

UNIVERSIDAD DE ALICANTE

FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES



GRADO EN ECONOMÍA

CURSO ACADÉMICO 2020-2021

Políticas no convencionales de expansión en periodos de recesión: Sus efectos en el consumo
y mercados financieros

Roberto Carlos Solís García

Sara Rodríguez Valls

Fundamentos del Análisis Económico

Alicante, Junio 2021

Resumen

La crisis de 2008 sigue afectando doce años más tarde de forma directa al sistema financiero, la necesidad de estímulos desde entonces ha sido constante por lo que los bancos centrales han optado por políticas monetarias más allá del control de los tipos de interés, conocidas como “Políticas no convencionales”. Es por ello que se tratará de explicar las diversas políticas monetarias que se han aplicado a lo largo de estos años así como exponer los posibles riesgos que estas tienen.

Durante el desarrollo del trabajo se tratarán por tanto los tipos de interés negativos, la trampa de liquidez y la consecuente expansión cuantitativa, tomando un especial enfoque en la cantidad de dinero impreso por los bancos centrales y concluyendo en la teoría del Dinero de Helicóptero planteada por el economista Milton Friedman (1969), que será relacionada con los recientes cheques de estímulos de Estados Unidos a raíz de la crisis del COVID-19. Se analizará cómo esta teoría podría estar influyendo en el consumo, la inflación, la recuperación económica y los mercados financieros.

Palabras clave: políticas no convencionales, dinero de helicóptero, inflación, riesgo bursátil, cheques de estímulos.

Índice

1. Introducción.....	3
2. Marco Teórico.....	4
3. Objetivos.....	8
3.1 Hipótesis de investigación.....	8
3.2 Metodología.....	8
4. Políticas monetarias no convencionales.....	9
4.1 Tipos de interés negativos.....	9
4.1.1 Riesgos.....	10
4.2 Expansión Cuantitativa.....	11
4.3 Teoría de Friedman.....	15
4.3.1 Riesgos.....	20
5. Conclusión.....	23
6. Bibliografía.....	24

1. Introducción

A continuación se analizarán diversas políticas expansivas no convencionales, tanto de carácter monetario como de carácter fiscal, su aplicación en periodos de recesión y sus efectos sobre el consumo, empleo y mercados financieros.

Se analizarán políticas no convencionales como la del “Dinero de helicóptero” introducida por Milton Friedman (1969), la expansión cuantitativa y la depreciación del tipo de interés a niveles negativos o cercanos al cero así como sus efecto y posibles consecuencias sobre la economía. Teorías como la de Friedman hasta ahora solo se consideran aplicadas en países con economías y divisas débiles, generando fuertes inflaciones y desestabilizando más la economía de los países que la han aplicado tal y como se expone Steve H. Hanke y Alex K. F. Kwok (2009) en “On the Measurement of Zimbabwe’s Hyperinflation”. No obstante desde 2014 con la amenaza de la deflación en la Unión Europea y en 2020 con la crisis causada por la Covid-19 y los “stimul check” de Donald Trump a la población americana parece ser una nueva alternativa ante la falta de reacción a los cambios de tipos de interés por parte de las economías desarrolladas. Por otra parte se tratarán los efectos de las expansiones cuantitativas y de los tipos de interés negativos en los que se encuentran tanto la Unión Europea como Japón. Todas estas políticas tienen un impacto en el consumo, la economía y en los mercados financieros, por tanto se analizará el efecto que tienen estas políticas sobre el mercado de renta fija, renta variable, el mercado de divisas y la demanda de activos considerados como “seguros” tales como el oro, la plata o incluso en 2020 la reciente demanda por el Bitcoin ante la depreciación del dólar, pese a su gran volatilidad.

2. Marco Teórico

Como dijo Ben Bernanke (2014): “The problem with QE is that it works in practice, but it doesn’t work in theory”. Estas palabras pronunciadas por el presidente de la reserva federal de los Estados Unidos en 2014 antes de finalizar su mandato, evidencian que las políticas no convencionales están poco probadas por la teoría económica y por el comportamiento teóricamente racional de los mercados, en concreto en este caso acerca de la expansión cuantitativa y a su vez en crítica al “forward guidance”. El “forward guidance” consiste en guiar y transformar las expectativas de los mercados mediante las recomendaciones o palabras de los bancos centrales, de esta forma los mercados pueden ajustar de forma racional sus expectativas a las políticas que el banco central va a tomar o seguir en la economía.

Para contextualizar el contenido de esta investigación se explicará la teoría económica en torno a las expansiones cuantitativas, también conocidas como “quantitative easing” o “QE”, los tipos de interés negativos y la teoría de “dinero de helicóptero” de Friedman. Como Vikram H. y Emanuel K (2020) explican:

For most of history, nominal interest rates—stated rates that borrowers pay on a loan—have been positive, that is, greater than zero. However, consider what happens when the rate of inflation exceeds the return on savings or loans. When inflation is 3 percent, and the interest rate on a loan is 2 percent, the lender’s return after inflation is less than zero. In such a situation, we say the real interest rate—the nominal rate minus the rate of inflation—is negative... However, in recent years, an increasing number of central banks have resorted to low-rate policies. Several, including the European Central Bank and the central banks of Denmark, Japan, Sweden, and Switzerland, have started experimenting with negative interest rates —essentially making banks pay to park their excess cash at the central bank. The aim is to encourage banks to lend out those funds instead, thereby countering the weak growth that persisted after the 2008 global financial crisis.

