



Universidad de Valladolid

**Facultad de Ciencias Económicas y
Empresariales**

**Grado en Derecho y en Administración y Dirección de
Empresas**

Análisis de los Quantitative Easings: Teorías y Políticas

Presentado por:

Álvaro Cabezudo Manzanera

Tutelado por:

D. Valentín Azofra Palenzuela

Valladolid, 25 de Julio de 2016

Resumen:

La relajación cuantitativa es un tema que se antoja de la más inmediata actualidad y transcendencia, ya no sólo por el debate político y económico que genera. Los recientes acontecimientos que se están produciendo en el mundo han puesto de manifiesto que 2016, lo que parecía que iba a ser el inicio de la retirada de los estímulos económicos, ya no sea tan claro y puede que estemos entrando de lleno en un nuevo ciclo de políticas monetarias no convencionales. En este trabajo estudiaremos un ejemplo de ello; los Quantitative Easing, centrándonos en el análisis de sus efectos y sobre la idoneidad de la medida.

Abstract:

The Quantitative Easing is not only a current topic because of its political and economical implications, but it is also a transcendental matter due to the nowadays circumstances that are affecting the global economic recovery. At a first glance, 2016 what appeared to be as the beginning of the monetary normalization process, today that is not so clear. On the other hand, this might mean the application of a new bunch of non conventional monetary policies. The paper focus in analyzing one example of this type of measures; the Quantitative Easing.

Key Words:

Quantitative Easing, Relajación Cuantitativa, Política Económica, Política Monetaria, Política Fiscal, Banco Central, Tipo de Interés, Inflación, Tipo de Cambio, Exportaciones, Balanza Comercial, Crisis, Oferta Monetaria, Reservas, Expectativas, Precios, Recuperación, Apalancamiento, Liquidez, Depósitos.

Nota del Autor:

Álvaro Cabezudo Manzanera, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, Universidad de Valladolid.

Este trabajo corresponde al Trabajo de Fin de Grado en ADE en la Universidad de Valladolid, supervisado por D. Valentín Azofra Palenzuela.

Contacto relacionado con este artículo deberá ser enviado a Álvaro Cabezudo Manzanera, C/Gabilondo, No 12, 1 I. 47007. Valladolid, España. Tfn: +34 600 541 814. Email: a.cabezudomanzanera@gmail.com

En Valladolid a 25 de julio de 2016.

Índice

Listado de Abreviaturas	5
Introducción	7
Desarrollo	11
1. Los Quantitative Easing:	11
1.1. Definición, Objeto y Origen:.....	11
1.1.1. Definición	11
1.1.2. Objeto	15
1.1.2.1. Los Tipos de Interés	22
1.1.2.2. El Mecanismo de Transmisión Monetaria	24
1.1.3. Origen	31
1.1.3.1. La Gran Recesión	32
1.2. Trayectoria y Evolución:	37
1.2.1. El Papel Desempeñado por los QE	40
1.2.1.1. En EE.UU.....	40
1.2.1.2. En Europa.....	44
1.2.2. La Retirada de los Estímulos.....	44
1.2.2.1. En EE.UU.....	45
1.2.2.2. En Europa.....	46
2. El Otro Punto de Vista: Los “no” convencionales	48
2.1. Ni el Origen del Problema:	49
2.2. Ni el Coste por la Deuda:	52
2.3. Ni la Inflación:	53
2.4. Ni el Crecimiento:	54
2.5. Ni la Inversión:.....	56
2.6. Ni la Necesidad de exportar:	58
Conclusiones	59

Bibliografía	66
Metodología.....	75
Apartado I: La Oferta Monetaria y el Dinero Bancario	75
Apartado II: La Política Monetaria Convencional.....	78
Anexo	80
Apartado I: Transacciones Inmobiliarias en España	80
Apartado II: Transacciones Inmobiliarias en Europa	81
Apartado III: Evolución del Balance de la Fed	83
Apartado IV: Evolución del Balance del BCE	84

Listado de Abreviaturas

AAPP	Administraciones Públicas
BC	Banco Central(es)
BCE	Banco Central Europeo
BM	Base Monetaria
BoE	Bank of England
BoJ	Bank of Japan
CE	Credit Easing(s)
CDS	Credit Default Swap(s)
D	Depósitos Bancarios
DA	Demanda Agregada
Fed	Federal Reserve
MTM	Mecanismo de Transmisión Monetaria
OA	Oferta Agregada
OM	Oferta Monetaria
PE	Política(s) Económica(s)
PF	Política(s) Fiscal(es)
PM	Política(s) Monetaria(es)
QE	Quantitative Easing(s)
RB	Reservas Bancarias
RU	Reino Unido
TIR	Tasa Interna de Retorno
UME	Unión Monetaria Europea
UE	Unión Europea

*"Soy un fuerte defensor del libre mercado.
Así pues, mi instinto natural es oponerme
a la intervención del gobierno.
Pero éstas no son circunstancias normales.
El mercado no está funcionando correctamente.
Ha habido una enorme pérdida de confianza"
George Bush (9 de agosto de 2008)¹*

¹ Véase Trías de Bes Mingot, F. (2009), p. 93.

Introducción

Los Quantitative Easing (QE) son, como veremos más adelante, un instrumento no convencional² de política económica, en concreto, se trata de un instrumento de política económica de tipo monetario de la más inmediata actualidad y transcendencia. Además, hablamos de un tema que a su vez reporta especial complejidad, pues la doctrina económica no coincide, ni mucho menos, en los efectos que tal inusual medida infunde. De hecho, existe un intenso debate sobre los efectos que los QE están generando y generarán en el futuro.

Por ello, para intuir la idoneidad de esta medida y formar nuestra propia opinión al respecto, es muy importante repasar los diferentes argumentos que los principales intelectuales y analistas de la política económica esgrimen a favor o en contra de esta medida. Pero antes de pasar a éste, el meollo de la cuestión, es conveniente llevar a cabo también un completo análisis de lo que estos instrumentos constituyen y entender muy bien en qué consisten.

Con el objetivo en mente de llevar a cabo este análisis, en el primer apartado del trabajo desarrollaremos una visión general del tema. Para dar forma a esta visión general seguiremos la línea de explicación oficial que dan sus principales valedores que son por un lado, los bancos centrales, con la Reserva Federal y Ben Bernanke³ a la cabeza, y por otro lado, los bancos comerciales y economistas Nekeynesianos y Monetaristas. Sin embargo, a la vez que vamos desarrollando dicha línea oficial, iremos también introduciendo las principales ideas que definen a la otra parte en el debate para después pasar a su desarrollo en el segundo bloque del trabajo.

De manera que lo que el trabajo persigue es, en primer lugar, dar una visión general y sobretodo concisa de lo que oficialmente son y persiguen estas medidas no convencionales de política monetaria, para pasar a ver en segundo

² No obstante, para el economista y escritor Daniel Lacalle, como bien dice en su artículo, titulado: *“El Estímulo Innecesario y Peligroso del BCE”*, de 26 de abril de 2014, dicha política monetaria no le resulta *“no convencional”*, y de forma irónica, pero muy sutil, establece que *“no existe política más convencional que bajar los tipos de interés y aumentar la base monetaria... Desde Nerón o los revolucionarios franceses hasta Maduro y Kirchner, siempre ha habido alguien dispuesto a manipular la masa monetaria...”*, lo cual es una gran verdad (Lacalle, D., 2014).

³ Ben Bernanke, economista americano y principal valedor de los QE. Fue presidente de la Fed entre los años 2006 y 2014. Véase Biography.com Editors (2013) para más detalles.

lugar, el otro punto de vista que es contrario a la toma de este tipo de decisiones, y poder formar así nuestra propia opinión al respecto. De lo primero se encarga el primer apartado; *“Los Quantitative Easing”*, que a su vez se divide en dos partes:

Por un lado; *“Definición, Objeto y Origen”*, que busca dar una definición objetiva de este instrumento para pasar a continuación a explicar su funcionamiento y el fin que persigue. Para ello, recalcamos la labor que los tipos de interés desempeñan en la política económica, las diferencias existentes entre las políticas monetarias convencionales y no convencionales, y cómo la modificación de los tipos de interés y otras variables monetarias influyen en la economía a corto y a largo plazo. Finalmente esta primera parte del análisis concluye respondiendo a las preguntas de por qué y cuándo surgen los QE, que adelante, surgen en EE.UU como medidas contra la crisis financiera de 2008.

Por otro lado; *“Trayectoria y Evolución”*, que completa el análisis de los QE, analizando el papel desempeñado desde su aplicación en las principales economías del mundo, que comenzó en 2009 en EE.UU, hasta la situación actual en que nos encontramos de retirada de los estímulos ante una mejora generalizada de la marcha de la economía.

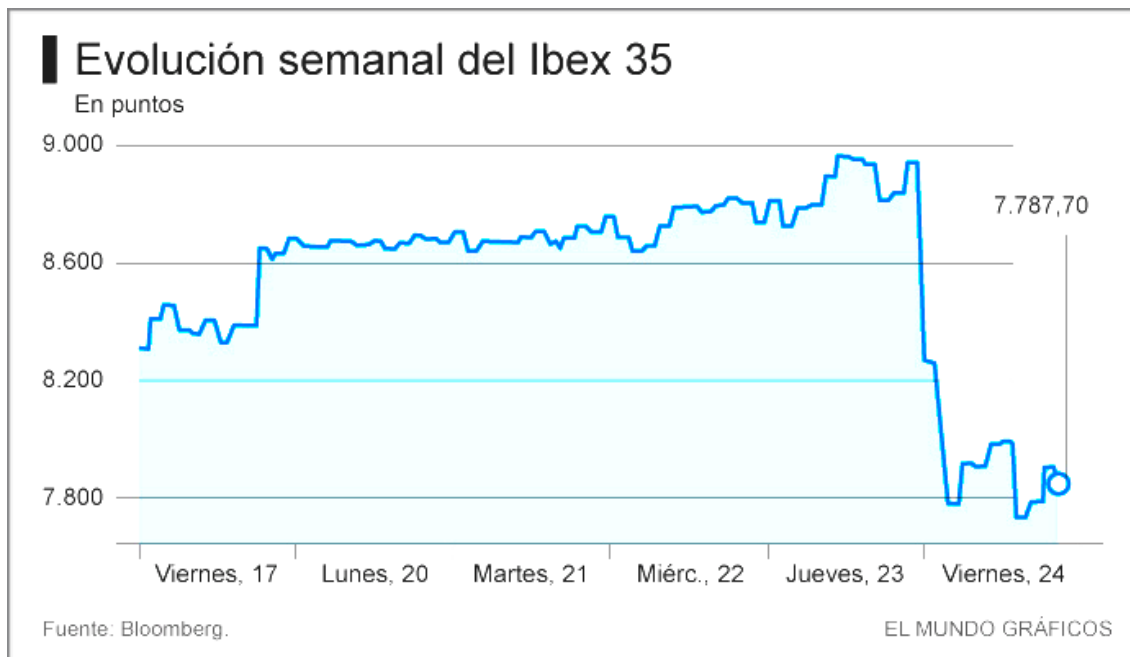
Sin embargo, el pasado 23 de junio de 2016, hemos asistido al acontecimiento histórico de como el Reino Unido (RU) votaba en referéndum su salida de la Unión Europea. Esto ha provocado un terremoto financiero en los principales parques del mundo que ha frenado en seco la recuperación económica de países como España⁴. No obstante, dadas las últimas encuestas antes de la votación que preveían el triunfo del *“Brexit”*⁵, el BCE manejaba en todo momento tal escenario, llegando a anunciar que instrumentaría inyecciones de liquidez en el sistema si la situación así lo requería⁶. De manera

⁴ El 24 de junio de 2016, la Bolsa de Madrid registraba caídas en sus principales valores en más de un 12% y la prima de riesgo de disparó hasta los 178 puntos básicos, tras meses registrados de buena evolución en los mercados y con previsiones de crecimiento económico medio para España del 3,5% (Expansión, 2016, El Confidencial, 2016, y Vieña, D., 2016).

⁵ Es la palabra que surge de las siglas; *“British exit”*, y da nombre al movimiento político que pretende la salida del Reino Unido de la Unión Europea. Véase BBC Mundo (2016) para más detalles.

⁶ *“El supervisor de Londres prepara una inyección de 250.000 millones de libras y Francfort dice que puede colocar más liquidez...El BCE está preparado para inyectar liquidez adicional en Euros y en divisas extranjeras si fuera necesario...”* (Mars, A. y De Barrón, I., 2016).

que lo que el 22 de junio de 2016 consideraba “*La Retirada de los Estímulos*”, puede que no sea así ni en la Eurozona, ni en RU.



*(Vieña, D., 2016).

Por lo tanto, en el primer apartado aprovecharemos para exponer las ideas de la corriente de pensamiento favorable a la toma de este tipo de medidas de política monetaria, aunque señalando los principales puntos de desencuentro e ideas esenciales del otro punto de vista, lo cual nos permitirá a su vez formar una base que contrastaremos más detalladamente en el segundo apartado del trabajo. La otra corriente de pensamiento en su mayoría la integran economistas Neoliberales, Neoclásicos y representantes de la Escuela Austríaca.

La idea que sigue la estructura del trabajo es desarrollar la versión oficial y defensa que de este instrumento dan la mayoría de banqueros centrales y la parte mayoritaria de la doctrina económica, aunque indicando al mismo tiempo los principales puntos de desencuentro, para pasar a ver el otro enfoque sobre los QE, el cual desarrollaremos en el segundo y último apartado del trabajo; “*El Otro Punto de Vista: Los ‘no’ convencionales*”, donde recogemos las críticas que la Escuela Austríaca lanza contra este instrumento no convencional, cuyos efectos finales consideran perjudiciales para la economía y advierten de que el camino elegido por los bancos centrales no es el camino correcto para la recuperación económica.

Claramente se observan dos corrientes de pensamiento enfrentadas en este asunto, lo cual añade al trabajo, además de complejidad por la confrontación de buenos argumentos entre reputados economistas, la dificultad de seleccionar la literatura adecuada para llevar a cabo dicho análisis. Este es un tema muy extenso que daría mucho de que hablar, por un lado, por la enorme cantidad de diferentes aspectos económicos y de política económica que maneja, y por otro lado, la gran cantidad de literatura que se ha ido publicando, a pesar de lo reciente, sobre este instrumento de política monetaria no convencional. De hecho, a la hora de componer este artículo, la extensa literatura disponible y su consecuente selección ha sido, sin duda, la principal dificultad a la que me he enfrentado. Pues existen tesis ya publicadas sobre los QE, análisis de importantes bancos comerciales y otras entidades financieras, libros, revistas, periódicos, artículos de opinión, corrientes de pensamiento, blogs y comunicados y estudios oficiales orquestados por los diferentes BC, gobiernos y administraciones públicas.

El fin de exponer este debate, no es otro que analizar los principales argumentos ofrecidos por ambas partes al debate, para así poder elaborar nuestra propia opinión sobre la idoneidad de esta medida para salir de la crisis, o por el contrario, hundirnos más en ella. Es decir, trataremos de responder a la pregunta de si este instrumento está dando sus frutos, o si por el contrario, **el remedio ciertamente resultará peor que la enfermedad.**

Desarrollo

1. Los Quantitative Easing:

Como se ha dicho en la introducción, en este primer apartado del trabajo llevaremos a cabo un análisis general de los QE siguiendo la línea de explicación oficial dada por la corriente de pensamiento dominante en la economía, los auto-denominados “*economistas convencionales*”. Una vez establecido a dónde queremos llegar, empezaremos viendo las tres principales claves para su estudio que nos permitirán conocer; qué son, el fin que persiguen y por qué surgen los QE, para después concluir este apartado haciendo balance del papel desempeñado por este instrumento monetario y observando el proceso de retirada progresiva de los estímulos económicos que auspiciaron la crisis financiera de 2008.

1.1. Definición, Objeto y Origen:

De manera que el objetivo aquí no es otro que conocer desde el punto de vista oficial de sus impulsores el qué, el cómo y el por qué de los QE.

1.1.1. Definición

Acudiendo a la web del BBVA⁷ encontramos una definición clara y concisa de lo que son los QE. Dicha institución financiera establece que tal instrumento consiste en un programa de estímulo económico cuyo elemento principal es la compra de deuda pública en manos de los bancos comerciales por parte de los bancos centrales (BC). Como veremos, el debate en torno a los QE básicamente se reduce a la disputa de si se consideran, o no, una pura inyección de liquidez en el sistema y qué consecuencias traerán al conjunto de la economía, si positivas, o más bien, negativas. Dicho de otra forma, como se pregunta Garnier, N. (2014): los Bancos Centrales: ¿imprimen dinero? o ¿Ayudan al crecimiento?

⁷ Disponible en: <https://info.bbva.com/es/noticias/economia/corporativo/finanzas-empresariales/economia-todos-quantitative-easing/> (Consultado el 16 de junio de 2016).

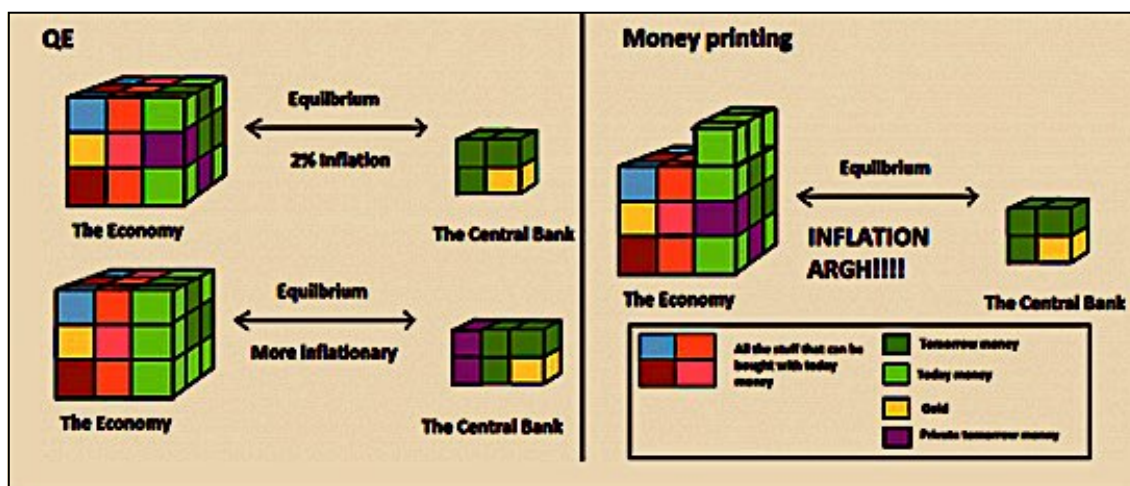
Por ejemplo, para el ex-presidente de la Reserva Federal (Fed) Ben Bernanke⁸, los QE no pueden asociarse a la simple inyección de dinero en la economía, y menos aún, a la *“impresión de nuevos billetes”* por parte de la Fed. Pues con este instrumento, lo que se está llevando a cabo en realidad es la retirada de un activo del mercado al mismo tiempo que se inyecta otro de mayor liquidez. La contraprestación, es decir, la compra de ese título de deuda pública a cambio de liquidez, es la clave del asunto. Según explicaba Bernanke, B. (2009), dicho estímulo consiste en cambiar activos de menor liquidez de los bancos por activos de mayor liquidez. De tal manera que según dice este autor nadie está creando dinero nuevo, de hecho, para los defensores de esta política se trata del *“intercambio de un compromiso de dinero futuro a cambio de una realidad de dinero hoy”* que permitirá dar el impulso necesario tanto al sector público, como privado, para salir definitivamente de la crisis financiera en la que se entró en 2008.

Como afirman Fernández, A. y Alonso, A. (2013) los gobiernos suelen financiar su déficit por medio de dos vías. Por un lado, vía impuestos, y por otro lado, vía subastas de deuda pública o lo que es lo mismo, la venta de bonos del Tesoro Público. Los gobiernos, al financiarse por esta segunda vía, algunos⁹ pueden pensar que cuando el BC compra títulos de deuda pública a los bancos comerciales, lo que está es en realidad financiando el déficit del Estado, también denominado: *“monetización del déficit”*. Sin embargo, estos autores hacen hincapié en que si esta monetización del deficit de los Estados en realidad se produce, ya que se están adquiriendo títulos de deuda en el mercado secundario y no nuevas emisiones de deuda, es en todo caso algo circunstancial y nunca con carácter permanente. Lo que pretenden los QE es reducir la rentabilidad de los títulos de deuda pública que precisamente constituye el principal factor para la formación de los tipos de interés, con el objetivo último de promover una bajada de los tipos que impulse la inversión y el consumo (Fernández, A. y Alonso, A., 2013, y Garnier, N., 2014).

⁸ Véase Bernanke, B. (2009).

⁹ Esos algunos a los que se refieren Fernández, A. y Alonso, A. (2013), son principalmente los economistas de la Escuela Austríaca (la otra parte en el debate), a los que también se refieren en tono irónico como *“fetichistas del déficit”* o *“halcones del déficit”*.

La idea de Bernanke, B. (2009) es perfectamente representada en la siguiente ilustración, donde el color verde claro representaría el dinero líquido en la economía, el color verde oscuro sería los bonos privados, el color morado equivaldría a los bonos públicos, los colores rojo, azul, marrón y rosa representarían a los bienes y servicios disponibles en la economía y el color amarillo sería el valor oro.



*(Fernández, A. y Alonso, A., 2013, p. 2, Isabella Kamiska, FT Alphaville).

En dicha ilustración en su cuadrante izquierdo, a priori se observa que los BC no están imprimiendo dinero nuevo, sino que están modificando la composición de la economía, o en este caso del “cubo”. El BC, lo que está haciendo es retirar “cubos morados” e introduciendo “cubos verdes claros”. Es decir, esta intercambiando activos de deuda pública por liquidez, o lo que es lo mismo, esta intercambiando promesas de “dinero futuro” a cambio de “dinero hoy”.

Por lo tanto, el principal argumento de estos autores es que en este escenario, la base monetaria no aumenta y por consiguiente tampoco la inflación, es decir; este tipo de movimientos son neutrales para los precios a largo plazo. En cambio, admiten que lo contrario cabría de esperar si directamente se inyectase liquidez en el sistema. En otras palabras, se produciría un aumento de la inflación si los BC creasen nuevos “cubos verdes claros” y los inyectasen en la economía sin ninguna contraprestación.

No obstante, el economista Juan Ramón Rallo, representante de la Escuela Austríaca en España, no comparte la visión de Bernanke sobre los QE. Sí admite lo obvio, que dicho instrumento, lisa y llanamente, consiste en la

compra de activos bancarios por parte del BC. No comparte por otro lado, la opinión del ex-jefe de la Fed sobre lo que supone realmente esa compra de activos bancarios vía fondos del BC. En varios de sus artículos¹⁰, este autor muestra su escepticismo ante tal medida, y reitera, que el problema es cómo se llevan a cabo tales compras y las consecuencias para la economía a largo plazo que ello conlleva.

En primer lugar, este autor se pregunta: ¿Cómo el BC compra esa deuda?, y responde; imprimiendo dinero expresamente para la compra de esos activos bancarios, de hecho, aumentando los saldos de las cuentas corrientes que los bancos comerciales mantienen en el BC (de cada respectivo país), pues esta es una de las formas que tienen los modernos BC de imprimir dinero nuevo¹¹.

