

El aumento del balance de los bancos centrales y el cambio de composición durante la crisis

AFI y AFINET Global EAFI¹

Introducción

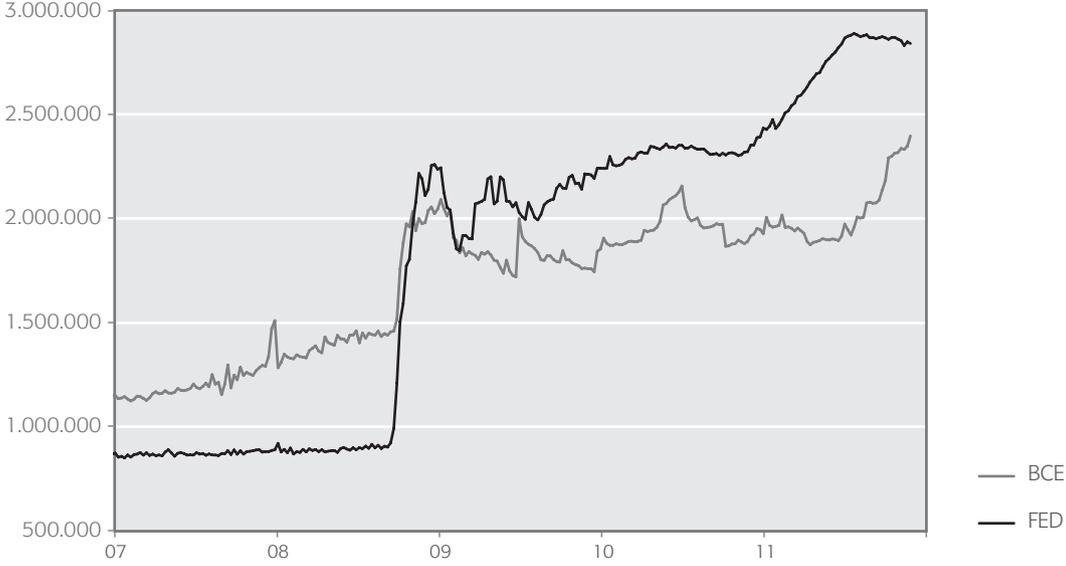
En Cano y Baliña (2011) se realiza un análisis de algunas de las principales medidas tomadas por los bancos

centrales durante la actual crisis financiera. El enfoque se realiza desde la política monetaria convencional o, al menos, a partir de las herramientas de las que dispone, por ejemplo, el BCE desde su nacimiento, como es la inyección de liquidez al mercado interbancario a plazos cortos. Porque, efectivamente, desde el inicio de las crisis en el verano de 2007, los bancos centrales optaron por gestionarla en función del diagnóstico inicial, es decir, un

¹ David Cano, Álvaro Ferrero, Miguel Arregui, Álvaro Lissón, Guillermo Fernández y Sara Baliña.

Gráfico 1

EVOLUCIÓN DEL TAMAÑO DEL BALANCE DE LA RESERVA FEDERAL DE EE.UU. Y DEL EUROSISTEMA (en millones de USD y EUR, respectivamente)



Fuentes: Datastream.

problema de liquidez. Así, la autoridad monetaria europea ha optado por alargar los plazos a los que financia a las entidades crediticias (hasta trece meses de forma reciente) y ha introducido un procedimiento de adjudicación plena en las operaciones de financiación. Similares medidas han tomado el resto de bancos centrales relevantes del mundo. Pero el análisis de la actuación de éstos durante la crisis es incompleta si no se analizan las medidas más heterodoxas que, aunque diferentes entre ellas, comparten un elemento común: suponen no sólo un aumento de su balance (ver gráfico 1) sino también un cambio en su configuración, que implica la asunción de riesgo de crédito. La intención de este artículo es estudiar estas medidas, mucho más alejadas de la operativa tradicional de las autoridades monetarias pero que se están revelando eficaces para tratar de evitar (o, al menos, minimizar) algunas de las tensiones actuales en los mercados financieros y, por ende, en las economías y sus perspectivas de crecimiento. Es posible que estemos en el inicio del debate sobre un cambio en los objetivos de los bancos centrales o, de forma más general, de un "aumento" de los mismos, introduciendo metas más ligadas a la estabilidad financiera.

