirirá hasta 325.000 millones de libras en activos.
Durante el año 2013.	<ul style="list-style-type: none"> - El Comité de política monetaria (MPC) no aumentará los tipos de interés hasta que la tasa de desempleo descienda por debajo del 7%, siempre y cuando se cumplan las siguientes condiciones: las proyecciones del Índice de Precios al Consumidor (IPC) no excedan el 2.5%, las expectativas de inflación a medio plazo estén sólidamente ancladas y no existan riesgos para la estabilidad financiera.
Durante el año 2014.	<ul style="list-style-type: none"> - A pesar de la significativa disminución del desempleo, todavía existe margen para una mayor absorción de la capacidad ociosa antes de considerar un aumento en las tasas del Banco de Inglaterra. Cuando las tasas del BoE comiencen a aumentar efectivamente, se anticipa que la trayectoria adecuada será gradual. Aunque la economía haya regresado a niveles normales de capacidad y la inflación esté aproximándose a la meta, se espera que el nivel adecuado de las tasas del BoE sea considerablemente inferior al nivel del 5% establecido antes de la crisis financiera.

A continuación se exponen los anuncios que se llevaron a cabo por parte de la BDJ de las medidas tomadas.

	Anuncios del BDJ en relación con la compra de activos/préstamos.
Durante el año 2008.	<ul style="list-style-type: none"> – El Banco de Japón (BDJ) continuará ofreciendo una línea de crédito ilimitada para bancos hasta finales de abril, manteniendo el tipo oficial de interés de los préstamos a un día, tanto sin garantía como garantizados por deuda corporativa. – Además, en una medida de expansión, el BDJ ha decidido aumentar las compras mensuales de títulos del Gobierno de Japón, pasando de 1,2 a 1,4 billones de yenes. También se está considerando la posibilidad de adquirir efectos comerciales como parte de estas medidas. – Reduce el objetivo para el tipo oficial de interés de los préstamos a un día sin garantía, disminuyéndolo del 0,3% al 0,1%.
Durante el año 2009.	<ul style="list-style-type: none"> – Anuncio de adquisiciones directas: el Banco de Japón (BDJ) comprará hasta 3 billones de efectos comerciales y ABCP, considerando también adquisiciones directas de bonos corporativos. – Ampliación de las compras directas: el BDJ prolongará las adquisiciones de efectos comerciales y SFSO hasta finales de septiembre (anteriormente finales de marzo) y comprará hasta 1 billón de yenes en bonos corporativos. – Ampliación de las compras directas: el BDJ aumenta las compras mensuales de títulos del Gobierno de Japón de 1,4 a 1,8 billones de yenes. – Ampliación de los programas: el BDJ extiende las SFSO y las adquisiciones directas de efectos y bonos corporativos hasta finales de año. – Estado de los programas: las adquisiciones directas de instrumentos de financiación empresarial finalizarán a finales de 2009 según lo previsto, pero las SFSO se prolongarán hasta el 1T10; se proporcionará liquidez adicional después del 1T10 mediante operaciones de suministro de fondos contra un conjunto más amplio de colaterales. – Anuncio de línea de crédito: el Banco de Japón ofrecerá 10 billones de yenes en préstamos a 3 meses con el respaldo completo del colateral elegible para el tipo oficial de interés de los préstamos a un día sin garantía.
Durante el año 2010.	<ul style="list-style-type: none"> – Ampliación de la línea de crédito: el Banco de Japón (BDJ) aumenta el volumen de las Facilidades de Financiamiento de Operaciones (FRO) a 20 billones de yenes.