Y en segundo lugar, se pregunta: ¿Qué diferencia habría entre la política descrita en la famosa fábula del *"helicóptero de Friedman"*¹² y la política de QE puesta en marcha por Bernanke?, para Rallo ninguna, y advierte que de continuar por el camino de la artificial expansión monetaria y crediticia, las consecuencias podrían ser catastróficas. La opinión de Rallo es igualmente compartida por toda la escuela Austríaca, de cuya doctrina, algunos autores conocen ya, a modo de sátira, al ex-dirigente de la Fed como Ben *Helicopter* Bernanke¹³.

Por lo tanto, queda claro que el debate sobre la idoneidad de esta medida, así como el de sus efectos está sobre la mesa, y sólo el tiempo dará la razón a unos u a otros, o a ninguno. No obstante, existen realidades empíricas,

¹⁰ Por ejemplo, véase Rallo, J. R. (enero de 2015).

¹¹ Podría decirse, ya que se estima que sólo el 3% del dinero en circulación es dinero físico, el restante 97% solo aparece en los ordenadores de los bancos, la nueva forma de crear dinero por parte de los BC sería *"dando a una tecla en un ordenador"* y no imprimiendo billetes con una máquina, aunque el efecto que se consigue es el mismo (Garnier, N., 2014).

¹² Milton Friedman (1912-2006) máximo representante de la llamada Escuela de Chicago. Defensor del control de la OM como base para el crecimiento, profesor de dicha universidad, escritor de numerosos libros de teoría económica y galardonado con el Premio Nobel de Economía en 1976 por sus trabajos. En 1992 escribió su libro *"Money Mischief"*, traducido al español como *"Las Paradojas del Dinero"*. En dicho libro en su capítulo II, *"The Mystery of Money"*, explica la ilustrativa (y ya famosa) paradoja de un helicóptero que arroja dinero sobre una comunidad. Explica que tal medida no aumentaría el consumo, dado que no se consiguen cambiar las condiciones básicas de la comunidad. Afirma que lo único que se lograría es un aumento del nivel general de precios en la misma proporción que el aumento del dinero en circulación (BNP PARIBAS, 2016).

¹³ Véase España, A. (2013).

que a la vez son puntos de encuentro entre las partes sentadas al debate. Puntos de encuentro que deben permitirnos en esta primera parte encontrar una definición objetiva de los QE.

De manera, que podemos definir los QE como un programa de estímulo monetario no convencional, o, también llamado de relajación o flexibilización cuantitativa que podemos encuadrar dentro de la agenda de políticas monetarias expansivas llevadas a cabo en los últimos años por los principales BC para impulsar la economía tras el colapso económico sufrido en 2008, cuyo elemento principal es la compra de deuda pública (aunque también se ha extendido a la compra de otros activos respaldados por hipotecas) en manos de bancos comerciales, a modo de inversión por parte del BC y con el objetivo principal de reducir los tipos de interés en el mercado financiero.

Por último, cabría decir que los QE, fueron creados para un doble fin que desarrollamos en el siguiente epígrafe. Un doble objetivo, al que se pretende llegar vía reducción de los tipos de interés. Por un lado, se pretende por esta vía reducir el coste de financiación de los países, y por otro lado, abaratar el precio de otros activos, y facilitar así la financiación de empresas, bancos y familias. En todo caso, esta herramienta constituye la excepción y no la norma de la política económica y monetaria de un país (Rallo, J. R., enero de 2015).

1.1.2. Objeto

Siguiendo la definición dada por el BBVA, la política de QE (la compra de activos bancarios por parte del BC), en todo momento, mantiene en su punto de mira la reducción de los tipos de interés para la consecución de un doble fin.

Por un lado, aumentar la demanda de los títulos de deuda pública para que aumente su precio, y por medio de la TIR¹⁴, baje su rentabilidad (el tipo de interés de estos títulos de deuda cae), y el precio por el que se financian los Estados también caiga (ya que comprar un título de deuda pública es equivalente a prestar al Estado emisor del bono, y a mayor oferta de préstamo, menor tipo de interés tendrán que pagar esos Estados a sus acreedores o inversores adquirentes de los bonos).

¹⁴ La Tasa Interna de Retorno o de Rentabilidad (TIR), es un método de valoración de inversiones que mide la rentabilidad de los cobros y los pagos actualizados, generados por una inversión, en términos relativos, es decir en porcentaje (Iturrioz del Campo, J., 2016).

Y por otro lado, al reducir la rentabilidad de la deuda pública, se está consiguiendo que otros activos (p.e., bonos empresariales) con un mayor riesgo sean más baratos, relativamente más atractivos (ofrezcan mayor rentabilidad) y que en consecuencia, los inversores dirijan sus ahorros a este tipo de inversiones.

En definitiva, los QE tienen como objeto el abaratamiento del coste de financiación para el sector público y privado por medio de la reducción de los tipos de interés e impulsar así la producción, el consumo y la inversión (Rallo, J. R., enero de 2015). Es decir, su fin es la reactivación de la economía vía reducción de los tipos de interés.

Podemos estar de acuerdo entonces, en que los QE son una herramienta de política económica (PE), en concreto, de política monetaria (PM) de carácter expansivo. Sin entrar en el debate de si se trata de un instrumento poco convencional o en realidad no tanto¹⁵, sabemos que los BC son los encargados de instrumentar la PM de los países. Los BC (p.e., el BCE, BoE, BoJ o la Fed) son aquellas autoridades responsables de proveer moneda, de implementar la PM y de la toma de decisiones necesarias para mantener la estabilidad de precios que es su objetivo prioritario (Esteve García, V. y Prats Albentosa, M. A., 2007, p. 31).

De manera que la PM la aplican los BC, y desde finales de los ochenta con un elevado grado de independencia frente a los gobiernos. La PM se puede definir como aquellas decisiones de PE que buscan influir en el control de la Oferta Monetaria¹⁶ (OM) para regular la Demanda Agregada (DA) e influir en los objetivos macroeconómicos. Hasta hace bien poco, el objetivo prioritario de los BC consistía en lograr la estabilidad de precios a corto y a largo plazo a través de su actuación sobre los tipos de interés, en detrimento de una estrategia de control monetario (Arroyo Fernández, M. J., 2016 y Díaz Roldán, C., 2007, p. 21).

Como veremos, a raíz de la crisis financiera de 2008, el objetivo de estabilidad de precios a corto plazo a quedado relegado a un segundo plano

¹⁵ Daniel Lacalle (2015), Juan Ramón Rallo (2010, 2011, 2015) y demás representantes de la Escuela Austríaca, en realidad consideran este instrumento (QE) como una forma de bajar los tipos de interés, y lo cierto, es que no hay política más convencional para los gobiernos que bajar los tipos de interés y aumentar la cantidad de dinero en circulación en la economía.

¹⁶ Véase Metodología, Apartado I: La Oferta Monetaria y el Dinero Bancario.

por el objetivo de reactivación de la economía, manteniéndose también en un primer plano la estabilidad de precios a largo plazo.

La PM, al igual que la política fiscal (PF), puede ser expansiva o contractiva. En el primero de los casos, cuando los BC instrumentan este tipo de políticas se produce un aumento de la OM, lo que viene acompañado por un efecto expansivo sobre el nivel de producción y empleo, ya que provoca una disminución de los tipos de interés, lo cual favorece la inversión privada y el gasto, lo que a su vez constituye el objetivo final perseguido por la política de flexibilización cuantitativa. El efecto sería el opuesto en el caso de implementar una PM contractiva (Herrarte Sánchez, A., 2007).

En sentido amplio, la PM pretende alcanzar los objetivos¹⁷ de estabilidad de precios, de pleno empleo, de crecimiento económico y de equilibrio en la balanza comercial. Para ello, la PM modifica las variables principales del sistema monetario (cantidad de dinero, tipos de interés y disponibilidad de crédito) en según que dirección quiera irse. Dado que es una política de DA, su efectividad se manifiesta en su capacidad para afectar el gasto agregado de la economía a través de la modificación de sus instrumentos (Díaz Roldán, C., 2007, p. 21).

Aunque como decía antes, el objetivo prioritario y razón de ser de los BC, es lograr la estabilidad de precios, esto depende en función de qué BC estemos hablando. Por ejemplo, la Fed tiene el doble mandato de perseguir los objetivos de pleno empleo, precios estables y tasas moderadas de los tipos de interés a largo plazo. En cambio el BCE tiene el objetivo prioritario de control de la inflación aunque de forma subordinada también debe contribuir al logro de otros objetivos como pleno empleo, crecimiento y control del tipo de cambio, siempre que no supongan un peligro para el objetivo de la inflación (Arroyo Fernández, M. J., 2016).

En todo caso reitero que para los objetivos fijados, la PM instrumentada por los BC trata de modificar las condiciones financieras de la economía a través de varios instrumentos entre los cuales destacan los tipos de interés

¹⁷ Como podemos observar, en ocasiones estos objetivos pueden resultar contradictorios y no es posible alcanzar todos ellos por medio de la implementación únicamente de medidas de PM. Por ello, la teoría económica dice que para la consecución de objetivos económicos de efectos opuestos (estabilidad de precios y crecimiento económico), la PM debe complementarse con medidas de Política Fiscal (Andrés, J., Vallés, J. y Ballabriga, F., 2001).

(Informe mensual la Caixa, diciembre de 2005, P. 36-38). En otras palabras, la PM se instrumenta a través de acciones llevadas a cabo por el BC, que desencadenan una serie de efectos que generan cambios en las condiciones monetarias por las cuales se determinan bajo qué condiciones se proporciona el dinero que circula en la economía como consecuencia de la modificación del tipo de interés, que es el instrumento de referencia del sistema (Esteve García, V. y Prats Albentosa, M. A., 2007, P. 31).

Los BC también modifican el tipo de interés de referencia para evitar caídas del nivel de renta por debajo de su nivel potencial. Arroyo Fernández, M. J. (2016) explica que esto es así porque hay un amplio consenso (o convencionalismo) de que a largo plazo la PM no puede afectar al nivel de renta ni a la tasa de paro de equilibrio, precisamente porque en los axiomas macroeconómicos que utilizan los BC se tiene en cuenta que el dinero es neutral a largo plazo. No obstante, como veremos en el segundo bloque del trabajo donde analizaremos los efectos de los QE desde el otro punto de vista, el de los economistas Austríacos que confirman la no neutralidad del dinero a largo plazo¹⁸, y como afirma Rallo, J. R. (abril de 2011):

“Desde antaño se ha sostenido que el dinero es estéril. Y algo de verdad hay en eso: hasta donde me alcanza, nunca he visto a las monedas o billetes de mi cartera reproducirse y engendrar nuevas monedas o billetes. De hecho, aunque lo hicieran, difícilmente nos volveríamos más ricos, pues la tendencia sería a que el precio del resto de bienes y servicios se encareciera. Sin embargo, esto no quiere decir que no afecte a otras variables económicas”.

Por lo tanto, surgen numerosas preguntas sin resolver: ¿quién lleva la razón?, ¿es en verdad el dinero neutral a largo plazo? o ¿son los economistas “no” convencionales los que en realidad mantienen el pensamiento convencional y acertado de la economía? En definitiva, como se observa la PM no es un tema tan sencillo como resulta en los manuales de Introducción a la Economía, muchas veces incluso intervienen aspectos culturales de los países que hacen que podamos diferenciar distintos “*approaches*” o estrategias de PM.

¹⁸ Véase Ravier, A. O. (2009).

Por ejemplo, tradicionalmente se ha establecido diferencias entre las llamadas estrategias de dos niveles que asignan en primer lugar un objetivo intermedio cuantitativo y en segundo lugar toman las decisiones de PM necesarias en función de su evolución. Y por otro lado, aquellas estrategias que toman una decisión sobre el tipo de interés haciendo un seguimiento directo de los objetivos finales, especialmente el de control de la inflación.

Como bien explica Arroyo Fernández, M. J. (2016) a partir de los años noventa, los principales BC han ido adoptando progresivamente una estrategia de doble nivel que fija en primer lugar el objetivo de inflación final (p.e., el BCE fija una tasa de inflación anual no superior al 2%) que se convierte en el centro de su política y se establece un plazo para alcanzarlo, controlando las variaciones de las variables monetarias que actúan como objetivo intermedio (p.e., la cantidad de dinero). Y en segundo lugar para controlar ese objetivo intermedio, se utilizan los instrumentos convencionales de PM (p. e., las operaciones de mercado abierto), pudiéndose poner en marcha, si los instrumentos convencionales no son suficientes, variables operativas no convencionales (p.e., la cantidad de dinero vía QE) y explicando al público el marco operativo¹⁹ de su PM para influir en las expectativas.

Brevemente para concluir esta parte de PE, hay que aludir a los instrumentos convencionales de PM²⁰ que son aquellos instrumentos a disposición de las autoridades monetarias que pueden utilizarse de forma conjunta o individualmente y son efectivos cuando las circunstancias económicas se encuentran en una situación de normalidad o de desequilibrio cíclico de la economía. Dichos instrumentos pueden ser cuantitativos, que se caracterizan por fijar valores a determinadas variables monetarias, y cualitativos, que influyen en las expectativas de los agentes y en la regulación del Sistema. Por otra parte, hay que tener en cuenta que la eficacia de la PM puede verse a veces limitada por diversos factores y asimetrías, pudiéndose

¹⁹ Denominamos marco operativo o instrumentación de la PM al conjunto de procedimientos e instrumentos que utilizan los BC para implementar su PM. Esto es, determinar el grado de restricción monetaria, señalar la orientación de su PM con lo que influyen en las expectativas y gestionar la situación de liquidez del sistema bancario garantizando un funcionamiento ordenado del mercado monetario y ayudando a las entidades de crédito a satisfacer sus necesidades de liquidez. Para ello, el BC proporciona a las entidades de crédito financiación regular y mecanismos que les permitan ajustar sus saldos y hacer frente a fluctuaciones transitorias de liquidez (Arroyo Fernández, M. J., 2016).

²⁰ Véase Metodología, Apartado II: La Política Monetaria Convencional.

distinguir entre limitaciones generales y específicas de la política económica (Arroyo Fernández, M. J., 2016 y Díaz Roldán, C., 2007, p. 25). Y son precisamente estas situaciones que limitan la eficacia de los instrumentos convencionales de PM, como la crisis financiera de 2008, lo que justifica que en determinadas situaciones extraordinarias los BC deban hacer uso de otro tipo de instrumentos de PM no convencionales, como lo son por ejemplo, los QE.

Dicho esto, estamos en condiciones de seguir con nuestro análisis, quedando claro que los QE constituyen una excepción a la regla de PM, que viene dada por la situación en que nos encontramos de crecimiento nulo o muy bajo de la economía, de cuasi-deflación y de tipos de interés que se sitúan en sus mínimos históricos, no pudiéndose reducir más. En estos casos el BC tiene una única bala en la recámara para intentar reactivar la economía, es decir, tiene a su disposición medidas no convencionales de PM como la expansión cuantitativa, que lo que pretende esta medida es ciertamente inyectar liquidez en el sistema para tratar así de reactivar la economía (Fort, M., 2014). Lo que no se sabe y es lo que trataremos de averiguar, es si el remedio va a ser peor que la enfermedad.

Alejándonos de la polémica, podemos decir que el tipo de interés es la clave en todo este asunto, es la herramienta principal de que disponen los BC para procurar la estabilidad de precios, pero también para impulsar la economía. Una estabilidad, que por otro lado, constituye el objetivo fundamental de los BC y el motivo por el que fueron creados, ya que aquí sí hay un elevado grado de consenso entre los economistas, que para el crecimiento sostenido de la economía se necesita estabilidad de precios, o lo que es mismo, una inflación moderada²¹. Por ello decimos que es el nivel de tipos de interés que fija el BC, la variable más conocida y usada para analizar la actuación de los distintos BC o el grado de restricción de la PM.

De manera que lo lógico sería preguntarse ¿cuál es el nivel adecuado de tipos de interés para el crecimiento?

²¹ Una tasa de inflación cero o negativa, sería perjudicial para la economía pues no fomentaría el consumo. Familias y empresas retrasarían sus necesidades de consumo a la espera de obtener un precio más reducido.

Pionero en responder a esta pregunta fue el Profesor y Economista John B. Taylor por medio de la que auto-denominó “*regla de Taylor*”²². Según esta regla el tipo de interés de referencia sería igual a la suma de cuatro elementos (Informe mensual la Caixa, diciembre de 2005):

- En primer lugar, el tipo de interés real de equilibrio compatible con el crecimiento a largo plazo.
- En segundo lugar, la tasa de inflación objetivo.
- En tercer lugar, la desviación de la inflación respecto al objetivo del BC
- Y en cuarto lugar, la brecha de producción o la desviación porcentual del PIB del periodo respecto a su senda potencial.

$$i_t^T = \bar{r} + \dot{P}^{\text{OBJ}} + \beta_1 (\dot{P}_t - \dot{P}^{\text{OBJ}}) + \beta_2 \text{OG}_t$$

*(Uxó González, J., 2016).

Taylor consiguió mostrar a partir de una regla simple, que por medio de modificaciones en los tipos de interés se podía influir sobre los dos objetivos esenciales asignados a la política económica; estabilidad macroeconómica y estabilidad de precios. La regla de Taylor revela que el tipo de interés se eleva ante un proceso inflacionista, para ello, Taylor parte del supuesto de que son los tipos de interés reales los que en realidad afectan a la actividad económica en uno u otro sentido y que lo que la autoridad monetaria manipula son los tipos de interés nominales o también llamados de referencia. Esto justificaría que el coeficiente que acompañe a la inflación, además de positivo, deberá ser mayor a la unidad (Díaz Roldán, C., 2007, p. 23).

Los BC han reconocido el éxito pedagógico y literario de esta regla por su sencillez a la hora de explicar la determinación de los tipos de interés en PM, pero también admiten que la sencillez de esta regla es al mismo tiempo su principal debilidad ya que omite otras variables que también son importantes en el proceso de determinación de un nivel adecuado de tipos de interés. Por ejemplo, esta regla omite las condiciones en el mercado de trabajo, el rendimiento de la deuda pública, el precio de otros activos financieros, la

²² La propuso en 1993 el profesor John B. Taylor de la Universidad de Standford de EE.UU. Se trata de una ecuación que determina cuánto debe variar el tipo de interés fijado por las autoridades en función de los cambios que se producen en la inflación y en el *output gap*, o brecha de la producción. Véase Taylor (1993) para más detalles.

disponibilidad de crédito, el tipo de cambio, las encuestas sobre el estado de la confianza de los consumidores o el estado de las finanzas públicas (Informe mensual la Caixa, diciembre de 2005).

Resumiendo, el objetivo formalizado de los BC en la mayoría de los países (a excepción de Venezuela y otros países que forman parte de ese exclusivo club de la superinflación) es el establecimiento de metas de inflación moderada (en la UE el objetivo marcado por el BCE a medio-largo plazo es una tasa anual de inflación no superior al 2%) y que resultan de la toma en consideración de numerosas variables sobre el estado general de la economía. En la consecución de este objetivo de inflación moderada el BC no ejerce un control directo sobre los precios sino que estos se determinan en función de la interacción entre la oferta y la demanda de bienes y servicios. No obstante, el BC dispone de una serie de instrumentos, entre ellos destaca el tipo de interés, para influir en la demanda y en la oferta y así en el proceso de determinación de los precios para cumplir con sus objetivos últimos de inflación y recientemente también de crecimiento.

Fijados estos conceptos y continuando con nuestro análisis sobre los QE, cabría ahora preguntarse; ¿qué son los tipos de interés? y ¿cómo su variación influye en la economía?.

1.1.2.1. Los Tipos de Interés

¿Qué son los tipos de interés? Los tipos de interés no son un fenómeno enteramente monetario aunque “*se pague en dinero y por el dinero*” (Rallo, J. R., abril de 2011). Estoy de acuerdo con este autor en que el concepto “*tipo de interés*” es más sencillo de lo que algunos economistas se empeñan. El tipo de interés sólo es un precio más dentro del mercado, en concreto, es el precio del tiempo y no del dinero. Entiéndase de este modo: cuando una persona pide un préstamo explícitamente está demandando liquidez, pero implícitamente está demandando bienes y servicios, es decir; dicha persona está demandando dinero como medio para comprar esos bienes y servicios que desea. Generalmente cuando alguien se endeuda, es porque desea adquirir algo y no dispone del dinero suficiente en el presente para poder comprarlo, pero sí tiene la expectativa de que dispondrá de esa liquidez en el futuro.

Por lo tanto, cuando esa persona dispuesta a consumir “*hoy*”, demanda un crédito a un banco, dicha persona está a la vez prefiriendo disponer del dinero antes que después, y en consecuencia está mostrando su preferencia a adelantar los rendimientos que generará en el futuro para poder adquirir esos bienes y servicios que “*hoy*” desea. Este fenómeno se denomina en economía “*preferencia temporal*” y como vemos se trata de un hecho puramente temporal, pues únicamente implica la decisión de cuándo consumir; si “*hoy o mañana*”. Pero no sólo esa persona mantiene la preferencia temporal de disponer de dinero presente a dinero futuro²³, el banco también y de hecho, acordará un tipo de interés que al menos equivalga a su preferencia temporal de disponer dinero presente a dinero futuro, es decir; el tipo de interés sería para el banco la posibilidad de poder renunciar a disponer de ese dinero “*hoy*” y posponer su consumo (o dejar de obtener rendimientos por él) para poder prestárselo a esa persona que decide adelantar sus necesidades de gasto.

En otras palabras, adelantar la decisión de consumir cuando no se dispone de liquidez conlleva un precio; el tipo de interés. De manera, que el tipo de interés establecido por el acreedor deberá ser pagado por el deudor junto con el valor presente del crédito en la fecha de vencimiento que ambos hayan acordado. Desgranando esta suma se observa, que el tipo de interés más el valor del principal, constituyen el valor futuro que el mercado otorga a esa misma cantidad. Y en consecuencia, el tipo de interés no es más que el precio que cobra el acreedor por el servicio de haber prestado dicha cantidad, o lo que es lo mismo, el precio por haber renunciando a disponer de esa liquidez “*hoy*” y dejar de percibir unos rendimientos.

Sin embargo, con esto no quiero decir que en la determinación de los tipos de interés solo interviene la preferencia temporal. De hecho, existen otras variables muy importantes que influyen en igual o mayor medida, por ejemplo, véase la influencia de la percepción del riesgo en la determinación de los tipos de interés a la hora de pedir un préstamo. Aunque como bien dice Rallo, J. R. (abril de 2011) la existencia de los tipos de interés depende por entero de esa

²³ “Al cabo, todos preferimos disponer de dinero antes que después, lo que equivale a decir que todos le asignamos valor al hecho de poder disponer de los bienes y servicios antes que después... No olvidemos que los bienes y servicios presentes nos sirven para satisfacer nuestras necesidades presentes o para preparar la satisfacción de nuestras necesidades futuras...” (Rallo, J. R., abril de 2011).

preferencia temporal. En definitiva, el tipo de interés es un fenómeno real que permite a los agentes coordinarse a lo largo del tiempo (Rallo, J. R., marzo de 2010).