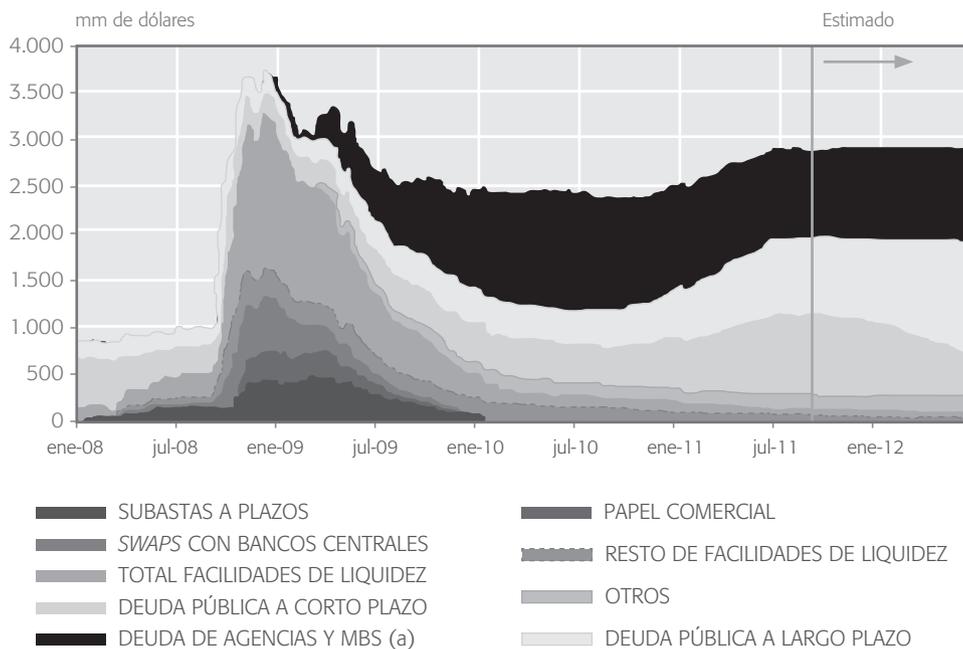
1. La ampliación de balance de la Fed: del "quantitative easing" a la operación "twist"

En EEUU se localiza el origen de la actual crisis financiera y económica² y es el país que más la sufrió en sus fases iniciales. Pero, no es menos cierto que, cuatro años después, el "balance de daños" es significativamente inferior al experimentado en el Área euro o en Japón. Es posible que la mayor prontitud, contundencia y flexibilidad de las medidas tomadas en EEUU sean una de las claves de esta mayor capacidad de recuperación. Y, en el terreno de la política monetaria, las evidencias son claras. Después de realizar fuertes recortes en el tipo de interés de referencia, hasta situarlo en el 1% a finales de octubre de 2008, la Reserva Federal decidió reforzar su activismo en noviembre de 2008 con la adopción de nuevas medidas de apoyo al sector financiero, que excedían la mera inyección de liquidez. Nos referimos al anuncio de la compra por parte del banco central de instrumentos de renta fija

² O, al menos, alguno de sus principales detonantes.

Gráfico 2

EVOLUCIÓN DEL ACTIVO DE LA RESERVA FEDERAL DE EE.UU. Y PREVISIONES



Fuentes: Extraído del Informe trimestral de la economía española del Banco de España.

emitidos por las denominadas agencias hipotecarias (*Fannie Mae*, *Freddie Mac* y los *Federal Home Loan Banks*), así como de titulaciones hipotecarias (MBS, por sus siglas en inglés). Comenzaba de esta forma el programa conocido con el nombre de *quantitative easing*³ 1.0 (QE 1.0) cuya intención era dotar de liquidez a un mercado que estaba totalmente cerrado, lo que impactaba directamente sobre la actividad hipotecaria y, por tanto, sobre un componente del PIB, la construcción residencial.

El programa, que finalizó en marzo de 2010 con un importe acumulado de compras de 1,25 billones de dólares de EEUU (USD) en titulaciones y de 170.000 millones de USD en deuda senior, supuso la asunción de riesgo de crédito por parte de la Reserva Federal de EEUU (FED) que, de esta forma, podemos decir que se convirtió en un inversor financiero (gráfico 2)⁴. Pero la contrapartida de esta heterodoxia monetaria se observa en el gráfico 3:

³ Esta denominación ya se usa desde marzo de 2001 a la estrategia cuantitativa del Banco de Japón.