	<ul style="list-style-type: none"> - Anuncio de GSFF: el BDJ proporcionará 3 billones de yenes en préstamos a un año a instituciones financieras privadas que presenten propuestas de proyectos destinados a "fortalecer las bases del crecimiento económico". - Ampliación de la línea de crédito: el Banco de Japón (BDJ) agrega 10 billones de yenes en préstamos a 6 meses a las Facilidades de Financiamiento de Operaciones (FRO). - Puesta en marcha del APP: el BDJ adquirirá 5 billones de yenes en activos, distribuidos de la siguiente manera: 3,5 billones de yenes en títulos del Gobierno de Japón y letras del Tesoro descontadas, 1 billón de yenes en efectos comerciales y bonos corporativos, y 0,5 billones de yenes en ETF y J-REIT. - El Banco de Japón (BDJ) establece el objetivo para el tipo oficial de interés de los préstamos a un día sin garantía en el rango del 0% al 0,1%.
<p>Durante el año 2011.</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Expansión de los APP: el Banco de Japón (BDJ) aumentará sus compras en 5 billones de yenes en activos adicionales (incluyendo 0,5 billones de yenes en títulos del Gobierno de Japón, 1 billón de yenes en letras del Tesoro descontadas, 1,5 billones de yenes en efectos comerciales, 1,5 billones de yenes en bonos corporativos, 0,45 billones de yenes en ETF y 0,5 billones de yenes en J-REIT). - Expansión de los GSFF: el Banco de Japón (BOJ) añade 0,5 billones de yenes en préstamos a entidades financieras privadas para inversiones en renta variable y expandir préstamos basados en activos. - Ampliación de las FRO: se añaden 5 billones de yenes a los préstamos garantizados a 6 meses a través de las FRO. - Expansión de los APP: el BDJ comprará otros 5 billones de yenes en títulos del Gobierno de Japón.
<p>Durante el año 2012.</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Expansión de los APP: el Banco de Japón (BDJ) aumentará sus compras en otros 10 billones de yenes en títulos del Gobierno de Japón. - Expansión de los GSFF: el BDJ pondrá a disposición de las entidades financieras privadas otros 2 billones de yenes en préstamos, incluyendo 1 billón de yenes en préstamos denominados en dólares y 0,5 billones de yenes en préstamos de pequeño tamaño (entre 1 y 10 millones de yenes). - Expansión de los APP y reducción de las FRO: el BDJ comprará otros 10 billones de yenes adicionales en títulos del Gobierno de Japón, 0,2 billones de yenes en ETF y 0,01 billones de yenes en J-REIT. Además, se reducirá la disponibilidad de préstamos FRO a 6 meses en 5 billones de yenes.

	<ul style="list-style-type: none"> - Expansión de los APP y reducción de las FRO: el Banco de Japón (BDJ) comprará otros 5 billones de yenes adicionales en letras del Tesoro descontadas y reducirá la disponibilidad de préstamos FRO en 5 billones de yenes. - Expansión de los APP: el BDJ adquirirá otros 5 billones de yenes adicionales en títulos del Gobierno de Japón y 5 billones de yenes en letras del Tesoro descontadas. - Expansión de los APP y anuncio de SBLF: el BDJ comprará otros 5 billones de yenes adicionales en títulos del Gobierno de Japón, 5,0 billones de yenes en letras del Tesoro descontadas, 0,1 billones de yenes en efectos comerciales, 0,3 billones de yenes en bonos corporativos, 0,5 billones de yenes en ETF y 0,01 billones de yenes en J-REIT. A través de la SBLF, financiará el 100% del aumento neto de los préstamos de las entidades de depósito al sector no financiero. - Expansión de los APP: el BDJ comprará otros 5 billones de yenes adicionales en títulos del Gobierno de Japón y 5 billones de yenes en letras del Tesoro descontadas.
<p>Durante el año 2013.</p>	<ul style="list-style-type: none"> - La estrategia 2 X 2 X 2 X 2: el Banco de Japón (BDJ) anuncia que alcanzará una inflación del 2% en dos años, duplicando la base monetaria antes de diciembre de 2014 y extendiendo la duración de los títulos del Gobierno de Japón que compra. Se pone fin a los APP, que serán absorbidos en las mencionadas compras de títulos del Gobierno de Japón. - El QQE se mantendrá durante el tiempo necesario para lograr de manera sostenida el objetivo de inflación del 2%.