1.1.2.2. *El Mecanismo de Transmisión Monetaria*

Según afirma Arroyo Fernández, M. J. (2016), la actuación de un BC queda definida en primer lugar, por la selección de los objetivos finales y de su peso relativo. Actualmente, dado el contexto de reducido crecimiento económico en el que nos encontramos, la reactivación de la economía ha pasado a primer plano instaurándose como objetivo principal a corto plazo en las principales economías occidentales, y pasando a ser la estabilidad de precios, un objetivo también final pero a medio-largo plazo. En segundo lugar, la actuación del BC pasa por la elección del instrumento para la consecución de ese objetivo final marcado. En el escenario que nos ocupa de reactivación de la economía abaratando el coste de financiación para particulares, empresas y sector público, los BC han optado por reducir los tipos de interés instrumentando medidas de PM expansivas no convencionales como son los QE. Una vez elegido el instrumento de PM, los BC pasarán a analizar el mecanismo de transmisión monetaria y el establecimiento de un marco operativo adecuado para controlar la variable monetaria (p.e., la compra de títulos de deuda pública a los bancos comerciales, es decir, el uso puro de los QE). Por último, se establece la definición de una estrategia de PM o el también llamado "*forward guidance*"²⁴ (p.e, el BC anuncia la implementación de una PM expansiva y los pasos que se irán tomando) y otros aspectos institucionales tales como independencia, transparencia y rendición de cuentas.

Dicho de otra forma, podemos preguntarnos cómo la variación de los tipos de interés, consecuencia de la implementación de instrumentos no convencionales de PM, influyen en la economía. Aquí recuperamos el objeto de los QE, que como explica Rallo, J. R. (enero de 2015) no es otro que el abaratamiento del coste de financiación para el sector público y privado, es decir; se busca reactivar la economía vía reducción de los tipos de interés. De manera que de forma más precisa, la pregunta que cabe hacerse es: ¿Cómo

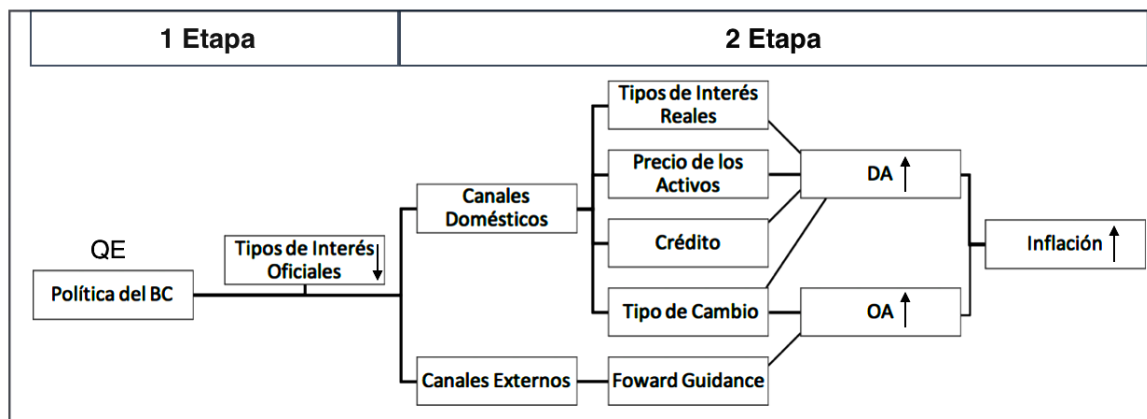
²⁴ Véase Storch, M. (2014).

una bajada de los tipos de interés influirá en la economía? Para responder a esta pregunta utilizamos la teoría del mecanismo de transmisión monetaria, siguiendo los trabajos realizados por Esteve García, V. y Prats Albentosa, M. A. (2007), p. 33-37.

Denominamos Mecanismo de Transmisión Monetaria (MTM) a la cadena de efectos que se producen cuando se da un cambio en las condiciones monetarias de la economía como consecuencia de la modificación del tipo de interés, el instrumento de referencia del sistema (Esteve García, V. y Prats Albentosa, M. A., 2007, p. 31). Ya que nos centramos en el análisis de los QE, únicamente tendremos en cuenta las consecuencias que se producen como resultado de una reducción de los tipos de interés. Este mecanismo esta compuesto por el conjunto de canales a través de los cuales las medidas de PM afectan a las variables reales. Como establece el BCE en su boletín mensual de julio del año 2000²⁵ *“entender bien su funcionamiento es imprescindible para poner en práctica una política acertada, pues permite conocer aproximadamente el alcance de las políticas aplicadas”*. Es decir, para la autoridad monetaria es sumamente importante conocer los efectos que sus acciones tienen en la economía, y en particular, sobre el proceso de determinación de precios.

El MTM tiene dos grandes etapas, una primera etapa en la que los BC modifican las condiciones bajo las cuales se satisfacen las necesidades de liquidez en el sistema, ya sea a través de modificaciones en el balance del BC o de manera directa sobre las tasas de interés a corto plazo. De manera que directa o indirectamente siempre se modifican los tipos de interés. En el caso de los QE, se modifica el balance del BC para inyectar liquidez en los bancos comerciales a cambio de títulos de deuda pública. Ello indirectamente provocará una reducción de los tipos de interés que por medio de los cinco canales que veremos a continuación inducirán un aumento en el nivel general de precios de la economía. Y una segunda etapa que está compuesta por estos cinco canales que afectan a la economía de manera simultánea, influyendo sobre la OA y la DA, y posteriormente sobre los precios (que podría ser una tercera etapa a parte).

²⁵ Véase Banco Central Europeo (2000).



*(Elaboración propia)

Siguiendo a Esteve García, V. y Prats Alentosa, M. A. (2007), en su página 33, el primer y más importante canal de transmisión monetaria son los tipos de interés, el cual constituye el canal central de los economistas Nekeynesianos. Según el MTM, una reducción en los tipos de interés oficiales²⁶ conlleva una disminución de los tipos de interés nominales de los mercados financieros y bancarios. Si tenemos en cuenta que los precios en una economía no se ajustan instantáneamente, se produce una reducción de los tipos de interés reales, y dado que estos son una medida del coste financiero de la inversión de las empresas y de los gastos de las familias, se produce un incentivo por esta vía generando un aumento de la DA, del producto real y de los precios. Cuando se modifican los tipos de interés reales se afecta a los componentes del gasto agregado, aunque el efecto final sobre esta variable dependerá fundamentalmente de tres efectos: el efecto sustitución, el efecto del coste de uso de capital y el efecto renta (Banco Central Europeo, 2000).

- El efecto sustitución se da cuando al bajar los tipos de interés reales, el consumo futuro se encarece en comparación con el presente porque aumenta la inflación, esto hace que los consumidores tiendan a adelantar su consumo futuro, es decir; el efecto sustitución ante una bajada de tipos incentiva a los agentes económicos a consumir.

²⁶ Conviene recordar lo que establece Díaz Roldán, C. (2007) en su página 23, que aunque el instrumento que los BC manipulan es el tipo de interés nominal, son los tipos de interés reales los que en realidad afectan a la actividad económica en uno u otro sentido. Véase también Taylor (1993) para más detalles.

- Por su parte, el efecto coste de uso de capital afecta a los componentes de la DA que tienen carácter permanente que normalmente se financian por medio de préstamos; es decir, el consumo duradero (p.e., automóviles), la inversión residencial, la inversión productiva privada y la inversión en existencias. Los tipos de interés reales constituyen un factor importante en la determinación del coste de capital. Una reducción de los tipos de interés reales hará que disminuya el coste en que incurre una empresa a la hora de mantener sus existencias o invertir en bienes de equipo, maquinaria o inmuebles financiados a través de préstamos bancarios. De manera que no sólo la inversión empresarial se vería afectada de forma positiva, también el gasto de las familias reflejado en la adquisición de vivienda o automóvil que suelen financiarse por medio de préstamos.
- Y por último, el efecto renta recoge los cambios en la renta disponible de los agentes económicos que se producen por una variación de los tipos de interés. El efecto renta sobre la DA de los agentes económicos dependerá de su posición financiera neta, si deudora o acreedora, ya que si su posición fuese acreedora, en el caso de una bajada de los tipos de interés por la implementación de una política expansiva de QE, su renta disminuiría al percibir menos intereses por el dinero que presta.

En segundo lugar, estaría el canal precio de los activos que actúa a través del precio de los activos financieros y no financieros. Los mercados financieros son importantes para las empresas a la hora de financiarse y para los particulares poder diversificar sus inversiones. Este canal tendrá un mayor efecto en aquellos países con mercados financieros muy desarrollados, pero también en aquellos países donde el mercado de la vivienda este muy arraigado y el sector de la construcción sea muy importante, por ejemplo, como ocurre en España. En este caso, una PM expansiva reduciría los tipos de interés, aumentando la demanda y el precio de las acciones de las empresas, afectando positivamente a la riqueza de los inversores y pudiendo originar un aumento de su gasto. Al mismo tiempo, esto llevaría a las empresas a aumentar sus inversiones debido a su mayor valor en bolsa. Por otro lado, una bajada de los tipos de interés provocaría una subida de los precios de las viviendas impulsando el sector de la construcción y por consiguiente la DA y los

precios. Dicho aumento en el precio de las viviendas generaría también un aumento de la riqueza de los propietarios pudiendo repercutir positivamente en su consumo. Además una disminución en las tasas de interés tiende a canalizar la inversión situada en bonos del Estado hacia otros activos financieros (Esteve García, V. y Prats Albentosa, M. A., 2007, p. 34).

El siguiente canal lo constituyen los llamados canales crediticios que como explica Esteve García, V. y Prats Albentosa, M. A. (2007) también en su página 34, pueden verse alterados por medidas de PM a través de tres cauces:

- En primer lugar, el balance o acelerador financiero provocaría un aumento de la oferta crediticia consecuencia de la reducción de los tipos de interés que provocaría un aumento de la demanda de activos y con ello de su valor. Al mejorar la posición financiera del deudor, ya que tiene que pagar menos intereses por el dinero que pide prestado, la teoría establece que menor será la prima de riesgo a la que tenga que hacer frente. Esto se debe al hecho de que el prestatario al estar en una mejor posición financiera reduce el potencial conflicto de intereses con el acreedor, ya sea reduciendo la cantidad que pide prestada u ofreciendo un mayor colateral en caso de impago (Bernanke, B., 1995, p. 35-40).
- En segundo lugar, el canal de los depósitos bancarios o también llamado canal de crédito en sentido estricto, que comprende el conjunto de efectos que generan las acciones de PM sobre los depósitos bancarios. Establece que por ejemplo, una disminución de los tipos de interés que provocarían los QE, incrementaría la demanda de crédito al tenerse que pagar menos intereses por el dinero prestado. Aunque sobretodo este canal depende según Hernando, I. y Martínez-Pagés, J. (2001), de la capitalización de las entidades bancarias, es decir; lógicamente cuanto mayor liquidez tengan estas entidades, mayor oferta de crédito habrá, y viceversa²⁷. Precisamente lo que pretenden estos instrumentos llamados de relajación o flexibilización cuantitativa.

²⁷ Como veremos más adelante, algunos autores como Rallo, J. R. (enero de 2015), rebaten estos argumentos. Por ejemplo, este autor explica que una disminución de los tipos de interés, es verdad que abarata el coste de endeudarse, pero esto no quiere decir que las familias y empresas vayan a endeudarse más. Debe existir una predisposición para endeudarse que la actual situación económica no aconseja, esto lo resume diciendo: *“se puede llevar el caballo al río, pero no se le puede obligar a beber”*. Lo mismo ocurre con los bancos, que tengan más liquidez no significa que automáticamente flexibilicen sus criterios de riesgo y comiencen a conceder créditos a cualquier persona.

- Y por último, el canal del capital bancario supone que una caída de los tipos de interés aumenta el valor de los activos bancarios, mejorando así su posición de solvencia y con ello su capacidad para conceder créditos.

En cuarto lugar, hay que hablar del tipo de cambio, cuya importancia como vía de transmisión monetaria dependerá de la apertura de la economía al exterior (Esteve García, V. y Prats Albentosa, M. A., 2007, p. 34). La teoría dice que parte de ese aumento del gasto a crédito necesariamente se filtrará al exterior y para ello habrá que vender divisa doméstica y comprar divisas extranjeras, con lo que éstas últimas se apreciarán y esto provocará una bajada del tipo de cambio. Las modificaciones en los tipos de cambio afectan de manera inmediata a los precios de las importaciones y exportaciones e indirectamente a los inputs intermedios. Por ejemplo, devaluar la moneda, directamente reduciría el precio de las exportaciones y aumentaría el precio de las importaciones, y de manera indirecta, aumentaría el coste de los inputs intermedios. Una devaluación monetaria también afectaría a la competitividad de los bienes nacionales en los mercados internacionales, ya que aumentaría la competitividad de las empresas nacionales en el exterior al permitirles vender más barato. Esta situación generaría un aumento de la demanda exterior, aumentando la presión sobre la DA y la OA, y por lo tanto, sobre los precios (Banco Central Europeo, 2004). Sin embargo, personalmente no comulgo enteramente con esta afirmación, de que devaluando la moneda se mejora la competitividad de un país, pues como bien dijo el Economista Daniel Lacalle una vez en un debate televisivo²⁸; *"Si devaluar la moneda fuese la panacea, Argentina y Venezuela serían los reyes de las exportaciones y Zimbawe sería el país más exportador del mundo"*.

Y por último queda hablar del canal de las expectativas o el también llamado *"forward guidance"*. Este canal se centra en la influencia que ejercen los anuncios de medidas de PM sobre las expectativas de los agentes económicos en la formación de los precios. Esta vía de transmisión monetaria, aunque se desconoce su efecto total, es muy importante porque condiciona el desempeño futuro de la economía, las decisiones de consumo de los agentes

²⁸ Además Lacalle explicaba en su intervención que España exporta bienes que no necesitan devaluarse para competir con China o la India. Véase <https://www.youtube.com/watch?v=HqIgt2MbZUA>

económicos e influye en el nivel de precios. Por ejemplo, el jueves 4 de diciembre de 2014, El presidente del BCE, Mario Draghi, anunció la predisposición de implementar un programa Europeo de QE para reactivar la economía²⁹. Claramente, su intención consistía en ver la reacción de los mercados ante tal noticia, que iba a suponer una inyección de liquidez.

Resumiendo, desde la modificación de los tipos de interés hasta su efecto en los precios hay dos etapas diferentes. En primer lugar, el BC modifica el tipo de interés de referencia u oficial, concretamente el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación³⁰, o en el caso de los QE, se lleva a cabo una modificación en el balance del BC por medio de la inyección de liquidez en los bancos comerciales a cambio de activos de deuda pública, lo cual provoca una reacción en las condiciones monetarias y financieras del respectivo país que se manifiesta a través de una reducción en los tipos de interés de mercado o reales, un aumento en los precios de los activos financieros, una bajada del tipo de cambio y en la situación general de liquidez, que aumenta, y del crédito en la economía, que también mejora adquiriendo mayor disponibilidad. Y en segundo lugar, los cambios en las condiciones monetarias y financieras alteran, a través de los diferentes canales vistos, las decisiones de gasto de familias y empresas, incentivando el consumo, reflejándose así en los componentes de la DA. Estos cambios en la DA afectan también al lado de la OA, que conjuntamente repercuten sobre el nivel general de precios que aumentaría al darse una expansión en ambas curvas de oferta y demanda. Además las medidas anunciadas también afectarían a las expectativas de los agentes económicos, influyendo en los tipos a largo plazo manteniéndolos bajos.

Finalmente, estos autores tienen en cuenta el principio de neutralidad del dinero a largo plazo³¹, de manera que las variaciones que se dan de la OM solo pueden tener efecto en las variables nominales a largo plazo y no sobre el

²⁹ Véase Fort, M. (2014).

³⁰ Este es el instrumento básico de provisión de liquidez a los bancos, cuyo negocio se basa hoy en el diferencial de intereses que obtienen al actuar de intermediarios financieros entre el dinero que toman prestado del BC, digamos al 0.5%, y el dinero que prestan a los particulares, cobrando por ejemplo un 3% de intereses (Barba, J. C., 2014).

³¹ Este es uno de los principales puntos de desencuentro con la Escuela Austríaca, los cuales defienden que las variaciones monetarias que se producen en la economía tienen efectos tanto a corto como a largo plazo (Ravier, A. O., 2009).

producto real, el empleo o los tipos de interés reales, ya que la renta real viene determinada a largo plazo por factores como la tecnología, el crecimiento demográfico, la flexibilidad de los mercados y la eficiencia del marco institucional de los mercados (Esteve García, V. y Prats Albentosa, M. A., 2007, p. 35-37). En otras palabras, los defensores de estas medidas de PM afirman que los cambios nominales que se han venido viendo afectarían únicamente al nivel general de precios y no al sector real de la economía. Sin embargo a corto plazo las variaciones nominales si tienen efecto sobre la economía real, solo que su efecto final dependerá del grado de flexibilidad de la economía.

1.1.3. Origen

Una vez que sabemos qué son los QE, para qué sirven y cómo influyen en la economía, faltaría por responder a las preguntas de cuándo y por qué surgen los QE. Al tratarse de una medida extraordinaria ante unas circunstancias también extraordinarias, el cuándo y el por qué en este caso van de la mano. Situémonos en ese escenario que describía Fort, M. (2014) de crecimiento nulo, con tasas de inflación negativas y con los tipos de interés situándose en sus mínimos históricos. En ese escenario que surgió tras la crisis financiera de 2008, los BC tanto de Europa como de EE.UU instrumentaron una serie de medidas no convencionales de PM con el objetivo de fondo de reactivar la economía.

Para el autor Novales, A. (2010), la crisis económica de 2008 no tuvo su origen en una política económica defectuosa, no obstante, ésta sí desempeñó un importante papel como agravante del problema. De manera, que tales políticas no fueron el origen, pero sí el combustible a la que dieron nombre de *“La Gran Recesión”*. Y fue precisamente la crudeza de esta crisis económica el detonante de la toma de medidas extraordinarias, entre ellas, la que nos centra en este trabajo; los QE.

Como comenta este autor, en gran parte también porque *“La Gran Depresión”* de 1929 vino provocada y agravada por la falta de liquidez que originaron ciertas PM restrictivas instrumentadas por la Fed, la lección de no ahogar a la economía por falta de liquidez ha quedado gravada en la mente de todos nosotros por las catastróficas consecuencias que siguieron al *“Crac del*

29". Sin embargo, esperemos que de la actual crisis también aprendamos una importante lección; y es que el exceso de liquidez en la economía es igual de malo (o peor) que la falta de liquidez, y a las nefastas consecuencias de las PM expansivas que agravaron la crisis de 2008 me remito³². Así lo explica Daniel Lacalle en su artículo "*Viaje a la Libertad Económica*".

En definitiva, los QE surgen durante "*La Gran Recesión*", concretamente nacen en EE.UU como medida contra las consecuencias de esta crisis y cuyo origen explicamos brevemente a continuación, pues es importante para el análisis que estamos realizando conocer bien el problema que dio lugar a su aparición. La relajación cuantitativa fue un programa pionero de estímulo económico instrumentado por la Fed siguiendo las directrices marcadas por el entonces jefe de este organismo, Ben Bernanke. Además, esta medida fue seguida al poco tiempo de manera muy similar por el BoE. En cambio, este no fue el caso del BCE que también instrumentó una política de flexibilización cuantitativa pero de forma más tardía y con otro enfoque.

1.1.3.1. *La Gran Recesión*

Los trabajos de Novales, A. (2010) resumen la visión de la corriente de pensamiento dominante en la economía sobre la causas que motivaron la crisis financiera de 2008. La mayoría de economistas encuentra la explicación a "*La Gran Recesión*" en la confluencia de dos factores que conjuntamente crearon el caldo de cultivo preciso para formación del problema. Estos factores fueron por un lado, la laxitud de las PM que tras la crisis del 2000, también conocida como "*La Crisis de la Nueva Economía*" o "*La Burbuja de las Punto-com*", se centraron en bajar los tipos de interés, y por otro lado, la actividad del sector financiero en un contexto de desregulación que comenzó en 1970 en EE.UU justificado por el convencimiento de la capacidad de los mercados de auto-regularse.

Antes de que comenzase en los años setenta el proceso de desregulación bancaria, los bancos disponían de depósitos a corto plazo como principal fuente de capital y su negocio se basaba en prestar ese dinero a corto plazo

³² Por ejemplo, el famoso "*Plan E*" en España malgastó 12.000 millones de Euros en proyectos no productivos. Véase Pérez, R. (2013) para más detalles.

para obtener intereses. Además, los depósitos estaban totalmente asegurados, lo cual animaba a los agentes económicos a depositar sus ahorros en los bancos otorgando al sistema bancario y crediticio una importante capacidad de solvencia y confianza. Por su parte, la desregulación bancaria permitió a otro tipo de intermediarios financieros ofrecer servicios similares a los de la banca comercial, lo que se tradujo en una mayor competencia para los bancos que para mantener sus niveles anteriores de beneficios comenzaron a prestar más, a mayor largo plazo y asumiendo un mayor riesgo³³.

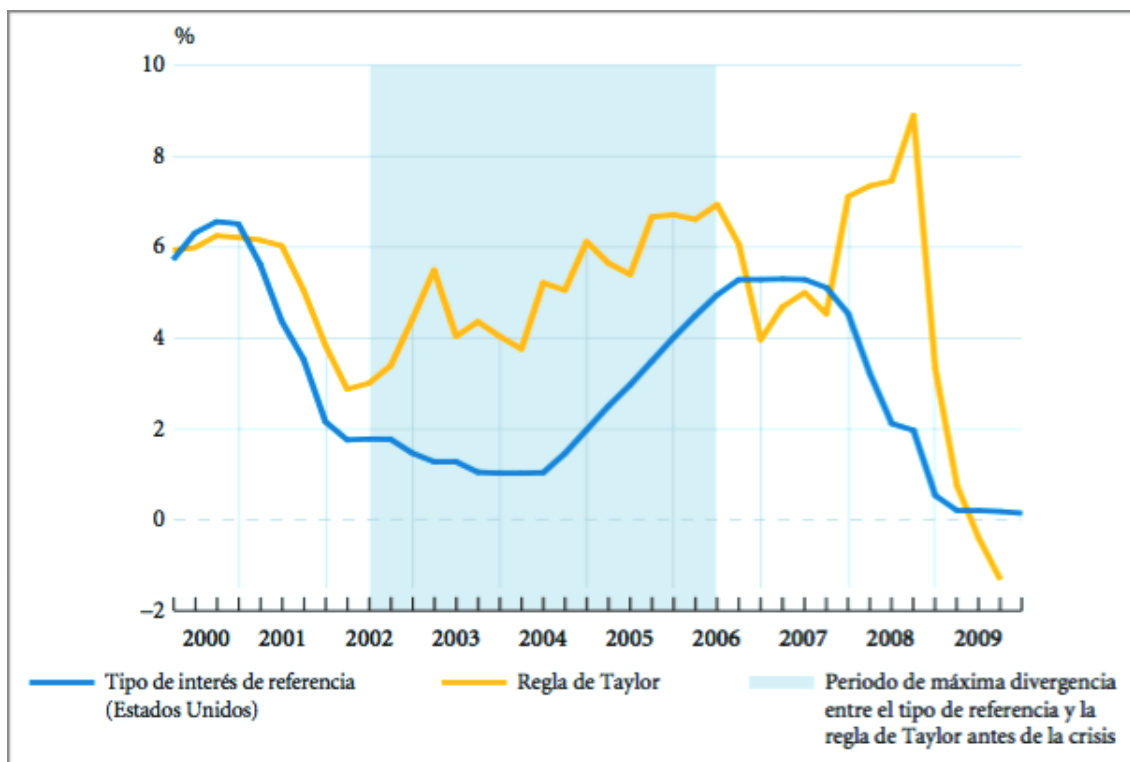
Es por esto que los bancos comerciales basan hoy su negocio principalmente en el diferencial de intereses entre el dinero que prestan a los particulares y el dinero que toman prestado de los BC y el mercado interbancario³⁴. Para ello los bancos deben de ofrecer garantías a los prestamistas y asumir riesgo en los créditos que conceden. Una forma de lograrlo es pedir prestado a corto plazo y prestar a largo plazo³⁵. De manera que gracias a la desregulación bancaria los bancos pasaron de prestar a corto plazo para obtener intereses, a pedir prestado a corto plazo para prestar a largo plazo. Como se observa, la actividad bancaria ha sido siempre una actividad inherentemente arriesgada, pero el riesgo ha aumentado exponencialmente tras el proceso de desregulación vivido en los últimos 40 años (Novales, A., 2010).