⁴ No en vano, es el principal tenedor de instrumentos de renta fija emitidos por las agencias hipotecarias.

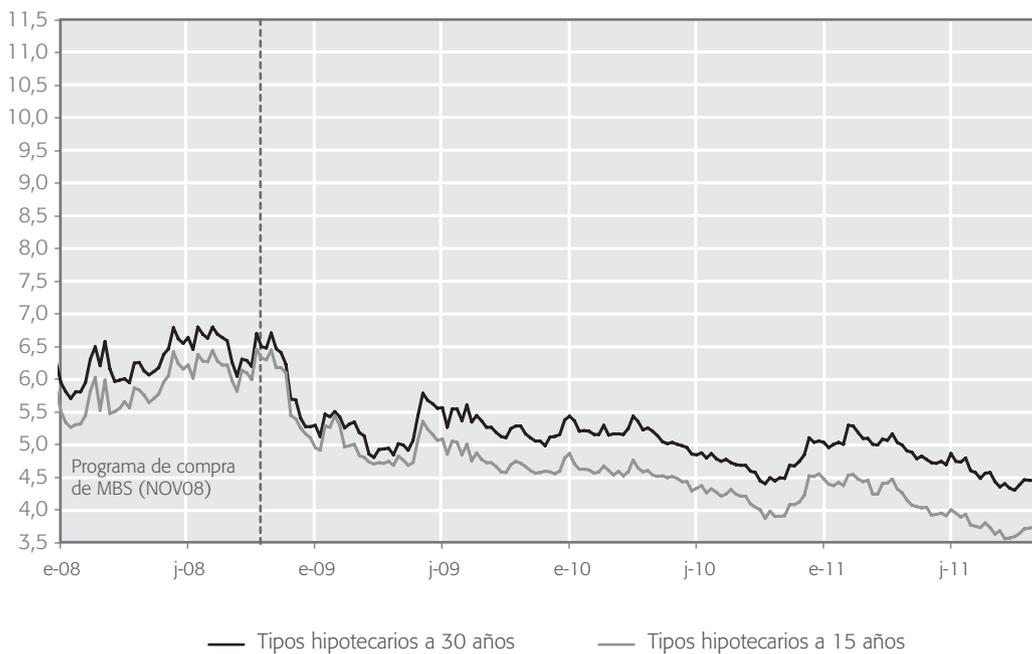
los tipos hipotecarios comenzaron a bajar, pudiendo capitalizar de esta forma las rebajas de tipos de interés anteriormente aplicadas por el banco central. Es decir, el QE1 permitió reactivar uno de los canales de transmisión de la política monetaria, dado que, hasta ese momento, las rebajas de tipos de interés de la Reserva Federal no habían tenido impacto sobre los tipos de interés hipotecarios. Esta relajación de las condiciones monetarias en la “economía real”, junto con los estímulos fiscales introducidos para la compra de vivienda, sirvieron para reactivar la actividad en el mercado hipotecario o, al menos, evitar una mayor corrección.

Con la finalización del QE 1.0 (por un volumen equivalente al 25% del PIB), se inició un periodo de dudas en los mercados, analistas y autoridades acerca de la capacidad de recuperación de la economía sin el apoyo de la FED, acrecentadas por la aparición de la crisis soberana del Área euro. El posterior estancamiento del mercado laboral estadounidense, y la aparición de señales negativas desde el frente de la actividad⁵, llevó a la Reserva Federal

⁵ En verano de 2010, como también sucedió en verano de 2011, en una suerte de *déjà vu*, se habló del riesgo de *double dip* en EEUU.

Gráfico 3

EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS HIPOTECARIOS EN EE.UU.



Fuentes: Datastream.

Gráfico 4

EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS A 2, 5 Y 10 AÑOS EN EE.UU.



Fuentes: Datastream.

a anunciar en agosto de 2010⁶ un nuevo programa de política monetaria no convencional. Así, con el objetivo de extender la relajación de las condiciones monetarias a otros emisores, especialmente el soberano pero, por efecto indirecto a otros, el 3 de noviembre de 2010 se implanta el *quantitative easing* 2.0 (QE 2.0), a través del cual la FED compra deuda emitida por el Tesoro estadounidense⁷. Una actuación justificada por el doble objetivo de la política monetaria del banco central: control de la inflación y pleno empleo. Según este programa, el banco central de EEUU compró, hasta finales de junio de 2011, momento de su finalización, 600.000 millones de USD en deuda emitida por el Tesoro estadounidense (es decir, un 5% del PIB). En este sentido, Chung *et ál* (2001) cuantifican en 1,5 puntos porcentuales la reducción de la tasa de paro (3 millones de puestos de trabajo) conseguida por el QE 2.0, mientras que se estima que el impacto en infla-

ción ha sido de aproximadamente un punto porcentual en 2011, evitando así la deflación, verdadero riesgo en EEUU, según la Reserva Federal (o, al menos, cuando se decidió implantar la segunda ronda de expansión monetaria).

Por último, con el recrudecimiento de la crisis soberana del Área euro tras los meses de verano de 2011 y la fuerte caída de los indicadores adelantados de actividad, la FED volvía a darle una nueva vuelta de tuerca a las medidas de estímulo monetario no convencional. Pero, en este caso, la oposición mostrada por tres miembros del FOMC a más estímulo cuantitativo⁸, debido a los temores inflacionistas, evitó la posibilidad de que la FED optase por una estrategia de aumento de balance (un QE 3). Así, la autoridad monetaria recurrió a la "Operación Twist activa" (vigente en la actualidad) para reducir el "riesgo duración" de los tramos largos de la curva USD y hacer extensivo el carácter laxo de las condiciones monetarias a segmentos

⁶ En la famosa intervención de Ben Bernanke (2010) en Jackson Hole.

⁷ También decide reinvertir en deuda del Tesoro los importes que vayan venciendo de las emisiones de las agencias hipotecarias en cartera. Ver: "Una reflexión sobre la situación de las finanzas públicas en Japón". *Boletín Económico* del Banco de España. Noviembre de 2010.

⁸ El conocimiento de esta disensión en el seno de la Reserva Federal sirve para volver a recordar el planteamiento que alguno de los autores ha expuesto en *Cuadernos de Información Económica* sobre la transparencia de otros bancos centrales, como el BCE y la idoneidad o no de contar con las actas de las reuniones de su Consejo de Gobierno.

de mercado claves como el hipotecario. Para ello, hasta junio de 2012, la FED comprará 400.000 millones de USD de deuda del Tesoro, con vencimiento entre 6 y 30 años, y venderá una cantidad equivalente en títulos con vencimiento inferior o igual a tres años. Si bien es cierto que esta medida no implicará un aumento del balance (ver gráfico 2) sí supondrá un mayor riesgo de crédito, al contar con una cartera de deuda pública de mayor vida media. De forma conjunta a este anuncio, la FED hacía pública su intención de reinvertir los vencimientos de deuda de agencias y MBS que tiene en cartera en títulos de la segunda tipología, con el objetivo de relajar aún más las condiciones del mercado hipotecario. Una aproximación al mercado hipotecario desde la política monetaria, que ya había anticipado Bernanke en su comparecencia anual en Jackson Hole, y que se ve reforzada por la extensión hasta el tramo 30 años de las compras de deuda del Tesoro. La recuperación de los tramos cortos seguirá condicionada por el anclaje que supone la reiteración del mantenimiento de los *FED funds* en los niveles actuales, al menos hasta mediados de 2013⁹, con el consecuente aplanamiento de pendiente.

⁹ Sin duda, otro planteamiento novedoso: el anuncio de un banco central de no modificar sus tipos de interés de referencia hasta, al menos, dentro de dos años.