A este proceso se le sumó "*La Crisis de la Nueva Economía*" en el año 2000, crisis que los BC combatieron por medio de una bajada de los tipos de interés, confluyendo así los dos factores que para Novales, A. (2010) fueron los detonantes del "*crash o crac*" financiero de 2008; desregulación y tipos de interés excesivamente bajos. Unos tipos de interés, que como muestra el siguiente gráfico se mantuvieron muy bajos durante demasiado tiempo:

³³ El plazo de vencimiento es un importante factor de riesgo, pues a mayor plazo para el vencimiento de un préstamo, existe mayor probabilidad de que ocurra una circunstancia en la economía que impida al prestatario devolver el principal o pagar los intereses al acreedor.

³⁴ Véase Hernández Rubio, C. (2016).

³⁵ Esto se conoce como expansión artificial del crédito o rebajar los tipos de interés de manera artificial. El crédito se expande artificialmente cuando se canaliza capital que debe devolverse a corto plazo para hacer préstamos a largo plazo, dando como resultado un primer periodo de prosperidad ficticia, seguido de otro periodo de colapso económico como consecuencia de las distorsiones acumuladas durante el primer periodo (Rallo, J. R., agosto de 2012).



*(Noguer, M., 2010)

No obstante, el abaratamiento del crédito por la bajada de los tipos de interés, por sí solo, no generaba ningún problema. De hecho, las últimas crisis financieras se habían solventado reduciendo los tipos de interés, lo cual derivó en un clima de exceso de confianza hacia esta crisis llegándose a pensar que se saldría también de esta recesión bajando los tipos de interés. Sin embargo, según afirma Novales, no se tuvo en cuenta que las consecuencias de mantener unos tipos de interés artificialmente bajos en confluencia con un mercado financiero excesivamente desregulado, cambian.

En realidad, se produce un aumento del endeudamiento y una concentración del riesgo. Precisamente esto fue lo que ocurrió durante el periodo que marca el gráfico en azul (2002-2006), para Novales, A. (2010) el aumento desmedido del endeudamiento y la concentración del riesgo como consecuencia de un mercado financiero desregulado y unos tipos de interés demasiado bajos, originó la mayor recesión económica que se ha vivido desde 1929.

En primer lugar, siguiendo la teoría de las expectativas unos tipos de interés bajos permiten que el endeudamiento sea más barato, y como contrapartida la remuneración en títulos más seguros, como bonos del Estado

o depósitos a un tipo variable, sea menor. Históricamente, se ha podido comprobar que en estos casos lo que ocurre es que el endeudamiento aumenta (es más fácil adquirir un crédito) y el ahorro disminuye debido a que la rentabilidad que se ofrece por los depósitos no es muy alta. Pero si a esto unimos la desregulación del sector financiero, en palabras de Novales, A. (2010), incentiva sobretudo el crédito para la adquisición de vivienda, *“estimulada por unos incentivos comerciales perversos, excesivamente centrados en objetivos a corto plazo”*.

Por lo tanto, en un primer momento las instituciones financieras, que disponían de liquidez para prestar, asumieron una excesiva concentración del riesgo en el mercado inmobiliario al satisfacer la elevada demanda de crédito para ese fin. Al ser los bienes inmuebles, bienes difíciles de producir, la oferta no puede ajustarse a corto plazo a un drástico incremento de la demanda lo que propicia una subida de los precios de este bien. A este aspecto se sumó la irracional creencia de que los precios de las viviendas no podían bajar asistiendo así al nacimiento de la burbuja inmobiliaria (Novales, A., 2010, p. 3).

En España sobretudo la compraventa de viviendas³⁶ se convirtió en un negocio muy lucrativo propiciando un aumento imparable de la demanda de bienes inmuebles con fines especulativos. Para satisfacer ese incremento en la demanda de viviendas, o más bien de crédito para la compra de éstas, ya no era suficiente con los depósitos de los ahorradores, y los bancos y otros intermediarios financieros tuvieron que pedir más dinero prestado, tanto entre ellos mismos³⁷, como a los BC, aumentando así su apalancamiento³⁸.

En este contexto de mayor competitividad entre entidades marcado por la desregulación del sector, la forma más fácil de seguir obteniendo beneficios, como hemos dicho, era pedir prestado a corto plazo y prestar a largo plazo siempre que no se produjeran impagos. Ya que el apalancamiento supone deuda fija y hay que pagarla, si los deudores no pagan los intereses, el acreedor tiene que seguir haciendo frente al pago de los mismos por el

³⁶ Véase Anexo, Apartado I: Transacciones inmobiliarias en España. Y Anexo, Apartado II: Transacciones inmobiliarias en Europa.

³⁷ Lo que se conoce como mercado interbancario. Véase Hernández Rubio, C. (2016) para más detalles.

³⁸ Lisa y llanamente consiste en usar el endeudamiento para financiar una operación.

préstamo que ha recibido para a su vez poder prestar, de manera que en la hipotética situación de crisis en el sector de la construcción donde el capital estaba muy concentrado, el riesgo de pérdidas era muy alto debido a que los bancos eran a la vez, entre ellos mismos, acreedores y deudores.

El otro efecto reconocible a la bajada de los tipos de interés, siguiendo la línea dada por Novales, A. (2010) en su página 4, es el aumento del gasto, el consumo y la inversión, lo cual tiende también a elevar los precios de las acciones, pues su demanda aumenta, sobretodo entre pequeños ahorradores que ven en la buena marcha de la economía una señal para invertir y obtener beneficios futuros. La confluencia de este aspecto en un escenario de desregulación financiera, puede dar lugar, como ocurrió en esta crisis, a que dichas entidades comiencen a comercializar nuevos productos derivados sobre los que suministren poca información y con una evaluación del riesgo deficiente, pero que ofrecían una elevada rentabilidad. Debido a la elevada rentabilidad que ofrecían, las propias entidades elevaron su apalancamiento en los derivados financieros que ellas mismas estaban creando.

Lo que ocurrió fue que inicialmente, como hemos visto ante el aumento del endeudamiento de los bancos y la concentración del riesgo en el mercado inmobiliario, los bancos trataron de diversificar su apalancamiento entrando en operaciones de titularización y de compraventa de "*credit default swap*"³⁹ que permitían sacar activos tóxicos fuera del banco, aunque con la contrapartida de dispersar el riesgo por todo el sistema. En otras palabras, al mismo tiempo que los bancos diversificaban el riesgo de sus balances, estaban asegurando a otras entidades por el mismo hecho, quedando todo en el sistema bancario y financiero interconectado y paradójicamente poco diversificado, condenado a caer al más mínimo problema.

Por lo tanto dados los ingredientes para el desastre, si por ejemplo se daba la situación que se dio de que el precio de la vivienda cayese, lo normal es que dicha situación viniese acompañada por un importante número de impagos, lo cual generaría una fuerte recesión que incrementaría el número de

³⁹ Se trata de un producto financiero de muy reciente creación que consiste en un seguro entre un comprador y un vendedor. En dicho contrato de seguro el comprador paga una prima a cambio de asegurar parte o la total cancelación de un crédito. Los CDS se utilizan en el aseguramiento de grandes bancos, pero los bancos también puede asegurar a otros bancos. De esta forma se produce una clonación de aseguramiento donde no existe nada tangible, solo papeles, clonación que puede ser infinita (Moreno, M. A., 2010).

impagos, aumentaría la destrucción de empleo e incrementaría la probabilidad de quiebra sistemática del sector bancario, pues como hemos explicado antes la mayoría de los bancos se hallaban interconectados.

Sin embargo, la situación ya grave de por sí, vino agravada por varios errores que se cometieron al inicio de la crisis. Según Novales, A. (2010) el primer error fue que inicialmente tanto bancos como autoridades quisieron creer que la crisis tenía únicamente una naturaleza sectorial y geográfica lo que dio lugar a que se tomaran algunas decisiones erróneas de PE. El segundo error fue pensar que se trataba sólo de un problema de liquidez, sin embargo más tarde se descubrió que se trataba más de un problema de solvencia que de liquidez.

Tras el colapso de Lehman Brothers en septiembre de 2008, la crisis entra en una nueva fase intensificándose y extendiéndose a otros sectores como el del automóvil, así como geográficamente. La confianza de los consumidores se desplomó⁴⁰ y así el consumo. Por su parte, la percepción del riesgo aumentó drásticamente y aparecieron fuertes tensiones en los mercados financieros, la actividad económica en todo el mundo sufrió una fuerte sacudida y los precios comenzaron a caer, el comercio internacional se redujo y los mercados monetarios dejaron de funcionar. Todo ello en un contexto de desconfianza sobre los balances de los bancos que interrumpió también el mercado interbancario y con ello las concesiones de crédito. De manera que en 2009, con la perspectiva de una depresión sólo comparable a la que tuvo lugar en los años treinta, los BC y los gobiernos pusieron en marcha medidas de expansión fiscal y monetaria de carácter excepcional con masivas inyecciones de liquidez y elevación del gasto público, medidas entre las que cabe destacar los QE (Informe mensual la Caixa, marzo de 2010, p. 67).

1.2. Trayectoria y Evolución:

Acabamos de ver el contexto global en el que nacieron los QE, el cual se reduce a que en 2009 ante la situación de desconfianza, crecimiento negativo e inflación también negativa que se estaba dando fundamentalmente en Europa

⁴⁰ Para el economista Fernando Trías de Bes la crisis de 2008 fue esencialmente una crisis de confianza.

y en EE.UU tras el colapso financiero de 2008, era imposible que el crédito siguiese fluyendo como antes. Por ello que muchos BC pensaron que si lograban reactivar el mercado de crédito conseguirían redirigir la economía hacia la recuperación. Los caminos que siguieron los diferentes países que entraron en recesión, en su mayoría economías desarrolladas, fueron similares al principio y aunque se fueron separando a medida que avanzaba la crisis, siempre mantuvieron el mismo objetivo de fondo: reactivar la economía por medio de políticas expansivas.

La Fed fue el pionero en aumentar la OM mediante el programa QE1 en noviembre de 2008, medida que fue seguida de cerca por el BoE. En cambio en la Eurozona, el BCE al inicio de la crisis sólo ofreció a los bancos liquidez ilimitada a un tipo de interés fijo, y no inició su política de relajación cuantitativa hasta 2015. Quizás esta diferencia en la proyección de sus PM se deba en parte también a que la influencia de la Escuela Monetarista es mayor en EE.UU que en Europa. Indiferentemente del contraste de perspectivas entre ambos BC, las políticas expansivas puestas en marcha han supuesto una gigantesca expansión de sus balances, lo que ha permitido frenar el peligroso proceso deflacionista en el que se estaba entrando en 2010 (Fernández, E., 2010). Como puede observarse⁴¹, por ejemplo, el balance de la Fed se ha multiplicado por 2,5 en 2010 debido a la instrumentación del primer programa de QE1.

Los BC han actuado en base a la máxima de que situaciones desesperadas requieren medidas desesperadas, y ciertamente ha sido así. Esto también se conoce como la actitud reactiva de la PM practicada por la mayoría de BC:

“si explota la burbuja recogemos los platos rotos, sino permanecemos impasibles ante los vaivenes en los mercados de activos, a no ser que el cometido de la estabilidad económica se vea comprometido” (Noguer, M, 2010).

No obstante, estaba claro que estos programas de estímulo económico eran algo circunstancial ante los extraordinarios eventos que se estaban produciendo. De manera que la retirada de estos estímulos económicos era algo previsible, que más tarde o temprano tenía que producirse. En EE.UU el

⁴¹ Véase Anexo, Apartado III: Evolución del Balance de la Fed, y Anexo, Apartado IV: Evolución del Balance del BCE.

proceso de retirada de los estímulos económicos comenzó en 2014 con el cambio de jefatura en la Fed y actualmente dicho proceso sigue desarrollándose. Sin embargo, en la UE la agenda de políticas que se han ido instrumentado ha tenido una proyección diferente.

Debido a que la crisis económica golpeó con fuerza al viejo continente, pero sobretodo a los países del sur de Europa, el BCE ha tenido que amoldar sus políticas monetarias al hecho de que hubiera países tratando de salir de la recesión a dos velocidades. Es decir, las autoridades Europeas han estado en todo momento en la disyuntiva de decidir qué medidas económicas aplicar pues los efectos no iban a ser los mismos en todos los países⁴². Por este motivo, las autoridades Europeas tiraron por el camino del medio llevando a cabo una política híbrida que permitiera, en primer lugar, lograr un reajuste de los balances y de la producción tanto del sector público como privado, para después, una vez logrado el ansiado objetivo de estabilidad, procurar la reactivación de la economía por medio de políticas expansivas. De esta forma se estaba evitando perjudicar con políticas excesivamente expansivas la recuperación de los países que más estaban repuntando, y a la vez permitiendo el rescate de aquellos países y entidades con mayores problemas, a los que les resultaba imposible llevar a cabo ese proceso de reajuste sin ayuda.

En todo caso, como después se ha visto, la recuperación Estadounidense ha sido mucho más rápida que la Europea, aunque quizás esto se deba únicamente al calentón inicial que han producido las inyecciones de liquidez en EE.UU. En mi opinión, considero que el fracaso de la recuperación Europea se debe esencialmente a los fallos estructurales de los que adolece la UE y no al sentido de las políticas económicas tomadas, ya que estas en el fondo, aunque con un calendario diferente, han sido muy parecidas. Por ello, el hecho de avanzar hacia la verdadera unión fiscal y bancaria se antoja más necesaria que nunca. Además como decía en la introducción, debido a los últimos acontecimientos vividos en Europa tras el Brexit, parece que asistiremos a un proceso de prolongación de esos estímulos económicos. Esperemos que esto

⁴² Esto se debe fundamentalmente a las llamadas asimetrías de la política monetaria en la UEM. Véase Díaz Roldán, C. (2007), p. 25-28.

también sirva de aliciente para renovar compromisos y dar un nuevo paso en favor de la UE.

1.2.1. El Papel Desempeñado por los QE

Los programas de QE instrumentados por la Fed han sido diferentes a la estrategia llevada a cabo el BCE, ya que lo que comenzó de la misma forma para todos países tras el estallido de la crisis, la evolución de los acontecimientos han hecho que sus caminos se hayan separado. Por un lado, los BC de influencia anglosajona como la Fed y el BoE, han basado su estrategia, desde el primer momento, en comprar directamente a los bancos comerciales y otras entidades financieras los títulos de deuda pública y otros activos de deuda respaldados por hipotecas que mantenían en sus balances.

En cambio las estrategias del BoJ y del BCE, inicialmente se basaron, en lugar de comprar directamente esos títulos de deuda, en prestar dinero a los bancos, los cuales debían ofrecer como garantía en caso impago los activos de deuda que mantenían acumulados en sus balances. Con ello el BCE buscaba minimizar el riesgo, ya que la probabilidad de que el banco y el gobierno incumplieran sus obligaciones conjuntamente era menor que por separado. Sin embargo, finalmente el BCE acabó por instrumentar en 2014 un programa de QE *“a la Americana”*. Estas diferencias que se dieron entre el modelo Anglosajón y Europeo responden principalmente a las características de sus mercados. Es lógico, que el BCE al actuar sobre un mercado más bancarizado, instrumentara inicialmente sus medidas a través del sistema bancario. De igual modo que la Fed, al actuar sobre un mercado más capitalizado, es lógico que haya implementado sus programas de compra de deuda como si de bonos se tratasen (Fernández, A. y Alonso, A., 2013).

1.2.1.1. En EE.UU

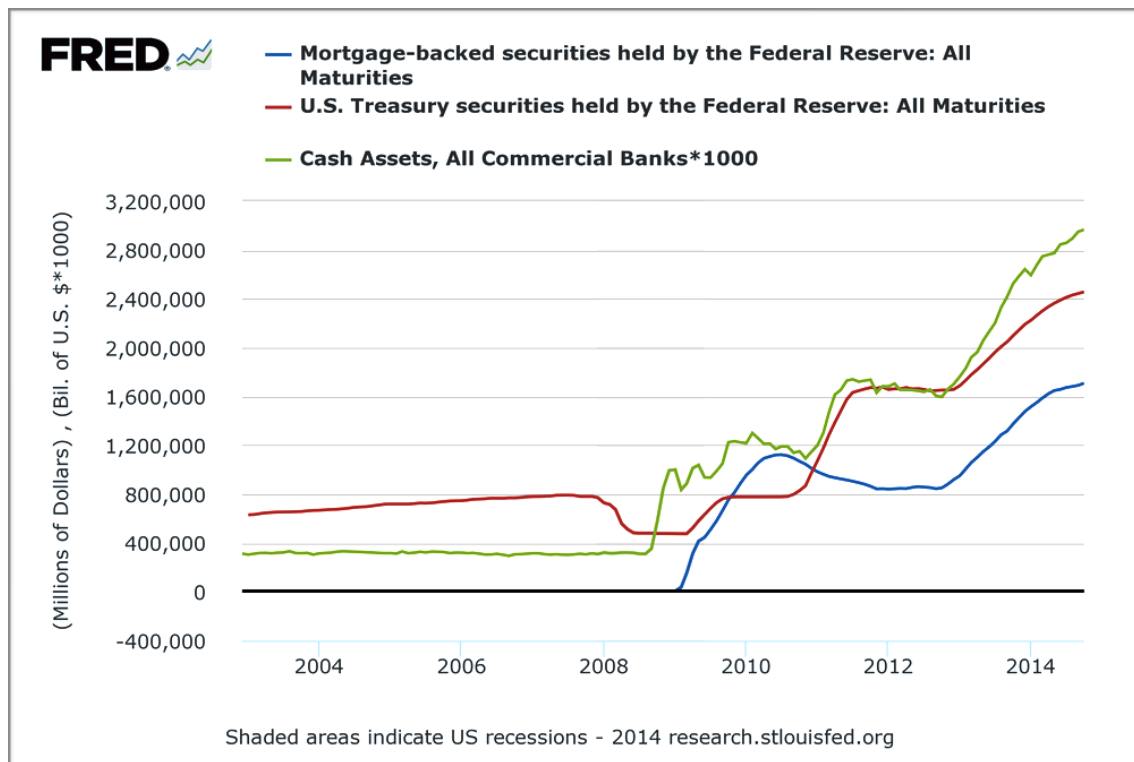
En un régimen puro de QE al BC no le importa que tipo de activo compra, solo le importa expandir el tamaño de su balance para impulsar la economía. En este sentido, hay que decir que existe otro tipo de QE llamado Credit Easing (CE) que lo que pretende es precisamente mejorar el funcionamiento de determinados mercados de deuda, no todo tipo de deuda vale. Bernanke, B.

(2009) denominó de esta forma a sus programas de QE, porque las compras de deuda, que en ese momento pretendía realizar, aunque aumentasen la base monetaria, iban a ser temporales y se iban a llevar a cabo sobre activos muy concretos.

Garnier, N. (2014) afirma que los programas de QE instrumentados por la Fed desde 2009 han consistido en adquirir activos en el mercado secundario, lo cual es un detalle importante porque no financian directamente la deuda de los estados. Lo que la Fed directamente pretendía con la compra de deuda era proporcionar liquidez a los bancos y bajar los tipos de interés a medio y largo plazo, lo cual tiene un efecto balsámico en las economías endeudadas. Por ejemplo, los QE han ayudado a reducir el coste de las hipotecas de los hogares Norteamericanos.

Sin embargo, como bien explica García Sáez, E. (2014), es erróneo mantener una relación lineal entre QE, expansión monetaria e inflación, debido a que las decisiones que tomen los particulares; bancos, empresas y familias, son tan importantes como las de los BC, ya que esas decisiones pueden cambiar por completo la extensión final de los efectos de las medidas orquestadas por las autoridades monetarias. De hecho, como afirma este mismo autor, en EE.UU el impacto de los QE sobre la economía ha sido mucho menor de lo que en realidad se intuía.

Para García Sáez, E. (2014), el principal motivo ha sido que el dinero que se generaba con esta herramienta no entraba en la economía de forma inmediata, sino que gran parte del dinero proveniente de los QE ha sido atesorado en caja por la mayoría de los bancos comerciales receptores de estos estímulos. Este hecho significa, como refleja el siguiente gráfico, que las reservas de los bancos Norteamericanos han aumentado en una proporción similar a la del balance de la Fed, o dicho de otro modo, el efecto final de los QE ha sido proporcionalmente menor al aumento que se ha producido de la OM.



*(García Sáez, E., 2014)

Traduciendo lo anterior en números, se observa que desde 2007 hasta 2014 la Fed había adquirido 3,37 trillones de Dólares en activos bancarios, y la banca comercial había aumentado sus reservas en 2,66 trillones. Realizando la diferencia, solo 0,71 trillones de Dólares provenientes de los programas QE1, QE2 y QE3 se habrían filtrado a la economía. Lo mismo ocurre con la masa monetaria, cuyo aumento no ha sido tan elevado como se esperaba; de 2007 a 2014 la masa monetaria había aumentado en un 6,52%, mientras que en el periodo correspondiente a 1990-2007 ésta creció en un 4,91%. De manera que el hecho de que esta medida de PM todavía no haya producido los efectos que se esperaban se añade al miedo de algunos economistas sobre las posibles consecuencias que puedan tener en el futuro. Es decir, existe el riesgo cierto de que la masa monetaria se expanda de forma drástica en el futuro a través del negocio bancario si éste se relaja demasiado (García Sáez, E., 2014).

Aun con todo, el papel desempeñado en EE.UU por los QE desde su implementación en 2009 hasta su retirada en 2014 ha sido importante. En primer lugar, han logrado que los préstamos hipotecarios hayan repuntado levemente en ese último año y que la concesión de crédito a empresas haya crecido de forma considerable, pero sobretodo han servido para que los

bancos adquiriesen bonos del Estado. De manera que puede decirse que los Estados y los bancos comerciales han sido los grandes beneficiados de estas políticas.

Según García Sáez, E. (2014) si acudimos a la curva de tipo de cambios, este indicador muestra que no hay indicios de que a corto plazo pueda producirse una recesión. Por lo tanto, para este autor los economistas Austríacos están exagerando cuando afirman que los QE harán crecer artificialmente la economía, propiciando una nueva burbuja económica y llevándonos ante una nueva recesión. Sin embargo, este mismo autor también admite que hay que estar atentos al riesgo de inflación que los QE provocan, pues la otra parte en el debate, los economistas que abogan por la intervención de la Fed, son los primeros en obviar estos peligros por su exagerado sesgo cortoplacista.