2. El Banco de Inglaterra aumenta su balance por un importe equivalente al 20% del PIB

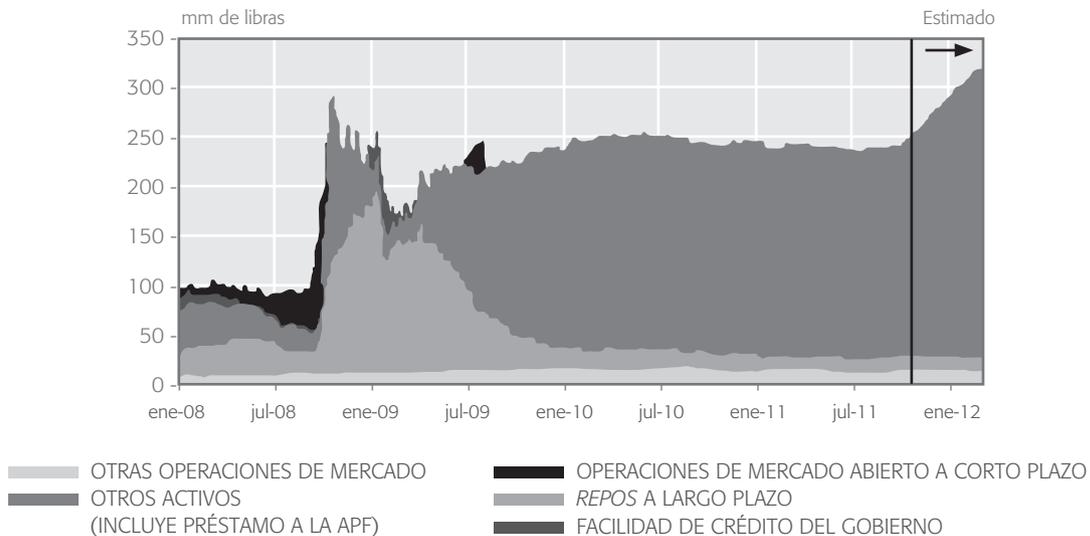
También el Banco de Inglaterra ha llevado a cabo una flexibilización de su política monetaria que él mismo denomina *Quantitative Easing*¹⁰. Así, el 19 de enero de 2009, el Gobierno del Reino Unido autorizó a la autoridad monetaria la creación del *Asset Purchase Facility* (APF), a través del cual podía adquirir hasta 50.000 millones de libras esterlinas (GBP) en instrumentos de renta fija de alta calidad (tanto deuda pública, Gilts, como privada), financiando la compra mediante la creación de reservas en el banco central. El APF consta, a su vez, de tres programas. Los dos primeros se dirigen a comprar deuda pública y corporativa. Para esta segunda tipología de activos financieros se diseñó el *Corporate Bond Secondary Market Purchase Scheme* a través del cual adquiere en el mercado secundario referencias de una amplia gama de emisores privados. Es decir, comparte con los programas de otros bancos centrales la política de compra en exclusiva en el mercado secundario (no en el primario), con el objetivo,

¹⁰ Ver <http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/assetpurchases.htm>

Gráfico 5

EVOLUCIÓN DEL BALANCE DEL BANCO DE INGLATERRA Y PREVISIONES

(en miles de millones de libras)



Fuentes: Extraído del Informe trimestral de la economía española del Banco de España.

también común, de reducir las primas de rentabilidad de los emisores de elevada calidad y evitar así el impacto negativo sobre el PIB derivado del encarecimiento o, incluso, la imposibilidad de financiación del tejido empresarial. En definitiva, la constatación de que la transmisión de la política monetaria requiere de un correcto funcionamiento del mercado de capitales es la pieza central de la justificación de la política monetaria no convencional. Pero es que, conscientes de la eficacia de este tipo de programas¹¹, pero también de la intensidad de la crisis, el 30 de julio de 2009 se crea el tercer segmento del APF, el *Secured Commercial Paper Facility (SCPF)* para intensificar el apoyo a la provisión de financiación al sector privado. El SCPF ofrece la compra de valores respaldados por activos que cumplen con los requisitos de alta calidad impuestos en el APF. La profundidad de la crisis ha motivado que las cuantías de estos programas hayan sido ampliadas en varias ocasiones. El 6 de agosto de 2009 el programa alcanza un total acumulado de 175.000 millones de libras y el 5 de noviembre de 2009 se incrementa su capacidad en 25.000 millones de libras. Un año después, el 6 de octubre de 2010, se decide una nueva ampliación, en este caso de 75.000 millones de libras, hasta un total de 275.000 millones, es decir, un 20% del PIB, cifra que se alcanzará en marzo de 2012.

3. El BCE realiza su particular quantitative easing mediante dos programas: SMP y CBPP

Aunque más tardío en su implantación y, al menos de momento, por un porcentaje sobre el PIB significativamente inferior (3% del PIB), el BCE también ha implantando una relajación cuantitativa. En este caso, y como ya hemos analizado en los capítulos de la Reserva Federal y Banco de Inglaterra, a través de programas distintos en función de si son bonos emitidos por los tesoros o por entidades privadas. El primero es el denominado Securities Market Programme (SMP) y el segundo el Covered Bond Purchase Programme (CBPP). En ambos casos, las compras se realizaban en secundario¹² si bien, el primero, al menos hasta el momento, ha sido esterilizado por parte del BCE mediante una subasta de drenaje de liquidez.

¹¹ El Banco de Inglaterra ha estimado que la anterior fase de QE presionó a la baja la rentabilidad de los *Gilts* en torno a 100 pb. Una extrapolación lineal en relación con el tamaño de la nueva ronda de expansión cuantitativa (QE) apuntaría a un efecto en torno a los 35 pb.

¹² Como luego veremos, en el CBPP también se han adquirido títulos en el primario, pero por reducido porcentaje.

El BCE ha desarrollado dos programas de compra de *covered bonds*¹³ en los últimos años. Con ambos programas, la autoridad monetaria ha perseguido cuatro máximas: (i) favorecer el descenso de las primas de riesgo y los tipos de financiación bancaria para así reducir los costes de emisión, (ii) promover la reapertura del mercado primario para agentes privados, (iii) favorecer la transmisión de crédito a economía real e (iv) incrementar la liquidez en el mercado de deuda privada. Es decir, lo ya comentado en el caso de la FED y del Banco de Inglaterra, si bien, orientado al canal bancario.

Dichos programas de compra de *covered bonds* fueron puestos en funcionamiento en julio de 2009 y en noviembre de 2011¹⁴ y han sido diseñados de forma similar. Las compras de *covered bonds* llevadas a cabo por el Eurosistema pueden ser dirigidas tanto al mercado primario como al secundario (aunque con mayor sesgo a favor del segundo¹⁵) y los instrumentos objeto de compra deben cumplir una serie de condiciones de volumen (importe superior a los 500 millones de EUR, como norma general) y *rating* (AA o superior, salvo excepciones). El criterio fundamental para distribuir las compras por países está basado en la clave de capital de cada país en el Eurosistema, aunque matizado por el tamaño del mercado de *covered bonds* de cada uno de estos países en el agregado. En el primer programa, y dados estos dos condicionantes (clave de capital y tamaño de los mercados domésticos), los mercados de Francia, Alemania y España fueron los más beneficiados por la puesta en funcionamiento de este programa.

Con una duración de 12 meses, el primer programa estuvo dotado con 60.000 millones de EUR. La efectividad del CBPP1¹⁶ fue evidente no solo porque su tamaño fuese elevado en comparación al saldo vivo de *covered bonds* (aproximadamente un 8%), sino porque permitió un descenso generalizado de diferenciales, un aumento

¹³ Término genérico a nivel europeo para denotar activos financieros equiparables a las *cédulas hipotecarias españolas*. Existen diferencias por país aunque, en esencia, los *covered bonds* comparten muchos aspectos comunes. Para más información, ver: <http://ecb.org/Content/Default.asp?PageID=501>

¹⁴ Para más información ver: http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2009/html/pr090604_1.en.html y http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2011/html/pr111006_3.en.html

¹⁵ Del CBPP1, el 73% de las compras se concentraron en el mercado secundario. El 27% restante se produjeron en el mercado primario.

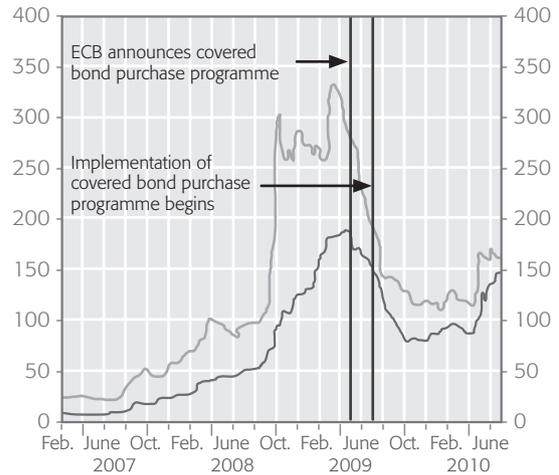
¹⁶ Para más información ver también: <http://www.ecb.int/pub/pdf/scpops/ecbocp122.pdf> y <https://www.ecb.int/paym/groups/pdf/mmcg/CBPPpresentation.pdf?0f99681cace72344d29998ba6dbd517a>

significativo del volumen de emisiones y una más amplia difusión de la liquidez a través del sistema y del mercado secundario.