Por su parte, Garnier, N. (2014) concluye dando, la que para mí ha sido el mejor argumento que durante mi investigación he leído en defensa de los QE. Establece que la Fed tomó la iniciativa de aplicar este programa con la esperanza de que el dinero volviese a circular en forma de préstamos e inversiones, y de manera indirecta, abaratar la financiación de los Estados. Este autor define los QE como una curiosa artimaña contable que permite a los BC engordar sus balances sin afectar al de los bancos comerciales y afirma que los BC efectivamente crean e inyectan dinero en la economía, pero lo hacen con una contraprestación, que es la clave del asunto; retirando de la circulación activos por el mismo valor del dinero que se da a cambio.

No obstante, el dinero que se inyecta no deja de ser difícil de rastrear y no esta muy claro que beneficie a la economía real. Aun así, como comenta este autor, los BC no han tenido más remedio, pues se trata de un parche ante una situación de emergencia, a una señal de que la economía no termina de recuperarse. En definitiva, los QE constituyen una huida hacia delante, y si bien no permiten solucionar el problema de fondo, permiten tomar aire a corto plazo. Lo más probable es que el dinero de los QE sea utilizado por los bancos para volver a comprar activos financieros, en especial títulos de deuda pública, lo que equivaldría a decir que los BC están indirectamente financiando la deuda de los países. Quizás esto sea así, pero como insinúa Garnier, N. (2014), no

quiere decir que sea necesariamente malo si sirve para perpetuar la financiación de los estados a tipos muy bajos, facilitando la sustitución de deuda vieja por nueva más barata que permita reducir esta carga de una forma moderada.

1.2.1.2. En Europa

En Europa, el programa de compra de activos bancarios por parte del BCE, se anunció en diciembre de 2014, pero no fue hasta marzo de 2015 cuando finalmente se puso en marcha con el objetivo de estar operativo hasta septiembre de 2016 a razón de inyectar 60.000 millones de Euros mensuales para impulsar la economía y recuperar el objetivo marcado de un 2% de inflación anual. El programa europeo de QE según anunció Mario Draghi está consistiendo en la compra de activos que afectarán tanto a emisiones públicas como privadas y se canaliza a través de los diecinueve BC nacionales que asumirán el 80% del riesgo. En dicho programa, el criterio de elegibilidad se está haciendo atendiendo a las prioridades de los países con mayores dificultades (Verbo, M. L., D. Badía, D. y Roig, M., 2015). De manera que, debido a lo reciente de la medida, aun no son claros los efectos que los QE están teniendo en Europa.

1.2.2. La Retirada de los Estímulos

Como dice Calvo, P. (2014) *“de mano invisible, nada de nada, la suya es bien visible”*, refiriéndose a la actividad de los BC, que tras el estallido de la crisis financiera pasaron a ser el centro de la actividad económica al haber instrumentado gigantescas inyecciones de liquidez y al haber establecido los tipos de interés más bajos de su historia. Las políticas puestas en marcha por los países afectados por la recesión, inicialmente siguieron un mismo camino. Sin embargo, actualmente debido a los vaivenes de la recesión, los caminos de muchos de ellos se han separado. Mientras unos están retirando ya sus estímulos, otros están analizando qué medidas adicionales pueden tomar. En otras palabras, mientras hay países preocupados por la deflación y han decidido instrumentar políticas expansivas adicionales, como ocurre en Europa, los hay que temen que la inflación se les vaya de las manos y hayan decidido

poner en marcha el proceso de retirada de los estímulos económicos que aplicaron tras el estallido de la burbuja inmobiliaria, como es el caso de EE.UU.

1.2.2.1. En EE.UU

Ben Bernanke en su discurso de 2009⁴³, donde explicaba las medidas de PM no convencionales que la Fed pretendía poner en marcha, perfilaba ya una estrategia de retirada de los estímulos que se llevaría a cabo cuando la economía mejorase, pues el ex-jefe de la Fed siempre reiteró que las medidas instrumentadas tendrían un carácter temporal mientras las circunstancias así lo exigiesen. Dicha estrategia de salida, según Bernanke, B. (2009) consistiría en una secuencia ordenada de pasos a seguir que deberían ir complementándose unos con otros, para que la retirada de los estímulos no desestabilizara la economía demasiado y provocase una nueva crisis.

La secuencia que Bernanke diseñó consistió, en primer lugar, en finalizar los programas de compras de activos bancarios, la cual finalizó en 2014 con el programa QE3. En segundo lugar, se alertaría de una posible subida de los tipos de interés a meses vista, siendo complementado con medidas de drenaje de las reservas que los bancos mantienen en la Fed para comenzar el alza moderada de los tipos de interés. Por último, como Bernanke explicó, se iniciaría un proceso de venta de los activos adquiridos y se ofrecerían depósitos a plazo fijo a las entidades de crédito con el objetivo en mente de reducir la OM (Fernández, A. y Alonso, A., 2013, y Fernandez, E., 2010).

Actualmente la situación en EE.UU es diferente a aquella que imaginó Bernanke, pues se encuentra en la difícil posición de seguir ofreciendo unas condiciones monetarias expansivas para no frenar la recuperación, y por otro lado, ir retirando los estímulos para evitar nuevos desequilibrios e inflación. Por ello, que la sucesora de Ben Bernanke, Janet Yellen, no ha desempeñado ese programa de salida diseñado por Bernanke, sino que ha reforzado el mensaje de que los tipos de interés, al menos a corto plazo, no van a subir con el fin de apoyar la reactivación económica y al mismo tiempo, también ha anticipado que se seguirá adelante con la reducción del programa QE3 (Calvo, P., 2014).

⁴³ Véase Bernanke, B. (2009) para más detalles.

1.2.2.2. *En Europa*

El BCE, al igual que todos los BC de aquellos países que entraron en recesión, aplicó una PM expansiva en 2009. No obstante, cuando el BCE implementa sus políticas, los efectos que éstas generan no son los mismos en todos los países debido a la existencia de las llamadas asimetrías de PM, pues existen diferencias entre sus sistemas políticos e institucionales, entre sus sistemas fiscales, en la estructura del mercado laboral y en sus sistemas legales, a lo que se suma las peculiaridades culturales de cada país que dan lugar a divergencias. Divergencias que ponen más difícil al BCE instrumentar sus PM de manera eficaz y unificada. Divergencias que como dice Díaz Roldán, C. (2007), se manifiestan tanto en los niveles de producción, precios y empleo, y en los diferentes procesos de reajuste de la economía, afectando especialmente a los efectos que en los países generan un posible proceso inflacionario (Díaz Roldán, C., 2007, p. 25-29, y Esteve García, V. y Prats Albentosa, M. A., 2007, p. 41-44).

De manera que debido a estas divergencias, el calendario del BCE camina con retraso respecto al desarrollado por la Fed, ya que se encuentra en la difícil tesitura de si retira los estímulos económicos que introdujo en 2009 por medio de políticas más restrictivas, corre el riesgo de perjudicar aquellos países más rezagados que necesiten mantener los tipos de interés en niveles bajos. En cambio sino lo hace, las presiones inflacionistas en los países que están liderando la recuperación en la Zona Euro pueden aumentar, lo cual requeriría un aumento de los tipos de interés, tal y como esta demandando Alemania.

Actualmente, lo que el BCE está llevando a cabo es aumentar lentamente los tipos de interés, pero al mismo tiempo crear balsas de ayudas para aquellos países en dificultades, como el programa Europeo de QE iniciado en 2014 y que se extenderá hasta septiembre de 2016. La idea puesta en marcha por la UE es mantener una política fiscal y monetaria de carácter más laxo en aquellos países con dificultades, y que los países más punteros implementen políticas fiscales restrictivas con un alza moderado de los tipos de interés (Aspachs, O., 2010). Pues los trabajos realizados por Díaz Roldán, C. (2007) desvelan, en su página 29, que la ausencia de una política monetaria

independiente de los países, otorga a su política fiscal y en particular al gasto público un importante papel a la hora de determinar el crecimiento de la DA.

Por ello que hoy en día, en el contexto de la UE el hecho de avanzar hacia un proceso de homogeneización entre los países que pasa por el logro de la unión fiscal y bancaria, se antoja más necesaria que nunca. La viabilidad del proyecto Europeo en un escenario de crisis como el que ocurrió en 2008 no se puede permitir que su proceso de recuperación económica sea tan lento, de otra forma estaría firmando su sentencia de muerte. De hecho los últimos eventos acaecidos, han provocado que el BCE lejos de pensar en retirar los estímulos económicos ya instrumentados, se plantee ahora qué nuevas medidas debería poner en marcha para reactivar el crédito, dinamizar el crecimiento y alejar las presiones deflacionistas, sobretodo de los países mediterráneos. Como dice Garnier, N. (2014), el caso de Europa sigue siendo especialmente preocupante por los problemas estructurales que adolece, no hay solidaridad fiscal y cada país hace la guerra por su cuenta, a lo que se suma el aumento de la población envejecida y la baja natalidad.

Todo ello vaticina un crecimiento mínimo para Europa en los próximos años, contexto en el cual Garnier, N. (2014) pone el acento en el papel que el BCE está destinado a desempeñar en el futuro. Pues como bien dice este autor, los BC no puede inventarse el crecimiento, pero sí pueden utilizar los instrumentos que tienen a su disposición para desbloquear el crecimiento potencial que estaba bloqueado por problemas financieros o bancarios. Si por ejemplo, el endeudamiento es muy bajo por problemas bancarios, el BC debe actuar para que el crédito fluya. Sin embargo, si se trata de un problema de demanda en el que ni los bancos quieren prestar ni las familia tomar prestado, entonces el BC poco puede hacer⁴⁴ aquí.

⁴⁴ Cómo veremos en el último apartado: *"El Otro Punto de Vista"*, es precisamente este uno de los principales argumentos de los que hacen uso los economistas de la Escuela Austríaca para desmontar el programa de estímulos de Ben Bernanke. Por ejemplo, véase Rallo, J. R. (junio de 2014).

2. El Otro Punto de Vista: Los “no” convencionales

Hasta ahora hemos realizado el análisis de los QE desde el punto de vista, digamos “*oficial*” de los BC, quienes aseguraban que tales medidas se tomaron en un escenario de circunstancias extraordinarias como lo fue “*La Gran Recesión*” en donde las familias y empresas no gastaban, los bancos no prestaban y los precios caían. En tal escenario, los QE para los BC y la mayoría de economistas eran el impulso necesario para reactivar la economía.

Sus defensores mantenían que estos instrumentos provocarían un aumento de la demanda de los títulos de deuda pública y de su precio, disminuyendo su rentabilidad y así el precio por el que se financiaban los Estados, lo cual contribuiría a reducir los tipos de interés oficiales porque a mayor oferta de préstamos, menores tipos de interés. Esto según sus valedores se traduciría en una reducción de los tipos de mercado, medida del coste de la inversión de las empresas y del gasto de las familias que se incrementarían. Además al reducirse la rentabilidad de la deuda pública, otro tipo de activos financieros con un mayor riesgo resultarían relativamente más atractivos, canalizando de esta manera la inversión hacia otros proyectos productivos de carácter privado. El otro beneficio anunciado consistía en una mejora de la situación general de liquidez de los bancos, así como del mercado de crédito dejándose notar positivamente en el consumo y en los componentes de la DA. También sus defensores argumentaban que parte del aumento del consumo se filtraría al exterior traduciéndose en una bajada del tipo de cambio que nos ayudaría a ser más competitivos. Según los BC, sus beneficios no acabarían aquí, ya que las medidas anunciadas también afectarían a las expectativas de los agentes económicos manteniendo los tipos de interés en un nivel bajo a largo plazo (Esteve García, y Prats Albentosa, M. A., 2007).

Faltaría entonces por ver las principales críticas que los economistas de la Escuela Austríaca esgrimen sobre este tipo de PM no convencional para así poder formar nuestra propia opinión al respecto. Como bien dice Rallo, J. R. (enero de 2015), según el escenario descrito por los intervencionistas-inflacionistas, los QE serían la panacea para cualquier tipo de crisis ya que permiten disponer de mayor crédito, incrementar el gasto interno, superar el problema de la deflación y experimentar una subida de precios que acelere el

consumo. Además, junto con la depreciación de la moneda y el crecimiento económico que generan, los QE constituirían el marco perfecto para la recuperación. Pero lo cierto es que si fuese así de fácil, ningún Gobierno hubiese dejado de aprovecharse de ellos en ningún momento.

Es por este motivo, por el que Juan Ramón Rallo coincide con Bernanke en admitir que los QE constituyen la excepción y no la norma de la política económica de un país. Ya que cuando la economía se encontraba en situación de normalidad y el crédito fluía, el haber aplicado un programa de este tipo hubiese supuesto recalentar demasiado la economía y haber entrado en un proceso inflacionario. En otras palabras, el haber implementado esta política en tiempos de normalidad económica hubiese supuesto *“echar más leña al fuego”* y que hubiesen subido los precios más de lo deseado. Pero en la actual situación de estancamiento en que nos encontramos, los QE son para muchos, el *“alimento hiper-calórico”* que una economía desnutrida como la nuestra necesita. Pero por otro lado, Rallo también afirma que aunque esta medida no venga acompañada de una elevada inflación a medio-corto plazo, no quiere decir que no tenga otra serie de contraindicaciones, sobretodo en el largo plazo. De hecho, para Daniel Lacalle (2014) ninguno de los argumentos esgrimidos por la corriente *“convencional”* de pensamiento económico en defensa de los QE se cumplen: ni el origen del problema, ni el coste por la deuda, ni la inflación, ni el crecimiento, ni la inversión y ni siquiera la necesidad de exportar.

2.1. Ni el Origen del Problema:

Rallo, J. R. (febrero de 2011) establece que el origen a la crisis económica de 2008 se debe a desajuste reales y que la PM no vale para solucionar esos desajustes reales, que en todo caso vale para agravarlos o crear nuevas distorsiones. Por ejemplo, como ocurre con los QE, cuyas inyecciones de dinero están beneficiando a los bancos comerciales, a las AAPP, a los antiguos inversores en activos financieros, a los exportadores nacionales y a los deudores menos solventes. Y perjudicando a los tenedores de moneda, a los contribuyentes, a los nuevos ahorradores, a los importadores y a los deudores más solventes. En definitiva, como dice Rallo, J. R. (enero de 2015), con los

QE se premia la deuda y el riesgo, y se castiga el ahorro y la seguridad. La recuperación busca de esta manera perpetuar viejas y malas prácticas, en lugar de regenerar el sistema apostando por el libre mercado y el ahorro. La solución para Europa y a sus problemas estructurales no es más endeudamiento y gasto ineficiente, la solución para Europa y sus problemas estructurales pasa por menos impuestos, menos gasto público, más ahorro, mayor seguridad jurídica, aumentar la renta disponible y dar condiciones para que las empresas inviertan (Lacalle, D., 2014).

Si repasamos la línea marcada en los trabajos de Novales A. (2010), este autor parece tener claro que la explicación a la crisis está sobretodo en la falta de regulación y en la ausencia de mecanismos de supervisión que permitieron a todos los bancos comerciales desarrollar la estrategia tan arriesgada de la que hablamos en apartados anteriores. El contrapunto a esta opinión sobre la crisis lo pone el economista Juan Ramon Rallo en su artículo de mayo de 2010: *“El Mercado Financiero no es Libre”*. Rallo comienza diciendo que está cansado de escuchar que la crisis financiera fue provocada por un mercado financiero libre y desregulado, en el que una excesiva avaricia humana ha acampado a sus anchas y afirma que este argumento ha tenido varios intereses. Por un lado, justificar ideológicamente a los economistas intervencionistas que han visto en este hecho un filón para instrumentar sus políticas. Y por otro lado, el argumento de la desregulación posibilitaba atribuir el fracaso del sistema no a su extraordinaria capacidad para desestabilizar la economía, sino a la torpeza y maldad de personas concretas con demasiado margen de maniobra.

Rallo afirma que dicha estrategia de pedir a prestado a corto plazo y prestar a largo plazo funciona si la realizasen solo unos pocos, al haberse llevado a cabo de manera generalizada por todos los bancos, provocó que en 2008 el sistema bancario se encontrara de lleno con la necesidad de renovar a corto plazo enormes cantidades de liquidez que simplemente no existían. Ante tal situación, el BC una entidad monopolista, actuó como prestamista de última instancia inyectando liquidez en el sistema. Aumentar la cantidad de dinero en la economía, manteniendo constante la producción de bienes y servicios, provoca inflación (Garnier, N., 2014). Si esto ocurre en teoría la gente dejaría

de utilizar esa divisa y compraría otra diferente, pero lo cierto es que la libertad para pasar de una divisa a otra es más bien ficticia.

De manera que son los ciudadanos los encargados de asumir el coste de la decisión de una entidad monopolista, en un supuesto mercado libre en el que otra entidad monopolista, el Estado, les obliga a seguir usando esa moneda. A dónde Rallo, J. R. (mayo de 2010) pretende llegar es que si los BC no hubiesen refinanciado desde 2002 todas las promesas incobrables que los bancos comerciales fueron contrayendo, en lugar de la masiva quiebra que se produjo en 2008, únicamente hubiese sido necesario un pequeño reajuste. Finalmente Rallo concluye haciendo una reflexión que merece la pena poner tal y como él la escribió:

“Pero vamos, en fin, que sí, sigamos con la cantilena de que esto lo ha provocado el mercado libre y no el ultra intervenido sector financiero, así los disparates que hoy cometen los consejeros delegados de los bancos los podrán cometer, con idénticas consecuencias, los mandados de los políticos. Ah, que eso ya se hace. En las denominadas cajas de ahorros... Vaya, ni siquiera podemos echarle imaginación al dogma ideológico...” (Rallo, J. R., mayo de 2010).

Por último, Rallo también afirma en su libro: *“Una Alternativa Liberal para Salir de la Crisis”*, que en lugar de una única burbuja inmobiliaria, se han sufrido tres; la inmobiliaria, la financiera y la del sector público. Rallo despeja la duda que vierte sobre el liberalismo la mayor parte del pensamiento económico diciendo que la culpa de la crisis la tiene el liberalismo, el capitalismo, el libre mercado, la falta de regulación y la ausencia de intervencionismo. Sin embargo, como demuestra Rallo las tres burbujas han sido creadas precisamente por la acción del poder legislativo y político. No hubo un *“ultra-liberalismo”* donde la avaricia humana campaba a sus anchas, lo que hubo fue un intervencionismo amplio, profundo y persistente que explica la creación de las tres burbujas que ha sufrido España y razón de muchos de nuestros problemas estructurales. Problemas, por otra parte agravados por la *“grande, perdurable y patéticamente incorrecta intervención de la autoridades”*, antes y durante la crisis. Un ejemplo de ello es el mercado eléctrico, donde la continua intervención del Estado y su delirio por las energías renovables no han hecho

otra cosa sino que incrementar considerablemente, los costes de la electricidad y el precio que los hogares Españoles pagan por la luz.

2.2. Ni el Coste por la Deuda:

Rallo, J. R. (enero de 2015) sostiene que los bajos tipos de interés no tienen porque generar un nuevo ciclo expansivo a través del acceso fácil al crédito. Si las empresas y las familias ya se encuentran altamente endeudadas, por mucho que se reduzcan los tipos de interés es muy difícil pensar que éstas quieran endeudarse más. Como bien dice este autor: *“se puede llevar el caballo al río (facilitar el endeudamiento), pero no se le puede obligar a beber”*. En otras palabras, lo que Rallo quiere decir es que deuda más barata a menudo no significa mayor endeudamiento, ya que esto depende también de otros factores. Cuando los BC reducen los tipos de interés están actuado sobre la oferta de crédito, pero ciertamente puede ocurrir que el problema esté en la curva de demanda y que ni empresas, ni familias quieran aumentar su endeudamiento porque primero deban hacer frente a los compromisos que ya tienen firmados (Rallo, J. R., febrero de 2011, Rallo, J. R., junio de 2014).

No obstante, si recuperamos el argumento anterior que da Garnier, N. (2014), el hecho de que el BC reduzca los tipos de interés puede suponer para familias y empresas una oportunidad para reemplazar su deuda vieja por deuda nueva a un tipo más bajo. Esto sería la cara a una moneda, la cara opuesta la constituiría el menor rendimiento que se obtiene por los activos financieros al reducirse los tipos de interés. En este sentido, siguiendo la línea que da Rallo en su artículo de enero de 2015, podría ocurrir que la reducción de los tipos de interés ralentice el ritmo de recuperación económico, debido a que unos bajos tipos de interés disminuirían unos ingresos financieros que tanto familias y empresas podrían utilizar para pagar deudas anteriores.

En definitiva, tal y como mantiene este autor, es cierto que los QE facilitan el hecho de sustituir deuda anterior por deuda nueva a un menor tipo de interés, pero también propicia un contexto de alto endeudamiento y de activos financieros sobrevalorados, lo cual perjudicaría el reajuste económico de la economía vía un mayor ahorro, reduciendo el endeudamiento y aumentando la inversión en proyectos más seguros, lo que los Austríacos denominan

crecimiento sano de la economía. De manera que según este representante de la Escuela Austríaca, a la recuperación económica se puede llegar por dos caminos; bien aumentando el endeudamiento o bien aumentando el ahorro. Ahora bien, a la hora de elegir un camino u otro, hay que tener bien claro las implicaciones futuras que ello conlleva.

2.3. Ni la Inflación:

El IPC es el instrumento habitual para medir el nivel general de precios en una economía. El problema de este indicador es que a menudo es adaptado por las autoridades monetarias según sus intereses, para reflejar la realidad que les conviene. De hecho, el argumento de los inflacionistas de que están bajando los tipos de interés para hacer frente a un hipotético proceso de deflación en el que Europa está inmersa, tiene trampa. En realidad como bien explica Lacalle, D. (2014), no hay deflación sino que hay desinflación por el exceso de capacidad creado en la época de la burbuja y afirma que lo que se esconde detrás de los datos publicados por el IPC, no es más que un truco para justificar las medidas adoptadas por los inflacionistas.

Según este indicador en marzo de 2014 la inflación en Europa no superó el 0,5% acercándonos más al temible fantasma de la deflación, hecho que aprovecharon los inflacionistas para reivindicar la idoneidad de sus políticas y dar otro cheque en blanco a los bancos con la premisa de que así el crédito volvería a fluir. Sin embargo, tras este indicador se esconde una trampa. Como bien explica Lacalle, el IPC dispone que por ejemplo, en marzo de 2014 efectivamente los precios en los equipos informáticos han caído un 14%, en telefonía se han reducido un 12% y en joyería también han bajado un 12%. Pero si se observa los precios de la fruta, pescado, leche, legumbres, queso, gas, electricidad, colegios, seguros y agua, se observa que se ha producido un crecimiento medio en los precios de estos bienes esenciales en un 3,1%. Por lo tanto, según Lacalle no estamos en deflación y no es necesario subir más los precios porque es la baja inflación lo que nos está ayudando a salir de la crisis.

Lo mismo ocurre con los activos financieros, su precio está aumentando como consecuencia las políticas expansivas llevadas a cabo por los BC. Sin embargo, los precios de los activos financieros no se tienen en cuenta en los

índices oficiales que miden la inflación ya que mostrarían una realidad diferente. De hecho según López-Zafra, J. M. (2014), si calculásemos el IPC utilizando la metodología de los años ochenta, mostraría que la tasa de inflación anual se sitúa en niveles cercanos al 10%.