El segundo programa, recién inaugurado, tiene como antecedente una situación económico-financiera muy deteriorada. El incremento de los tipos de intervención del BCE de 50pb durante los meses de verano de 2011 y la posterior bajada del tipo *repo* en octubre (25pb), el deterioro de los indicadores de actividad, la reducida fluidez de la liquidez inyectada a través del canal interbancario y el enquistamiento de la crisis financiera y soberana, justifican el apoyo del BCE a este vértice de su política monetaria que es la liquidez. El CBPP2 tendrá un importe menor (40.000 millones de EUR), pero la misma mecánica de funcionamiento y vocación, esto es, contribuir a aliviar las presiones de financiación y liquidez en unos mercados financieros estresados. En su primer mes de funcionamiento, el CBPP2 ha comprado 1.341 millones de EUR en *covered bonds*. Por su parte, el plazo durante el cual estará vigente el CBPP2 será también de doce meses y bajo el mismo se realizarán compras de *covered bonds* hasta finales de octubre de 2012.

Gráfico 6

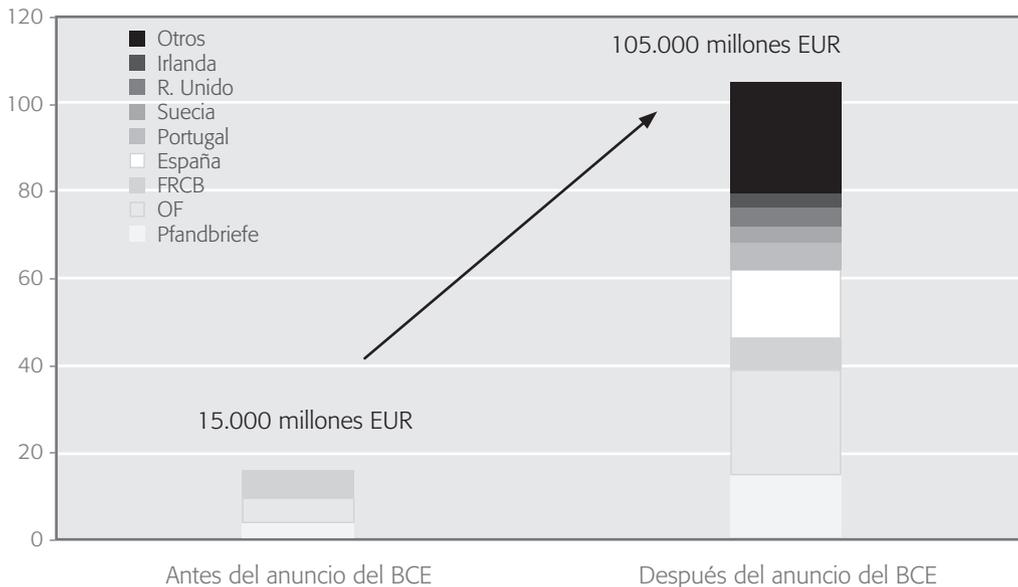
SPREAD FRENTE A SWAP DE DEUDA FINANCIERA SENIOR Y COVERED BONDS EN EUR (PB) RELACIONADO AL CBPP1



Fuentes: BCE.

Gráfico 7

EMISIONES DE COVERED BONDS PRE Y POST CBPP1



Fuentes: Natixis.