2.4. Ni el Crecimiento:

Para los economistas Austríacos el crecimiento a largo plazo depende del ahorro, o dicho de otra forma de los factores productivos disponibles para fabricar bienes de capital. Cuando el BC reduce los tipos de interés, sólo está abaratando el endeudamiento y a mayor endeudamiento, mayor crecimiento futuro se requerirá para hacer frente al pago de los intereses de esa deuda, lo cual tenderá a revertir en forma de liquidación de aquellas inversiones que no fuesen rentables desde el primer momento. Por lo tanto, el argumento de que los QE ayudan al crecimiento se cae por su propio peso, a lo que añadiría: *“Ni al crecimiento, ni al empleo”*, ya que desde el QE1 en noviembre de 2008, se han creado en EEUU un millón de puestos de trabajo, pero al mismo tiempo más de 11 millones de Norteamericanos han abandonado el mercado laboral y ya no aparecen en las listas de desempleo.

Leyendo el artículo de Rallo de octubre de 2010, rebajar artificialmente los tipos de interés en momentos de depresión paralizaría el proceso de liquidación de empresas y el reajuste de las malas inversiones, o dicho de otra forma, prolonga de manera innecesaria las crisis económicas. Algunos inflacionistas van más allá y reclaman unos tipos negativos para dar salida a los proyectos empresariales bloqueados por el crac financiero de 2008, lo cual el economista Español califica como un disparate, pues significaría tener que expropiar a los ahorradores para mantener proyectos empresariales inviables. Y aun con todo, como hemos visto, la posibilidad de disponer de deuda más barata no significaría necesariamente mayor endeudamiento, además tipos tan bajos incentivarían aún más la inestabilidad financiera y la toma de riesgo.

Incluso asumiendo que los QE funcionasen en la medida que sus propulsores querían, es decir, si los bajos tipos de interés provocasen que las familias adquiriesen una segunda vivienda y las empresas financiaran nuevos proyectos productivos más arriesgados. Se produciría, sí, un aumento del

consumo, de la producción y de la inversión, que provocaría un crecimiento porcentual del PIB, indicador que nos haría creer en un primer momento que efectivamente se está consiguiendo salir de la crisis, aunque sólo teóricamente, pues metodológicamente a la vez que se produce este calentón de la economía a corto plazo se estaría produciendo un aumento del endeudamiento y del riesgo, la combinación explosiva que precisamente los propios inflacionistas utilizaron para explicar el origen de la *“La Gran Recesión”*.

Además, si tal previsión fuese cierta, el incremento de los créditos a tipos más bajos, crearía una clara desventaja competitiva para aquellas empresas y familias que supieron gestionar razonablemente sus recursos antes y durante la crisis. Ya que en palabras de Rallo, J. R. (enero de 2015), aquellos proyectos empresariales que consiguieron financiarse cuando los estándares del riesgo eran mucho más estrictos, se verán que tienen que pagar por el crédito recibido un interés mucho mayor que otro empresario que ha conseguido, gracias a los QE, financiación más barata para un proyecto con un mayor riesgo. De manera que aquí se produce una clara situación de desventaja competitiva que rompe con la regla de a mayor riesgo, mayor rentabilidad. Por lo tanto, se financian mejor los proyectos empresariales más inseguros que seguros, lo que daría como resultado una mala asignación de los recursos económicos como ocurrió antes de la crisis que gracias al aumento de la deuda, los recursos se concentraron en actividades que generaban muy poco valor añadido, como lo son las viviendas.

Actualmente, la demanda de crédito solvente en España es muy pequeña y como consecuencia de ello los bancos conceden pocos créditos. De manera que lo que se está haciendo con los QE es presionar a los bancos para que eleven sus estándares de riesgo y desbloqueen el mercado de crédito, lo cual desde mi punto de vista es una incoherencia que sean los impulsores de estas medidas, los mismos que al inicio de la crisis se echaban las manos a la cabeza diciendo que la desregulación sufrida en el sector financiero había provocado la burbuja inmobiliaria porque se había permitido a los bancos prestar demasiado y a demasiada gente insolvente (Rallo, J. R., junio de 2014).

De manera que la impresión indiscriminada de dinero instrumentada a través de los programas de QE nos conducen directos al pinchazo de una

nueva burbuja (España, A., 2013). Esto por muy descabellado que parezca, no es tan raro y de hecho no es la primera vez que ocurre. Como bien explica Antonio España (2013) los adoradores del PIB han aplaudido estas políticas para continuar expandiendo la burbuja de los QE y salir de esta forma del estallido de la burbuja inmobiliaria, de la misma manera que en 2002 Paul Krugman⁴⁵ le recomendó a Alan Greenspan⁴⁶ salir del estallido de la burbuja de las “*Punto-com*” creando una burbuja inmobiliaria. Y es que como comenta Antonio España los periodos de auge y depresión económica son siempre de naturaleza monetaria. Los periodos de auge que no se apoyan en el ahorro y la inversión, sino en la creación de burbujas, siempre están relacionados con la relajación de la PM.

En cambio, Paul Krugman defiende que hace falta más demanda, que el ahorro privado no consigue la rentabilidad necesaria para financiar la inversión privada que es la clave para crecer y según este autor las empresas han pasado a ser prestatarias netas a prestamistas netas. De manera que para los intervencionistas la solución extrema es que el BC cree dinero comprando deuda pública a perpetuidad o sin tipo de interés. Para la mayoría del pensamiento económico sin consumo no hay economía, el ahorro es secundario y el poder adquisitivo es básico. Como recoge Guillermo de la Dehesa⁴⁷, para Lawrence Summers⁴⁸ en los próximos años tendremos que elegir entre crecimiento económico mínimo o una economía de burbujas.

2.5. Ni la Inversión:

Los tipos de interés ya estaban bajos cuando se aplicaron los QE, ya que tras el shock financiero de 2008 mucha gente renunció a controlar bienes presentes. Como explica Rallo, J. R. (2010) cuando una empresa quiebra o una familia vende su vivienda está mandando una señal al mercado de que

⁴⁵ Distinguido economista Americano de influencia Keynesiana, Premio Nobel de Economía en 2008 por su Nueva Teoría del Comercio, profesor en la Universidad de Nueva York y columnista en The New York Times, entre otras menciones. Véase <http://www.krugmanonline.com> para más detalles.

⁴⁶ Predecesor de Ben Bernanke como jefe de la Reserva Federal.

⁴⁷ Véase De la Dehesa, G. (2015).

⁴⁸ Presidente emérito de la Harvard Kennedy School. Véase <https://www.hks.harvard.edu/about/faculty-staff-directory/lawrence-summers> para más detalles.

renuncia a controlar esos bienes y por lo tanto el valor de los mismos cae, reduciéndose así los tipos de interés. Los tipos de interés volverán a subir en el futuro cuando la situación económica mejore y los empresarios quieran volver a invertir. El llevar a cabo artimañas inflacionistas para mantenerlos bajos podría significar entrar en un estancamiento secular como en el que entró Japón hace veinte años y en el que aún sigue sumido, eso sí, disfrutando al mismo tiempo de los tipos de interés mas bajos de su historia.

Para los Austríacos, carece de sentido pretender salir de la crisis mediante una inflación que diluya el valor de nuestras deudas, lo cual es cierto que se reduciría de esta forma la carga de la deuda, pero se perpetuarían al mismo tiempo los problemas de locación ineficiente de recursos en empresas sobreendeudadas que no generan valor añadido. Además mantienen que a diferencia de lo que pensaba Keynes, el rendimiento de las inversiones no depende de la acumulación de capital sino de la preferencia temporal de los bienes presentes sobre los bienes futuros. De ser como decía el economista inglés habríamos asistido a una caída sostenida de la tasa de ganancias desde los albores de la Revolución Industrial (Rallo, J. R., octubre de 2010).

En otras palabras, Rallo se refiere a que la recuperación no pasa por gastar mas, sino en producir otros productos para gastar de otra manera, lo cual requiere un intenso desapalancamiento y un profundo proceso de reajuste de la estructura productiva que implique redirigir los recursos a actividades que quedaron desatendidas, consecuencia de esa concentración de capital en el sector de la construcción y que hoy se muestran altamente importantes como lo son las materias primas⁴⁹. En otras palabras, como bien dice Rallo, J. R. (febrero de 2011), para poder crecer en el futuro, ahora toca reducir el endeudamiento y dirigir los recursos hacia las actividades de investigación, sistemas de producción y ahorro de materias primas. Mientras se mantengan políticas expansivas del tipo de los QE, lo único que se conseguirá será retrasar el ineludible proceso de reajuste y con ello paradójicamente, lo que pretenden impulsar; la inversión.

⁴⁹ Por ejemplo, este proceso se puede observar en la revolución del Shale gas que ha aportado un crecimiento al PIB Norteamericano de entre un 0,4% y 1,2% anual (Garnier, N., 2014).

2.6. Ni la Necesidad de exportar:

Los BC al instrumentar un programa de relajación cuantitativa provocaría que ellos mismos perdiesen margen de maniobra a la hora de gestionar su moneda, tal y como reconocía el ex-jefe de la Fed. Esto es debido a que el valor de una divisa viene dado en función de su demanda y oferta en los correspondientes mercados monetarios. Al hacer uso de los QE, el BC no sólo no está incrementando artificialmente la oferta de esa moneda, sino que además está neutralizando los instrumentos tradicionales con los que cuenta el BC para administrar la provisión de financiación en el sistema financiero, o como bien comenta Rallo, J. R. (enero de 2015): *“sacar la pasta de dientes del tubo es muy fácil, pero volverla a meter, puede ser muy complicado”*.

La teoría Austríaca también defiende que depreciar la moneda no significa necesariamente ser más competitivos, en concreto, la depreciación del Euro no beneficia a Europa. Como bien explica el economista Daniel Lacalle (2014), Europa se encuentra en una situación actualmente donde el Euro no está caro, debido a que no exportamos bienes que necesitemos que sean más baratos para poder competir con China o La India. A esto se suma el hecho de que el 78% de las transacciones de euros globales se quedan en la Eurozona. Además como afirma Lacalle, Europa al ser una economía importadora neta, si devaluamos nuestra moneda estaríamos cavando nuestra propia tumba, ya que esto provocaría una enorme subida del precio de lo que compramos. Como les ha pasado a los Japoneses que devaluaron su moneda para exportar más, pero en cambio el precio de sus importaciones se ha disparado y el deficit de su balanza comercial ha alcanzado máximos históricos.

Conclusiones

Los Quantitative Easings son una medida extraordinaria de política monetaria, algo temporal y circunstancial según sus impulsores, que consisten en inyectar liquidez en el sistema a cambio de activos bancarios. Nacen como respuesta anti-crisis al “*shock*” financiero sufrido en 2008, el cual se originó tras el pinchazo de la burbuja crediticia alentada por un sistema bancario privilegiado en cuya cúspide se encontraban y continúan estando los bancos centrales.

Hoy en día, los Quantitative Easings están en fase experimental y sus efectos no están para nada claros. Por ello decimos que lo que los bancos centrales están poniendo en marcha se trata de una obra de “*Ingeniería Social*” y ciertamente no se sabe si el remedio resultará peor que la enfermedad. En medio de toda esta incertidumbre, se sabe que históricamente los procesos de aumento de la masa monetaria no han hecho sino que empobrecer a quienes pretendían ayudar y enriquecer a quienes pretendían castigar. Parece que los programas de relajación cuantitativa llevan el mismo camino que los “*assignats*” revolucionarios, pues no han generado empleo, no han contenido la inflación y no han ayudado a las familias que han visto disminuida su renta.

Por otra parte, lo que sí está claro es que con la crisis se han dejado de lado los prejuicios ideológicos, pues el republicano y supuestamente neoliberal Ben Bernanke ha sido quien ha puesto en marcha las políticas más intervencionistas que se han visto desde el crac del 29, llegándose a transformar quien comenzase con George Bush, en el brazo ejecutor de la política de Obama.

Como conclusión objetiva al trabajo podemos decir que teóricamente, los Quantitative Easings pueden funcionar en caso de que en verdad sea cierto eso de que el dinero es neutral a largo plazo. Actualmente, los bancos centrales y la sabiduría económica “*convencional*” asumen axiomas macroeconómicos en los cuales se consideran que las fluctuaciones monetarias no tienen ningún efecto sobre las variables económicas a largo plazo. Asumen implícitamente que el lado real de la economía está siempre en una clase de equilibrio a largo plazo, en la que el dinero influencia solo a los precios o ingresos nominales y no a la composición de la producción real. Es decir, estos modelos macroeconómicos que utilizan los bancos centrales a la

hora de instrumentar sus políticas asumen que los mercados son eficientes y que las crisis económicas se tratarían de periodos en los que el ciclo se separa transitoriamente de su posición de equilibrio a largo plazo.

De manera que al ser los mercados eficientes, finalmente éstos tienden a retomar siempre su tendencia natural de equilibrio a largo plazo, proceso en el que puede jugar un papel fundamental como acelerador, la política económica y en especial la política monetaria. Que los mercados sean eficientes, quiere decir que se asume que los agentes económicos son racionales y que en la media de sus decisiones aciertan, lo cual significaría que si los mercados son eficientes, éstos valoran correctamente los activos, igualándose así el precio del activo con su valor.

Es por ello, por lo que los bancos centrales y las autoridades económicas se ven legitimados para sacar fuera de sus axiomas macroeconómicos a los mercados financieros, lo que significa que los modelos estocásticos que utilizan para instrumentar sus políticas se forman sin tener en cuenta estos mercados, a los cuales consideran fuera del lado real de la economía. Para estos economistas son otras razones las que explican los ciclos, como el crecimiento de la población o los shock tecnológicos, por ejemplo, los nuevos descubrimientos que alteran la productividad de los factores de producción.

A lo largo de estos ciclos se pueden observar fluctuaciones en las principales variables económicas como la renta, el empleo, los salarios reales, la productividad, etc. Fluctuaciones que teóricamente pueden corregirse mediante medidas de política económica, especialmente de tipo monetario. Para la corriente mayoritaria los ciclos económicos son inevitables, pues son el resultado del cambio cíclico en la eficiencia marginal del capital, pero mediante ciertas medidas, como el incremento del gasto público, se pueden suavizar y aminorar sus costes económicos en el conjunto de la población. Es decir, consideran la política económica determinante tanto en el origen de la fluctuación como en su estabilización.

De hecho, en las últimas décadas, se había llegado a experimentar una reducida volatilidad de las variables macroeconómicas, lo cual trasladó a los principales representantes de esta corriente a tal estado de euforia, que les llevo a decir sandeces del tipo de que se estaba entrando en lo que ellos

mismos denominaron; *“La Gran Moderación”*. Disponían que gracias a las políticas fiscales y monetarias instrumentadas por los bancos centrales y los gobiernos, las crisis a gran escala mundial como la del 29 eran cosa del pasado. Sí admitían por otro lado, que pequeños desajustes geográficos eran admisibles como consecuencia lógica de los ciclos, pero que al mismo tiempo era posible por medio de la política económica y monetaria suavizar su transición.

Tiene gracia que dijeran esto justo cuando se estaba gestando delante de sus propias narices la mayor crisis crediticia de la historia. Claro, pero al mismo tiempo cabe pensar, cómo estos modelos empleados que no tenían en cuenta el lado financiero de la economía iban a prever la que se nos venía encima. Pues bien, esto, además de mostrar en primer lugar que el modelo utilizado era erróneo, el que *“nadie veía venir una crisis como la del 2008”*, por cierto, la mayor crisis financiera desde el crac del 29, es uno de los principales mitos que utilizan los intervencionistas para no admitir que su modelo no era el correcto, ya que la escuela Austríaca venía advirtiéndolo desde hace tiempo⁵⁰.

Como bien decía Milton Friedman, la relevancia de un modelo económico viene dada en función de su capacidad para explicar, ya no de predecir, sino de explicar lo que ocurre en la economía. Y es que desde 2007, el modelo utilizado por los bancos centrales se ha descubierto como un modelo económico que ni explica, ni predice y actualmente ni siquiera coinciden en las explicaciones a la crisis.

En definitiva, teóricamente los Quantitative Easings podrían funcionar asumiendo que el modelo que utilizan las autoridades es correcto, lo cual como ha venido demostrando la crisis financiera de 2008, es algo no está tan claro. De manera que los bancos centrales están actualmente implementando medidas sin tener completamente seguro cuales son sus consecuencias. Podríamos entonces decir que los bancos centrales están llevando a cabo un *“experimento social”* en lugar de una política monetaria o que tendremos que conformarnos con seguir navegando *“a simple vista”*.

Sin embargo, metodológicamente los QE es otra historia. Lo visto hasta ahora pone de manifiesto que las autoridades monetarias no pueden solucionar

⁵⁰ Por ejemplo, el prefacio a la tercera edición Española de *Dinero, Crédito Bancario y Ciclos Económicos* del profesor Huerta de Soto, fechado en agosto de 2005.

la crisis por sí solas. En cambio, sí es posible que la actuación de los bancos centrales por medio de estas inyecciones de liquidez, nos permitan ganar tiempo para que los gobiernos, empresas y familias tomen las medidas de ajuste y lleven a cabo las reformas estructurales necesarias para retomar el rumbo del crecimiento sano de la economía.

Hay que tener claro que no todas las crisis tienen el mismo origen y por consiguiente, no se deben aplicar las mismas políticas para todas ellas. Cada crisis, según su naturaleza requiere una política u otra. No por el hecho de que se entre en una recesión necesariamente se tenga que aplicar una política económica expansiva aumentando el gasto público, por ejemplo.

La actual crisis económica deviene del sobreendeudamiento de familias, empresas y sector público, lo que el BIS⁵¹ denomina una crisis de balance, y por consiguiente las políticas a aplicar no deben ser las mismas que para superar una recesión provocada por una caída de la demanda. En cambio, La mayoría de bancos centrales han entendido que estábamos ante una crisis de demanda, otros incluso de confianza y otros de liquidez.

Aun así, como he dicho, aunque ni ellos mismos se pongan de acuerdo en las explicaciones, su denominador común han sido las políticas aplicadas: había que estimular la demanda y la confianza de los consumidores como fuera. Para ello instrumentaron inyecciones de liquidez que tranquilizaran a los mercados y a los consumidores, junto con una batería de políticas fiscales expansivas que dieron el empujón definitivo a la economía para que ésta marchase, de una vez por todas, a velocidad de crucero.

Basta recordar el nefasto “*Plan E*” que malgastó más de 12.000 millones de euros para que la gente volviese a consumir y se endeudara, y así los stocks de la construcción acumulados durante la crisis tuvieran salida. Por ello se ha instaurado como discurso oficial que para que una economía salga de la crisis el crédito debe volver a fluir y la gente consumir, sin embargo para obtener crédito “*hoy*” debe existir la expectativa razonable de que el crédito podrá reintegrarse con los intereses. Y es que parece, que para los intervencionistas la economía no requiere reajustarse, sino que ésta sólo

⁵¹ BIS son las siglas en inglés de *Bank for International Settlements*.

funciona a base de “empujones”. Habrá que tener cuidado entonces no estemos “empujando” a la economía hacia un precipicio.

Las políticas de los bancos centrales pueden bajar los tipos de interés, hacer subir el precio de las acciones y lograr una bajada del coste del endeudamiento de familias, empresas y sector público. En todo caso se tratará de algo temporal que no solucionan los problemas estructurales de fondo, sí vale para tomar aire, pero de nada sirve respirar cuando te estas ahogando, si no nadas hacia la orilla al mismo tiempo.

De la misma forma que no sirve de nada instrumentar estas políticas, si no se acometen las reformas estructurales necesarias, ya que los balances de los bancos centrales no pueden crecer de forma permanente, antes o después será necesario afrontar el reajuste, reconociendo pérdidas y recapitalizando. Sin reajuste, esto me recuerda mucho a las estafas piramidales cuya supervivencia depende de seguir creciendo hasta el infinito. Por lo tanto, si no se acometen esas reformas lo que se está haciendo con estas políticas es prolongar la agonía hasta que finalmente nos ahogemos.

Para salvarnos de este ahogamiento debemos nadar hacia la orilla y para ello en ocasiones requiere volver hacia atrás en el camino andado, en este caso nadado. Es decir, para crecer primero hay que ahorrar y para ahorrar, en ocasiones es necesario reducir nuestra inversión agregada para reorganizar nuestra estructura productiva y los balances privados. En este contexto, los periodos de bajos tipos de interés coinciden con periodos de reajuste en los que la gente renuncia a mantener ciertos bienes, por ejemplo, una familia que vende su vivienda o una empresa que vende su almacén. Sin embargo, el hecho de mantener artificialmente bajos los tipos de interés ralentiza y perjudica a ese proceso de reajuste.

Reducir artificialmente los tipos de interés ralentiza la salida de la crisis porque llegado el momento de vencimiento de las deudas hay dos caminos: incumplirlas y liquidar la empresa, o bien refinanciarlas. La segunda es la táctica de huir hacia delante que en ocasiones funciona si el proyecto es viable. Sin embargo, reducir artificialmente los tipos de interés estimula el crecimiento insano de la economía, ya que podríamos ir endeudándonos a corto plazo para pagar la deuda de largo plazo, incluso si el proyecto no fuera viable. El

problema es que las distorsiones y problemas estructurales de las empresas, como estos proyectos inviables, también se van acumulando hasta el punto de que los tipos de interés ya no se pueden bajar más y ya no se logra estimular más el endeudamiento, en ese momento la liquidación de empresas deviene inevitable con la diferencia de que el reajuste ahora tendrá que ser mucho más profundo que si se hubiera realizado inicialmente.

Actualmente, la economía requiere reajustarse y un claro ejemplo de ello es la economía española que necesita reducir su sector de la construcción e incrementar la inversión en la investigación de nuevos métodos para ahorrar en materias primas y producir y almacenar energía. Se deben bajar los impuestos, reducir el gasto público y dar las condiciones para que las empresas inviertan, dado que hasta que no se reorganice la estructura productiva no habrá más proyectos de inversión.

*“I wish to emphasize that in a living and changing world, in a world of action,
there is no room left for a neutral money.
Money is non-neutral or it does not exist”.*
Ludwig von Mises (1990)⁵²

⁵² Véase Ravier, A. O., 2009.

Bibliografía

- Andrés, J., Vallés, J. y Ballabriga, F. (2001): *Política fiscal y estabilidad de precios en la Unión Monetaria*. Banco de España, Boletín Económico, Marzo de 2001. Disponible en: http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/01/Fich/be0103_art2.pdf
- Arroyo Fernández, M. J. (2016): *Política Monetaria*. Expansión. Disponible en: <http://www.expansion.com/diccionario-economico/politica-monetaria.html> (Consultado el 21 de junio de 2016).
- Aspachs, O. (2010): *Uno para todos y... ¿todos para uno?* Informe Mensual La Caixa, Marzo de 2010, Departamento de Economía Europea, p. 24-27. Disponible en: http://www.caixabankresearch.com/documents/10180/192874/201003_esp.pdf/5f6cedf9-7a1c-4ee1-a1a8-8710ce50c538
- Banco Central Europeo (2000): *La Transmisión de la Política Monetaria en la Zona Euro*. Boletín mensual, julio, p. 43-59. Disponible en: <http://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletinMensualBCE/00/Fic/bm0007.pdf>
- Banco Central Europeo (2004): *La Política Monetaria del BCE*. Disponible en: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/monetarypolicy2004es.pdf?2b5e5164890b51507ac6262355755f2>
- Barba, J. C. (2014): *¿Quién crea Realmente el Dinero?* El Confidencial, Opinión. Disponible en: http://blogs.elconfidencial.com/economia/grafico-de-la-semana/2014-03-21/quien-crea-realmente-el-dinero_104943/ (Consultado el 6 de julio de 2016).
- BBC Mundo (2016): *¿Qué es el Brexit y cómo puede afectar a Reino Unido y a la Unión Europea?* BBC, Redacción. Disponible en: <http://www.bbc.com/mundo/noticias-internacional-36484790> (Consultado el 3 de julio de 2016).

Bernanke, B. (1995): *Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission*. Journal of Economics Perspectives, volumen 9, p. 27-48. Disponible en: http://web.calstatela.edu/faculty/rcastil/ECON_435/Bernanke.pdf

Bernanke (2009): *The Crisis and The Policy Response*. Board of Governors of the Federal Reserve System, Speech, Chairman Ben S. Bernanke, London School of Economics, London, England, January 13, 2009. Disponible en: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090113a.htm> (Consultado el 1 de julio de 2016).

Biography.com Editors (2013): *Ben Bernanke Biography*. The Biography.com, The Economist. Disponible en: <http://www.biography.com/people/ben-bernanke-39371> (Consultado el 3 de julio de 2016).

BNP PARIBAS (2016): *Helicopter Money*. Disponible en: <http://economic-research.bnpparibas.com/Views/DisplayPublication.aspx?type=document&IdPdf=28754>

Calvo, P. (2014): *Las “manos visibles”: las preocupaciones de los 10 mayores bancos centrales del mundo*. El Confidencial, Bancos Centrales. Disponible en: http://www.elconfidencial.com/mercados/2014-02-22/las-manos-visibles-las-preocupaciones-de-los-10-mayores-bancos-centrales-del-mundo_88221/ (Cinsultado el 9 de julio de 2016).

De la Dehesa, G. (2015): *¿Estancamiento Secular en el Siglo XXI?* Economía, El País, Opinión. Disponible en: http://economia.elpais.com/economia/2014/12/30/actualidad/1419952480_075822.html (consultado el 15 de julio de 2016).

Díaz Roldán, C. (2007): *La Política Monetaria en España: Evolución Reciente e Implicaciones Macroeconómicas*. Información Comercial Española, Política Económica en España, julio-agosto 2007, No 837. Disponible en: http://www.revistasice.com/CachePDF/ICE_837_31-55_8345A8B0B15D57E0F6D2086FE1C0AF7F.pdf.

El Confidencial (2016): *Viernes negro: Wall Street sufre intensamente pero no se descomponen*. El Confidencial, Mercados, 24 de junio de 2016. Disponible en: http://www.elconfidencial.com/mercados/2016-06-24/directo-brex-it-libra-bolsas-desplome-mercados-panico-viernes-negro_1222288/ (Consultado el 1 de julio de 2016).

España, A. (2013): *QE: La Madre de Todas las Burbujas*. El Confidencial, Opinión, Reserva Federal. Disponible en: http://blogs.elconfidencial.com/economia/monetae-mutatione/2013-09-25/qe-n-la-madre-de-todas-las-burbujas_32103/ (Consultado el 16 de junio de 2016).

Esteve García, V. y Prats Alentosa, M. A. (2007): *El Mecanismo de Transmisión de la Política Monetaria en la Economía Española y en el Conjunto de la UEM*. Información Comercial Española, Política Económica en España, julio-agosto 2007, No 837. Disponible en: http://www.revistasice.com/CachePDF/ICE_837_31-55_8345A8B0B15D57E0F6D2086FE1C0AF7F.pdf.

Expansión (2016): *El Ibex 35 pierde un 12,3%, la mayor caída de su historia, tras el Brexit*. Expansión, Crónica de Bolsa, 24 de junio de 2016. Disponible en: <http://www.expansion.com/mercados/cronica-bolsa/2016/06/24/576cc78e468aeb11758b4578.html> (Consultado el 1 de julio de 2016).

Fernández, A. y Alonso, A. (2013): *¿Miedo a la QE? ¡Nadie está imprimiendo dinero!*. El Confidencial, Economía, Opinión. Disponible en: http://blogs.elconfidencial.com/economia/el-analisis-de-sintetia/2013-06-06/miedo-a-la-ge-nadie-esta-imprimiendo-dinero_598212/ (Consultado el 8 de junio de 2016).

Fernández, E. (2010): *Política Monetaria: Operación Retorno*. Informe Mensual La Caixa, Marzo de 2010, Departamento de Estudios Internacionales, p. 10-12. Disponible en: http://www.caixabankresearch.com/documents/10180/192874/201003_esp.pdf/5f6cedf9-7a1c-4ee1-a1a8-8710ce50c538

Fort, M. (2014): *¿Qué es el Quantitative Easing?* La Vanguardia, Economía. Disponible en: <http://www.lavanguardia.com/economia/20141203/54420475021/quantitative-easing.html> (Consultado el 22 de junio de 2016).

García Sáez, E. (2014): *Quantitative Easing - La expansión monetaria en EEUU a día de hoy*. InBestia, Blogs, Economía. Disponible en: <http://inbestia.com/analisis/quantitative-easing-la-expansion-monetaria-en-eeuu-a-dia-de-hoy> (Consultado el 8 de julio de 2016).

Garnier, N. (2014): *Bancos centrales: ¿imprimen dinero? ¿Ayudan al crecimiento?* InBestia, Blogs, Economía. Disponible en: <http://inbestia.com/analisis/bancos-centrales-imprimen-dinero-ayudan-al-crecimiento> (Consultado el 8 de julio de 2016).

Hernández Rubio, C. (2016): *El Mercado Interbancario*. Expansión. Disponible en: <http://www.expansion.com/diccionario-economico/mercado-interbancario.html> (Consultado el 4 de julio de 2016).

Hernando, I. y Martínez-Pagés, J. (2001): *¿Existe un Canal del Crédito Bancario en la Transmisión de la Política Monetaria en España?* Boletín Económico, Banco de España, diciembre, p. 37-44. Disponible en: http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/01/Fich/be0112_art3.pdf

Herrarte Sánchez, A. (2007): *La Oferta Monetaria y La Política Monetaria*. Apuntes Introducción a la Economía II, Universidad Autónoma de Madrid. Disponible en: https://www.uam.es/personal_pdi/economicas/ainhoae/pdf/politica_monetaria.pdf

Informe mensual la Caixa (diciembre de 2005): *Política Monetaria: ¿un Traje a Medida?* Departamento de Economía Internacional, p. 36-38. Disponible en: http://www.caixabankresearch.com/documents/10180/333248/200512_esp.pdf/19f0c706-f950-4064-886f-8308c2742745

Informe mensual la Caixa (marzo de 2010): *Política Fiscal y Política Monetaria: una Relación que se Complica*. Departamento de Economía Internacional, Servicio de Estudios La Caixa, p. 66-67. Disponible en: http://www.caixabankresearch.com/documents/10180/192874/201003_esp.pdf/5f6cedf9-7a1c-4ee1-a1a8-8710ce50c538

Iturrioz del Campo, J. (2016): *Tasa Interna de Retorno o Rentabilidad*. Expansión. Disponible en: <http://www.expansion.com/diccionario-economico/tasa-interna-de-retorno-o-rentabilidad-tir.html> (Consultado el 20 de junio de 2016).

Lacalle, D. (2014): *El Estimulo Innecesario y Peligroso del BCE*. El Confidencial, Opinión, Eurozona. Disponible en: http://blogs.elconfidencial.com/mercados/lleeno-de-energia/2014-04-26/el-estimulo-innecesario-y-peligroso-del-banco-central-europeo_121496/ (Consultado el 16 de junio de 2016).

López-Zafra, J. M. (2014): *Desmontando a Bernanke*. El Confidencial, Opinión. Disponible en: http://blogs.elconfidencial.com/economia/big-data/2014-02-11/desmontando-a-bernanke_87677/ (Consultado el 15 de julio de 2016).

Mars, A. y De Barrón, I. (2016): *El BCE y el Banco de Inglaterra salen al rescate del sistema financiero*. El País, Economía, 24 de junio de 2016. Disponible en: http://economia.elpais.com/economia/2016/06/24/actualidad/1466757468_377255.html (Consultado el 1 de julio de 2016).

Mascaró, T. (2012): *La Reserva Federal de EEUU gana más dinero que Apple y Exxon juntos*. Libre Mercado. Disponible en: <http://www.libremercado.com/2012-04-04/la-reserva-federal-de-eeuu-gana-mas-dinero-que-apple-y-exxon-juntos-1276454697/> (Consultado el 5 de julio de 2016).

Mochón, F. (2009): *Economía, Teoría y Política*. (6a impr. ed.), McGrawHill, Madrid.

Moreno, M. A. (2010): *¿Qué son los Credit Default Swaps?* El Blog Salmón. Disponible en: <http://www.elblogsalmon.com/conceptos-de-economia/que-son-los-credit-default-swaps> (Consultado el 5 de julio de 2016).

Noguer, M. (2010): *¿Una Política Monetaria Demasiado Laxa, Durante Demasiado Tiempo?* Informe Mensual La Caixa, Marzo de 2010, Departamento de Economía Internacional, p. 44-46. Disponible en: http://www.caixabankresearch.com/documents/10180/192874/201003_esp.pdf/5f6cedf9-7a1c-4ee1-a1a8-8710ce50c538

Novales, A. (2010): *Política Monetaria Antes y Después de la Crisis Financiera*. Departamento de Economía Cuantitativa, Universidad Complutense, Madrid. Disponible en: <https://www.ucm.es/data/cont/docs/518-2013-11-15-Crisis.pdf>

Pérez, R. (2013): *¿Se acuerdan del “Plan E”? 12.000 millones hechos trizas*. ABC, Madrid, Mayo de 2013. Disponible en: <http://www.abc.es/espana/20130519/abci-acuerdan-plan-millones-euros-201305181953.html> (Consultado 3 julio de 2016).

Rallo, J. R. (octubre de 2010): *El Disparate de la Trampa de Liquidez*. ElCato.org, Expertos. Disponible en: <http://www.elcato.org/el-disparate-de-la-trampa-de-liquidez> (Consultado el 11 de julio de 2016).

Rallo, J. R. (marzo de 2010): *La Depresión de los Bajos Tipos de Interés*. Libertad Digital, Opinión. Disponible en: <http://www.libertaddigital.com/opinion/juan-ramon-rallo/la-depresion-de-los-bajos-tipos-de-interes-53600/> (Consultado el 23 de junio de 2016).

Rallo, J. R. (mayo de 2010): *El Sistema Financiero no es Libre*. Libertad Digital, Economía. Disponible en: <http://www.libertaddigital.com/opinion/ideas/el-sistema-financiero-no-es-libre-1276237826.html> (Consultado el 6 de julio de 2016).

Rallo, J. R. (febrero de 2011): *Los Errores de la Política Monetaria Expansiva*. Disponible en: <http://juanramonrallo.com/2011/02/los-errores-de-la-politica-monetaria-expansiva/> (Consultado el 11 de julio de 2016)

Rallo, J. R. (abril de 2011): *¿Qué son los Tipos de Interés?* Libre Mercado. Disponible en: <http://www.libremercado.com/2011-04-08/juan-ramon-rallo-que-son-los-tipos-de-interes-59200/> (Consultado el 18 de junio de 2016).

Rallo, J. R. (agosto de 2011): *¿Cómo crean Dinero los Bancos?* Disponible en: juanramonrallo.com/2011/08/¿como-crean-dinero-los-bancos/ (Consultado el 28 de junio de 2016).

Rallo, J. R. (agosto de 2012): *¿En qué Consiste la Expansión Artificial del Crédito?* Disponible en: <http://juanramonrallo.com/2012/08/en-que-consiste-la-expansion-artificial-del-credito/> (Consultado el 11 de julio de 2016).

Rallo, J. R. (2012): *Una Alternativa Liberal para Salir de la Crisis: más Mercado y menos Estado*. Desuso, Grupo Planeta, Barcelona.

Rallo, J. R. (junio de 2014): *Mr. Draghi: Es la Demanda de Crédito, no la Oferta*. Disponible en: <http://juanramonrallo.com/2014/06/mr-draghi-es-la-demanda-de-credito-no-la-oferta/> (Consultado el 10 de julio de 2016).

Rallo, J. R. (enero de 2015). *¿Qué es y que efectos tiene un Quantitative Easing?* Disponible en: <http://juanramonrallo.com/2015/01/que-es-y-que-efectos-tiene-un-quantitative-easing/> (Consultado el 9 de junio de 2016).

Ravier, A. O. (2009): *La no Neutralidad del Dinero en el Largo Plazo. Un Debate entre Chicago y Viena*. Cuadernos de Economía, 29(52). Disponible en: <http://www.revistas.unal.edu.co/index.php/ceconomia/article/view/15693/32062> (Consultado el 17 de junio de 2016).

Rodríguez Braun, C. y Rallo, J. R. (2011): *El Liberalismo no es Pecado: Economía en Cinco Lecciones*. (4a impr. ed.), Desuso, Grupo Planeta, Barcelona.

Storch, M. (2014). *Foward Guidance: esa Oscura Herramienta de Política Monetaria*. Disponible en: <http://www.sintetia.com/foward-guidance-esa-oscura-herramienta-de-politica-monetaria/> (Consultado el 23 de junio de 2016).

Taylor, J. B. (1993): *“Discretion Versus Policy Rules in Practice”*, Carnegie-Rochester Conferences Series on Public Policy, volumen 39, p. 195-214. Disponible en: <http://web.stanford.edu/~johntayl/Papers/Discretion.PDF>

Trías de Bes Mingot, F. (2009). *El hombre que cambió su casa por un tulipán: Qué podemos aprender de la crisis y cómo evitar que vuelva a suceder*. (2a impr. ed.). Madrid: Temas de Hoy.

Uxó González, J. (2016): *La Regla de Taylor*. Expansión. Disponible en: <http://www.expansion.com/diccionario-economico/regla-de-taylor.html> (Consultado el 20 de junio de 2016).

Uxó González, J. (2016): *El Modelo de Demanda Agregada y de Oferta Agregada*. Expansión. Disponible en: <http://www.expansion.com/diccionario-economico/modelo-de-demanda-agregada-y-oferta-agregada.html> (Consultado el 3 de julio de 2016).

Verbo, M. L., D. Badía, D. y Roig, M. (2015): *El BCE comprará 60.000 millones al mes hasta septiembre de 2016*. Expansión, Portada, Invest. Disponible en: <http://www.expansion.com/2015/01/22/mercados/1421930721.html> (Consultado el 8 de julio de 2016).

Viaña, D. (2016): *El Brexit hunde más de un 12% al Ibex en la peor sesión de su historia*. El Mundo, Economía, 24 de junio de 2016. Disponible en: <http://www.elmundo.es/economia/2016/06/24/576ca8c5468aebfb798b4570.html> (Consultado el 1 de julio de 2016).

Metodología

Apartado I: La Oferta Monetaria y el Dinero Bancario

En este apartado seguimos las explicaciones sobre la Oferta Monetaria (OM) que la Profesora Herrarte Sánchez, A. (2007), da en sus Apuntes de Introducción a la Economía II, concretamente en sus páginas 1-5.

La OM es la cantidad de dinero que hay en circulación en una economía, que incluye tanto el dinero líquido o efectivo como el dinero bancario. La OM se mide a partir de los agregados monetarios que son tres:

1. El primero es conocido como la M1 o también llamado OM en sentido estricto, y está formado por el efectivo en circulación más los depósitos a la vista.
2. El segundo agregado monetario es la M2, también llamado OM en sentido amplio, y está formado por el efectivo en circulación, los depósitos a la vista y los depósitos de ahorro.
3. El agregado monetario utilizado en la Unión Monetaria Europea (UME) es la M3, que incluye adicionalmente los depósitos a plazo, así como otros componentes.

El dinero bancario está formado por los distintos depósitos bancarios (a la vista, de ahorro o a plazo = D) que poseen familias y empresas en los bancos comerciales. El dinero bancario no está respaldado íntegramente por líquido, sino tan sólo una parte. Esta parte del dinero bancario que sí existe físicamente es lo que se denomina Reservas Bancarias (RB), que están compuestas por el coeficiente legal de caja y por el efectivo en caja de los bancos. De manera que si todos los agentes económicos al mismo tiempo quisieran transformar en efectivo sus ahorros, no sería posible.

El motivo por el cual el dinero bancario es considerado dinero por los agentes económicos, se fundamenta en la confianza que tienen dichos agentes, en que los depósitos pueden ser convertidos en dinero efectivo en cualquier momento.

Resumiendo, la OM queda definida como: $OM = L_m + D$ (efectivo en manos del público más los depósitos bancarios).

La Base Monetaria (BM) es dinero potencial, es decir, el dinero a partir del cual se genera todo el dinero en la economía, que es la OM. Por lo tanto, la BM

esta constituida por el dinero líquido en circulación, que es el efectivo en manos de los particulares, el disponible en las cajas y cajeros de los bancos y el coeficiente legal de caja.

Resumiendo, la base monetaria sería: $BM = Lm + RB$ (dinero en efectivo más las reservas bancarias).

En otras palabras, la base monetaria es el dinero que existe físicamente en la economía ya sea en manos de los agentes económicos o en forma de reservas en los bancos, y la OM es el dinero total en la economía. A simple vista podemos observar que la OM es mayor que la BM, y si calculamos el cociente OM/BM , obtendremos cuantas veces mayor es la OM respecto de la BM:

$$\frac{OM}{BM} = \frac{Lm + D}{Lm + RB}$$

A continuación dividimos dicho cociente por el total de depósitos de la economía (D):

$$\frac{OM}{BM} = \frac{Lm/D + D/D}{Lm/D + RB/D}$$

Donde Lm/D , supone la proporción de los depósitos bancarios que mantienen los agentes económicos en forma de dinero efectivo. A esta proporción se le denomina coeficiente de efectivo y a partir de ahora lo representaremos por la letra "a". RB/D representa la proporción de los depósitos bancarios que los bancos comerciales mantienen en forma de reservas bancarias (legales y voluntarias). A partir de ahora lo representaremos como "w", y su valor dependerá mayoritariamente del valor del coeficiente legal de caja que dicte el Banco Central.

Resumiendo,

$$OM = BM \frac{a+1}{a+w}$$

Donde $(a+1 / a+w)$ es el multiplicador monetario y representa la capacidad de creación de dinero bancario por parte de los bancos comerciales.

Si el coeficiente de efectivo (a) aumenta, significará que las familias y empresas depositan menos dinero en el banco y mantienen más dinero en efectivo, por lo que al haber menos depósitos en el sistema bancario, los bancos podrán prestar menos dinero, reduciéndose así la capacidad de creación de dinero bancario.

Si el coeficiente de reservas (w) aumenta, significará que los bancos mantienen más dinero en forma de reservas (porque haya aumentado el coeficiente legal de caja o porque decidan mantener más dinero en efectivo en sus cajas), ello implica de nuevo que podrán prestar menos dinero y por tanto se generará menos dinero bancario en la economía, reduciéndose así la OM.

Por el contrario, si " a " o " w " disminuyen, el efecto sobre el multiplicador monetario y sobre la OM será el contrario, es decir, provocarán un incremento de la capacidad de creación de dinero bancario por parte de los bancos comerciales, aumentando así la OM.

Apartado II: La Política Monetaria Convencional

La PM, puede ser expansiva o contractiva. En el primero de los casos, cuando el BC instrumenta este tipo de políticas se produce un aumento de la OM, lo que viene acompañado por un efecto expansivo sobre el nivel de producción y empleo, ya que provoca una disminución de los tipos de interés, lo cual favorece la inversión privada y el gasto. El efecto sería el opuesto en el caso de implementar una PM contractiva. Brevemente, los instrumentos de la PM convencional son (Herrarte Sánchez, A., 2007, p. 5-9):

En primer lugar, las operaciones de mercado abierto, que consisten en la compra o venta de activos financieros por parte del BC a los bancos comerciales. Cuando el BC compra activos financieros a los bancos comerciales, se trataría de una operación de carácter expansivo pues el BC da dinero a cambio de unos activos incrementando así la OM. Este caso es similar a las subastas de deuda pública, en las cuales los Estados venden títulos de deuda pública, reciben dinero prestado que tendrán que devolver con unos intereses. Por otro lado, en el caso contrario de venta de activos financieros por parte del BC, se produce el efecto opuesto; pues el BC retira dinero de la economía al entregar a los bancos unos activos financieros a cambio de liquidez, reduciéndose así la BM y con ello la OM.

El segundo instrumento convencional de PM de que disponen los BC son los tipos de interés de referencia. Por ejemplo, cuando el BC disminuye el tipo de interés de referencia, aumenta la cantidad de dinero prestada a los bancos comerciales (ya que es más barato para los bancos comerciales pedir prestado, es decir, vender un bono y pagar menos intereses al BC por el dinero prestado), aumentando así la BM y consecuentemente la OM. El efecto contrario se produciría en caso de un aumento de los tipos de interés de referencia.

En tercer lugar, los BC dispondrían de la posibilidad de poder variar el coeficiente legal de caja exigido a los bancos comerciales. Este instrumento es el más sencillo de entender, ya que sus efectos son claros. Por ejemplo, en el caso de que el BC dictase un aumento del coeficiente legal de caja, se reduciría la cantidad de dinero en circulación en la economía ya que se está obligando a los bancos a reducir el dinero que tienen disponible para conceder

créditos, así se estaría reduciendo el multiplicador monetario, haciendo así disminuir la capacidad de creación de dinero bancario y en consecuencia la OM.

Y por último, el tipo de cambio es otro de los instrumentos convencionales que los BC tienen a su alcance para influir en el control de la OM.

Anexo

Apartado I: Transacciones Inmobiliarias en España



Tabla 1.
Número Total de Transacciones Inmobiliarias de Viviendas.