4. Conclusiones

Como señala Schmidt-Hebbel (2011), un tema que ha pasado a ocupar un primer plano, como consecuencia de las medidas de política monetaria adoptadas durante la actual crisis, es alcanzar una mejor comprensión, teórica y práctica, de la manera en que la política monetaria convencional se complementa con el tipo de políticas monetarias (y crediticias) no convencionales aplicadas desde 2007. Es obligatorio, por lo tanto, conocer las actuaciones de los bancos centrales, primero enfocadas en exclusiva a ampliar la financiación y alargar sus plazos al sistema crediticio y, después, en asumir riesgo de crédito en la expansión pero, sobre todo, en la modificación de sus balances. Como reconoce Agustín Carstens¹⁷, como resultado de la crisis, muchos bancos centrales han terminado asumiendo una carga de responsabilidad anormalmente pesada, y se han adentrado en muchas áreas. Es difícil determinar cuál será el impacto económico del aumento del riesgo de crédito por parte de los bancos centrales. Lo que no debe quedar duda es de que, ante el elevado volumen de compras, se consigue una reducción de los tipos de interés tanto en los tramos cortos como, especialmente, en los largos. Adicionalmente, y este efecto es más difícil de medir, se consigue minimizar los efectos adversos que supondrían el cierre para la financiación privada. Pero existe una elevada incertidumbre sobre el impacto final que tendrán estas medidas en la economía real, ya que las circunstancias económicas y financieras en las que se han implementado son distintas a las que prevalecían anteriormente y son diferentes por países. Así, como advierte el Banco de España (2011), el impacto real podría verse limitado en un entorno como el actual, caracterizado por un proceso de desapalancamiento privado, restricciones crediticias y elevada incertidumbre sobre las perspectivas económicas, tanto entre hogares como entre empresas. Existe, por tanto, la posibilidad de que los estímulos monetarios extraordinarios puedan evitar los riesgos más extremos, pero se muestren ineficaces para impulsar la recuperación económica. Esta circunstancia se agravaría si persisten ciertos problemas, como los derivados de la crisis soberana europea, que limitarían aún más el efecto de estas medidas no convencionales. Tampoco se puede descartar que, en una perspectiva a más largo plazo, estas estrategias no convencionales acaben provocando un aumento de las expectativas de inflación y la formación de nuevas burbujas en los mercados financieros. Además, la fuerte presión que existe sobre las finanzas públicas podría presionar eventualmente al alza los tipos a largo en ambos países. Aunque estos riesgos parecen reducidos

¹⁷ Ver Schmidt-Hebbel (2011).

en el entorno actual, de elevada incertidumbre y debilidad económica, las autoridades monetarias deben permanecer vigilantes. Por último, citando de nuevo a Carstens, un desafío de enormes dimensiones que se les planteará a muchos bancos centrales en el futuro será cómo “liberarse” de muchas de esas funciones y centrarse en los objetivos para cuya consecución cuentan con los instrumentos apropiados. “Confío en que esta tarea no termine por convertirse en un ejercicio semejante a tratar de introducir de nuevo al genio en la lámpara”.

Bibliografía

- Anderson, R. G., Gascon, C. S. y Liu, Y. “Doubling Your Monetary Base and Surviving: Some International Experience”. Federal Reserve Bank of St. Louis Review. Volumen 92, Número 6.
- Banco Central Europeo. “Evolución reciente de los balances del Euro-sistema, de la Reserva Federal y del Banco de Japón”. Boletín Mensual del BCE. Octubre 2009.
- Banco Central Europeo. “La respuesta del BCE a la crisis financiera”. Boletín Mensual del BCE. Octubre 2010.
- Banco Central Europeo. “Las medidas no convencionales del BCE: Impacto y retirada gradual”. Boletín Mensual del BCE. Julio 2011.
- Banco Central Europeo. “El Mecanismo Europeo de Estabilidad”. Boletín Mensual del BCE. Julio 2011.
- Banco Central Europeo. “Los mercados de financiación mediante deuda a largo plazo de las entidades de crédito de la zona del euro: evolución reciente, estado de la integración e implicaciones para la transmisión de la política monetaria”. Boletín Mensual del BCE. Noviembre 2011.
- Banco de España. “El giro reciente en la orientación de la política monetaria en EEUU y el Reino Unido: razones e implicaciones”. Recuadro 1 del Informe trimestral de la economía española. Octubre 2011.
- Bank of England. “Quantitative Easing Explained”.
- <http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/assetpurchases.htm>
- Bernanke, Ben. “The Economic Outlook and Monetary Policy”. 27 de agosto de 2010.
- Bernanke, Ben. Revisiting Monetary Policy in a Low-Inflation Environment. 15 de octubre de 2010.
- Blinder, A.S. (2010). “Quantitative Easing: Entrance and Exist Strategies”. Federal Reserve Bank of St. Louis Review. Volumen 92, Número 6.

Cano Martínez, David y Baliña Vieites "Política monetaria no convencional como respuesta a la crisis financiera". Cuadernos de Información Económica. 224. Septiembre/Octubre 2011.

Chung, Hess, Laforte, Jean-Philippe, Reifschneider, David y Williams, J. C. "Estimating the Macroeconomic Effects of the Fed's Asset Purchases". FRBSF Economic Letter 2011-03.

Reserva Federal de EEUU (2010). Credit and Liquidity Programs and the Balance Sheet. (<http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst.htm>).

Schmidt-Hebbel. "Los bancos centrales en América Latina: cambios, logros y desafíos". Documentos ocasionales. N° 1102. 2011. Banco de España.