	Año 2004 (trimestre)				Año 2005 (trimestre)				Año 2006 (trimestre)				Año 2007 (trimestre)			
	1º	2º	3º	4º	1º	2º	3º	4º	1º	2º	3º	4º	1º	2º	3º	4º
TOTAL NACIONAL	190,442	223,895	201,089	232,964	196,438	241,398	216,333	247,405	233,669	251,649	221,610	248,258	230,755	227,562	186,504	192,050
Andalucía	34,597	40,321	33,921	38,726	33,304	40,656	36,797	41,718	38,813	44,325	41,390	43,529	47,449	45,928	38,213	39,807
Aragón	4,662	6,157	5,884	6,163	5,321	7,314	6,534	6,516	6,437	6,757	4,403	6,561	6,421	6,543	5,085	5,309
Asturias	4,191	5,053	4,154	4,980	4,004	4,755	4,755	5,825	4,903	5,149	5,054	6,075	5,070	5,047	4,925	4,647
Baleares	3,570	4,916	4,345	5,455	3,977	5,853	5,098	5,683	5,489	6,580	6,104	7,841	5,790	6,317	4,802	4,858
Canarias	9,163	10,912	9,452	11,545	9,526	10,678	9,421	11,842	11,175	11,610	10,386	11,252	10,746	11,340	8,866	8,922
Cantabria	2,802	3,385	3,452	3,690	3,457	4,356	3,692	3,989	3,303	4,104	3,351	3,898	3,374	3,804	3,106	3,177
Castilla y León	8,586	10,363	10,467	11,412	9,524	11,296	11,028	12,464	12,268	13,071	12,278	14,035	13,224	12,582	11,452	11,377
Valladolid	1,760	2,245	2,147	2,643	2,140	2,811	2,194	2,456	2,596	2,496	2,418	2,882	2,472	2,445	2,020	2,219
Castilla-La Mancha	7,569	8,213	8,029	9,648	8,162	10,110	10,271	10,996	10,134	10,777	11,042	12,987	10,957	10,504	10,828	12,931
Cataluña	28,444	36,432	32,149	39,345	36,847	44,386	37,212	44,400	42,298	43,948	34,560	39,480	34,393	31,693	22,039	23,317
Comunitat Valenciana	34,113	40,281	36,607	38,775	32,163	40,117	36,497	37,689	36,961	39,997	35,005	37,756	34,860	36,396	28,306	26,211
Extremadura	3,349	4,092	4,067	3,668	3,407	3,837	3,722	4,070	3,839	3,945	4,085	4,135	4,435	4,238	4,256	4,218
Galicia	5,876	7,692	8,921	8,722	7,057	9,076	10,151	9,855	9,428	9,628	9,767	9,758	9,394	9,969	9,932	9,426
Madrid	26,882	28,210	23,830	31,980	24,502	28,442	24,017	30,068	28,427	29,046	23,899	27,097	22,605	20,542	17,364	19,604
Murcia	8,033	8,370	7,912	9,336	7,253	10,508	8,598	9,831	9,687	10,800	8,930	10,480	9,663	10,129	7,458	7,846
Navarra	1,275	1,344	1,423	1,604	1,269	1,416	1,350	2,411	2,320	2,448	2,456	2,546	2,423	2,579	1,770	1,888
País Vasco	4,308	4,906	3,835	4,841	4,236	5,873	4,667	7,201	5,570	6,056	5,849	7,352	7,464	7,005	5,680	6,424
Rioja	2,230	2,385	1,863	2,389	1,936	2,231	2,131	2,236	2,155	2,792	2,566	2,668	1,840	2,349	2,001	1,707
Ceuta y Melilla	792	863	778	685	493	494	392	611	462	616	485	808	647	597	421	381

	Año 2008 (trimestre)				Año 2009 (trimestre)				Año 2010 (trimestre)				Año 2011 (trimestre)			
	1º	2º	3º	4º	1º	2º	3º	4º	1º	2º	3º	4º	1º	2º	3º	4º
TOTAL NACIONAL	159,088	157,008	122,949	125,419	104,703	119,938	107,534	131,544	107,079	153,164	80,550	150,494	74,455	90,756	76,534	107,373

	Año 2012 (trimestre)				Año 2013 (trimestre)				Año 2014 (trimestre)				Año 2015 (trimestre)			
	1º	2º	3º	4º	1º	2º	3º	4º	1º	2º	3º	4º	1º	2º	3º	4º (*)
TOTAL NACIONAL	69,420	84,289	75,313	134,601	54,835	81,472	70,604	93,657	81,516	91,769	80,388	111,948	85,605	107,043	94,035	114,598
Andalucía	14,211	16,308	14,731	25,853	11,156	15,889	14,817	16,910	15,722	18,266	15,698	20,333	16,613	20,873	18,037	21,244
Aragón	2,027	2,231	2,112	4,678	1,447	2,127	1,740	2,287	2,088	2,433	2,218	3,181	2,231	2,809	2,611	3,687
Asturias	1,423	1,632	1,436	2,822	816	1,249	1,091	1,404	1,220	1,432	1,438	1,825	1,334	1,665	1,606	1,918
Baleares	1,715	2,081	2,140	3,523	1,375	2,113	1,991	2,768	2,304	2,548	2,645	3,475	2,650	3,306	3,024	3,902
Canarias	3,719	3,948	3,006	4,614	3,176	4,397	3,196	4,711	4,486	4,495	3,778	5,156	4,433	5,021	4,854	5,336
Cantabria	763	1,048	1,198	1,708	483	821	754	1,075	854	954	943	1,249	917	1,216	1,229	1,301
Castilla y León	3,676	4,225	4,207	7,563	2,246	3,557	3,422	4,504	3,726	4,181	3,995	5,503	3,867	4,918	4,347	5,187
Valladolid	785	1,002	673	1,401	429	716	622	923	777	820	733	1,122	786	1,028	834	982
Castilla-La Mancha	3,391	4,613	3,626	6,452	2,514	3,384	2,832	3,722	3,494	3,641	3,192	4,086	3,215	3,698	3,313	4,065
Cataluña	9,745	11,675	10,579	17,323	8,128	12,580	10,964	12,868	11,837	14,059	11,898	17,154	12,917	16,387	14,334	17,469
Comunitat Valenciana	10,055	13,374	12,091	17,860	8,911	13,780	11,774	13,529	11,792	14,003	11,972	16,222	12,504	16,695	13,928	16,533
Extremadura	1,565	2,071	1,558	2,903	1,088	1,282	1,242	1,542	1,488	1,441	1,342	2,011	1,429	1,548	1,503	1,847
Galicia	2,810	3,467	3,459	6,634	2,183	3,098	2,790	3,806	2,976	3,315	3,372	4,374	3,138	3,847	3,649	3,985
Madrid	8,289	9,779	8,523	18,668	6,589	10,087	7,784	15,720	12,144	12,865	10,710	16,978	12,479	15,214	12,577	17,027
Murcia	2,052	2,676	2,283	4,305	2,065	2,858	2,274	2,865	2,527	2,764	2,490	3,228	2,411	3,409	3,579	3,408
Navarra	757	946	647	2,101	474	781	778	1,350	976	1,133	968	1,350	1,001	1,121	886	1,531
País Vasco	2,584	3,327	2,870	6,214	1,731	2,650	2,473	3,882	3,039	3,437	2,954	4,582	3,589	4,204	3,590	5,015
Rioja	451	688	702	1,152	321	650	576	706	612	616	569	956	654	858	763	851
Ceuta y Melilla	187	200	145	228	132	169	106	208	231	186	206	285	223	254	205	292

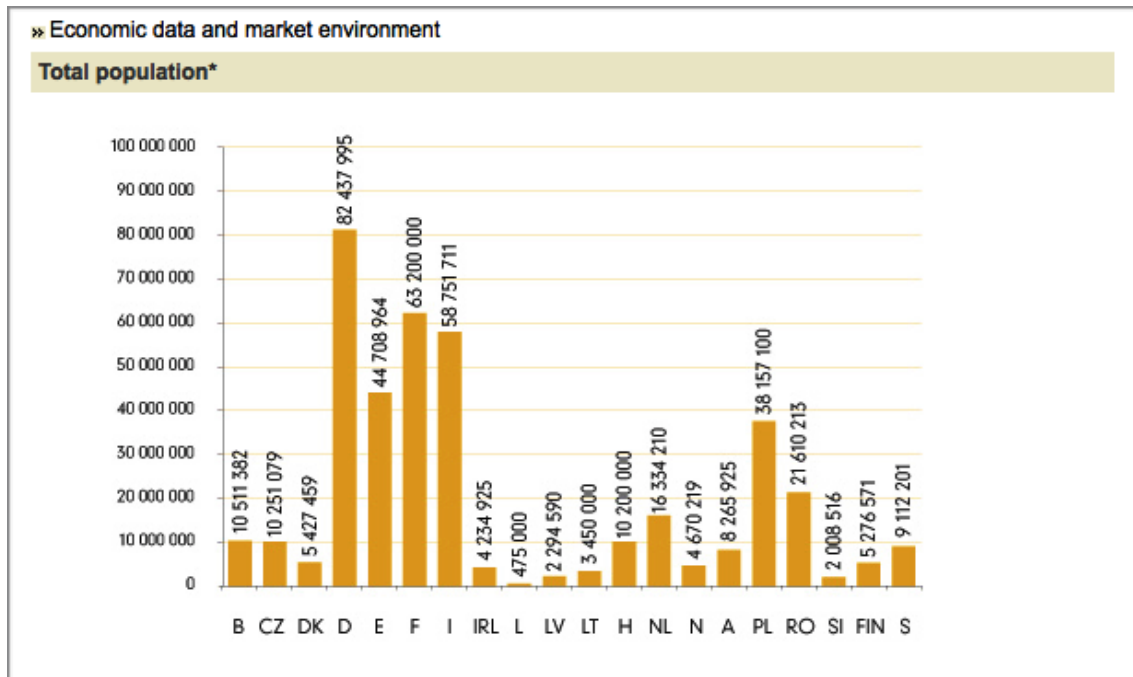
* Datos provisionales.

*Ministerio de Fomento. *Transacciones inmobiliarias*. Vivienda, estadísticas, transacciones inmobiliarias, número total de transacciones inmobiliarias. Disponible en: <http://www.fomento.gob.es/BE2/?nivel=2&orden=34000000> (Consultado el 4 de julio de 2016).

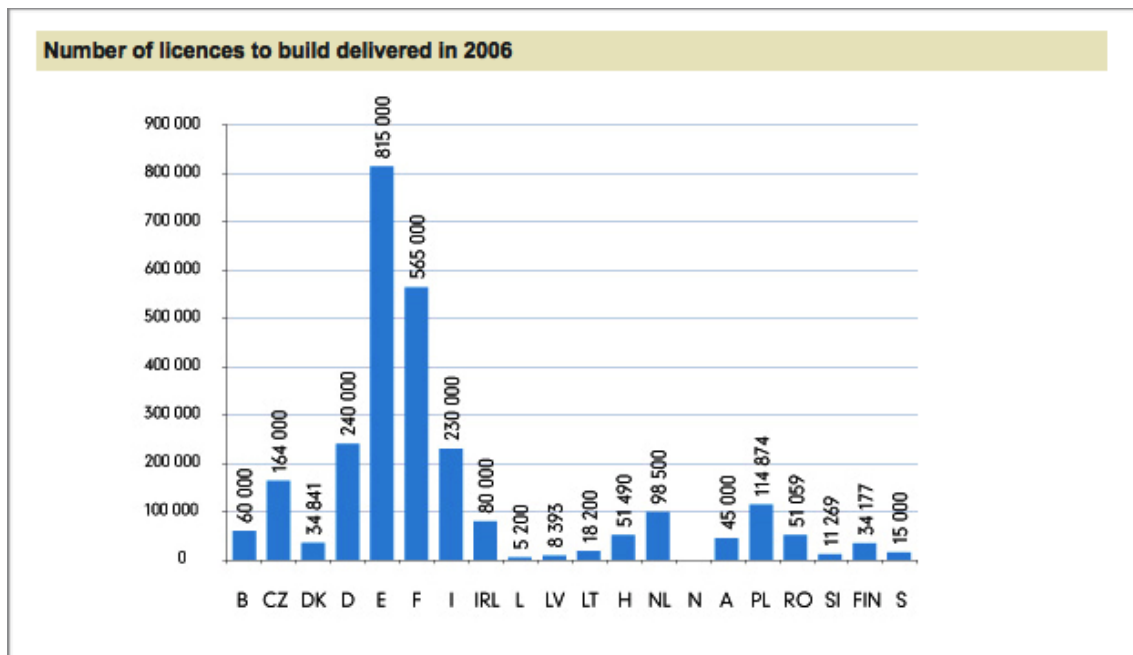
Apartado II: Transacciones Inmobiliarias en Europa

B: Bélgica, CZ: República Checa, DK: Dinamarca, E: España, F: Francia, D: Alemania, I: Italia, IRL: Irlanda, L: Luxemburgo, LV: Letonia, LT: Lituania, H: Hungría, NL: Holanda, N: Noruega, A: Austria, PL: Polonia, RO: Rumania, SL: Slovenia, FIN: Finlandia, S: Suecia.

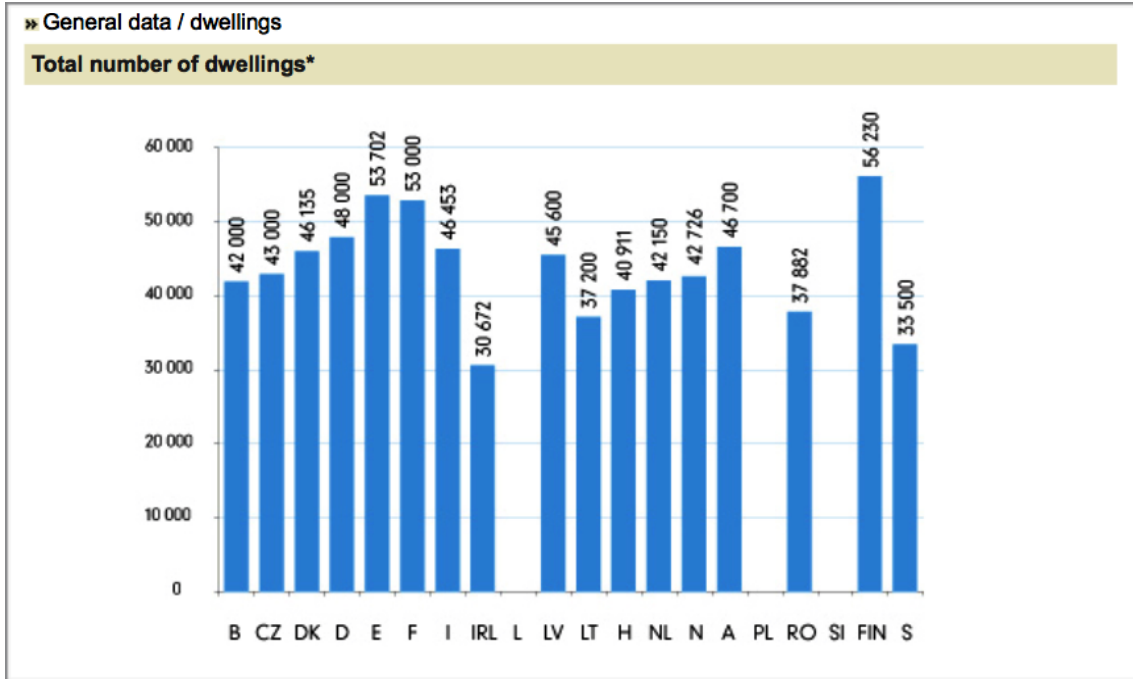
2006:



*CEPI-CEU.eu. *Markets, Price Development-Sales and Rentals (2006)*. Disponible en: <http://www.cepi-cei.eu/index.php?page=donnees-annuelles&hl=en> (Consultado el 4 de julio de 2016).

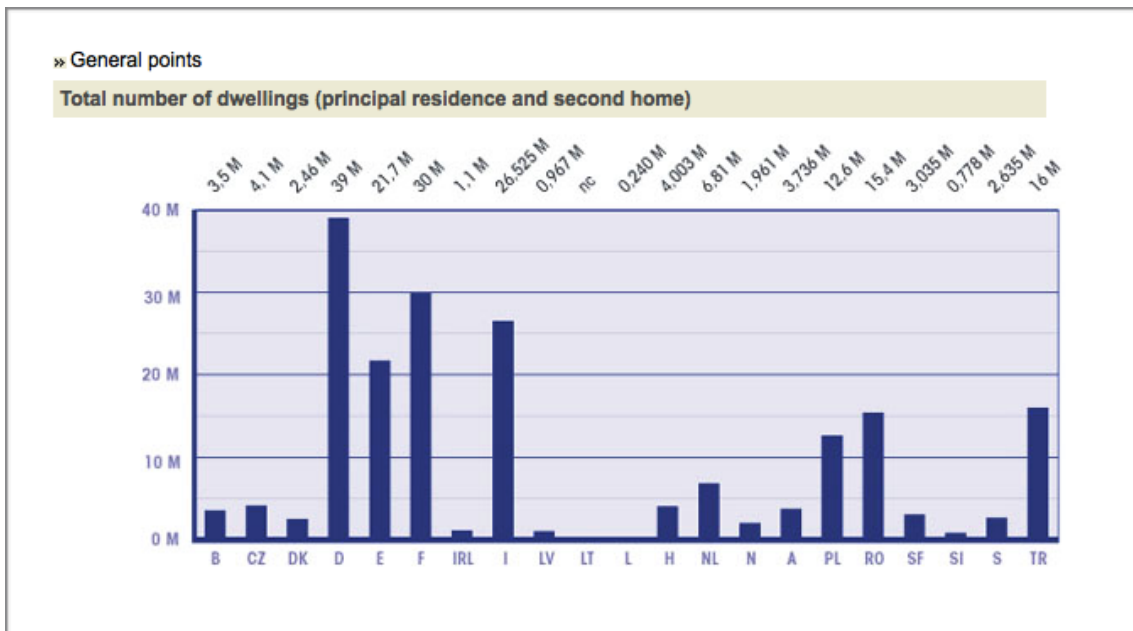


*CEPI-CEU.eu. *Markets, Price Development-Sales and Rentals (2006)*. Disponible en: <http://www.cepi-cei.eu/index.php?page=donnees-annuelles&hl=en> (Consultado el 4 de julio de 2016).



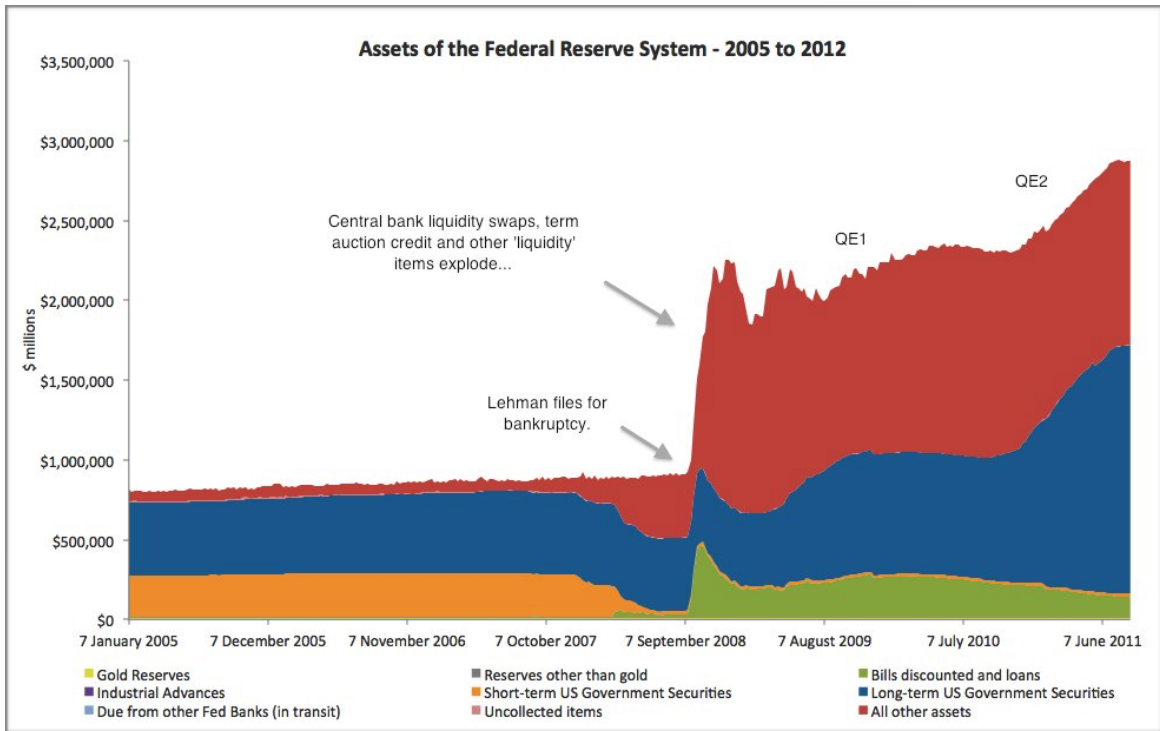
*CEPI-CEU.eu. *Markets, Price Development-Sales and Rentals (2006)*. Disponible en: <http://www.cepi-cei.eu/index.php?page=donnees-annuelles&hl=en> (Consultado el 4 de julio de 2016).

2005:



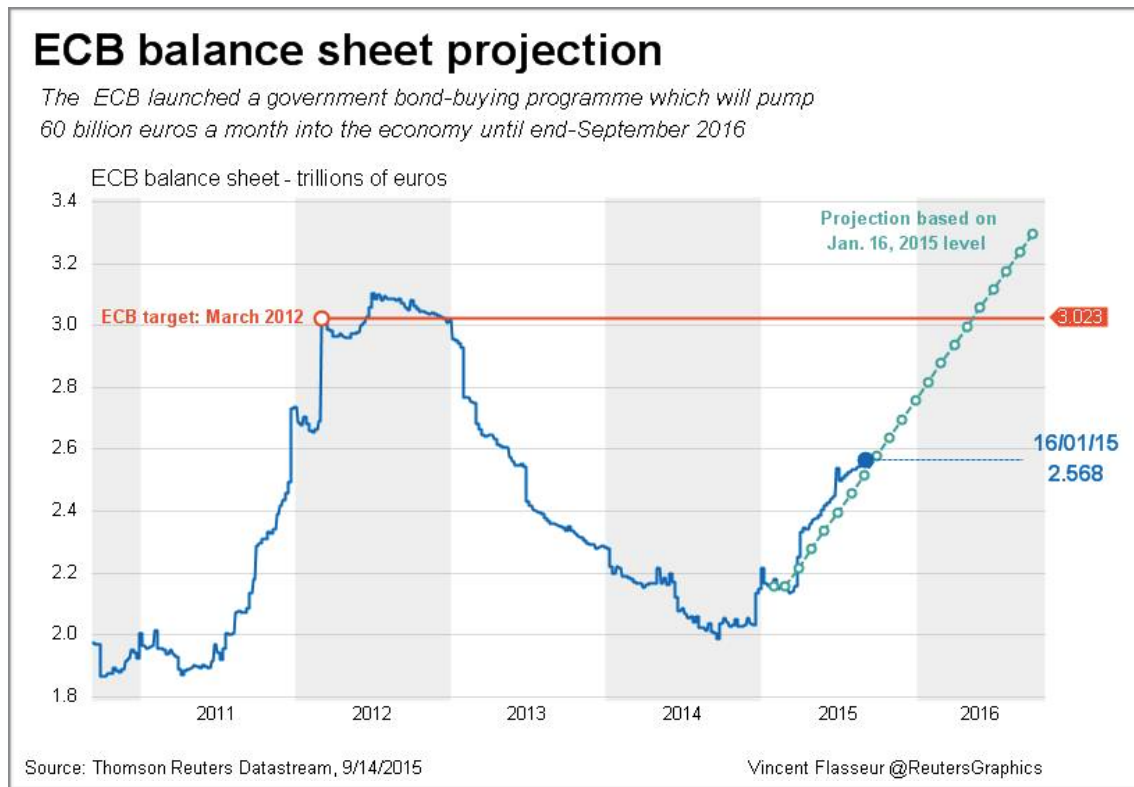
*CEPI-CEU.eu. *Markets, Price Development-Sales and Rentals (2005)*. Disponible en: <http://www.cepi-cei.eu/index.php?page=donnees-annuelles&hl=en> (Consultado el 4 de julio de 2016).

Apartado III: Evolución del Balance de la Fed



*(Mascaró, T., 2012)

Apartado IV: Evolución del Balance del BCE



*(Fernández, A. y Alonso, A., 2013)