¿En qué consisten los tipos de interés negativos? Hasta ahora en la teoría convencional cuando alguien toma dinero prestado debe pagar un dinero adicional sobre el importe del préstamo a la hora de devolverlo, esto se conoce como “interés nominal”, el tipo de interés

nominal por tanto es la cantidad porcentual anual que se deberá pagar de interés. En este caso, al ser negativo el tipo de interés la persona que presta dinero es la que pagará al que toma ese dinero prestado, algo que aparentemente no tiene lógica. ¿Quién correría el riesgo de prestar su dinero sin recibir nada a cambio o peor aún, teniendo que pagar?

Los bancos centrales en los últimos tiempos han aplicado esta política no convencional para evitar que los bancos comerciales tengan un exceso de efectivo almacenado en el banco central y por tanto se vean obligados a prestarlo para obtener alguna rentabilidad o al menos no perder dinero o poder valor adquisitivo debido a la inflación o los intereses por depósitos en el banco central, esto es un tipo de interés real negativo. Esto puede generar varias inestabilidades como la caída de la rentabilidad de la banca, transmisión por parte de la banca de costes al consumidor por sus depósitos e incluso a raíz de esto, salida masiva de depósitos bancarios a dinero en efectivo y además un riesgo de caer en una trampa de liquidez, que como explica Eggertsson, G (2003) no es más que el nulo efecto del incremento de masa monetaria bajo tipos de interés nominal bajos, cercanos al cero o incluso negativos.

Sería de esperar que la población decidiera guardar el dinero en vez de invertirlo, ya que las rentabilidades son tan reducidas que por parte del mercado solo queda esperar a que los tipos de interés suban de nuevo. Por tanto, dada la falta de inversión por parte del mercado se afirma que un aumento de masa monetaria no tendría efecto sobre la inversión y por tanto los mecanismos de transmisión monetaria no funcionarían.

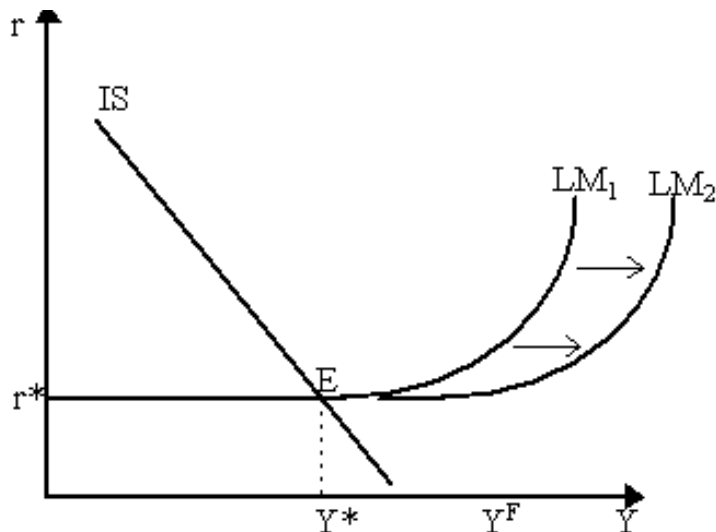


Figura 1. IS-LM en trampa de liquidez y aumento de masa monetaria. Gráfico por *aeconomics blog*.

En el gráfico anterior se observa como un aumento de la masa monetaria con tipos de interés cercanos al cero tendrían un efecto nulo en la economía y por tanto se explicaría la trampa de la liquidez y un proceso de deflación en los precios y de crisis económica, afectando al empleo y a la producción, que podría llegar a generar una “espiral deflacionista” ya que el consumo reduciría en base a las expectativas de “¿Para qué comprar hoy si mañana es más barato?”. Llegados a este punto Eggertsson, G (2003, p. 5), explica que:

Deficit spending has exactly the same effect as if the government followed Friedman’s famous suggestion to “drop money from helicopters” to increase inflation. At zero nominal interest rates money and bonds are perfect substitutes. They are one and the same thing: A government issued piece of paper that carries no interest but has nominal value. It does not matter, therefore, if the government drops money from helicopters or government bonds. [...] Cutting taxes, or dropping money from helicopters, are only two ways of increasing government debt. Government debt can also be increased by printing money (or issuing nominal bonds) and buying real assets, such as stocks, or foreign exchange.

Por tanto, cómo aumentar la masa monetaria teóricamente no sirve, surgen varias teorías como la expansión cuantitativa, el aumento del déficit público y la teoría del helicóptero del dinero propuesta por Friedman, que consisten irónicamente en el aumento de la masa monetaria así como la importancia del uso de políticas fiscales.

Tal y como Eggertsson, G. (2003) sugiere, nace la teoría de la expansión cuantitativa, que consiste en la compra de bonos públicos y privados en gran volumen por parte de los bancos centrales, de esta forma es posible abaratar el interés al que se producen las siguientes emisiones de bonos en el mercado primario por parte de los estados y a su vez “regar” de liquidez los mercados. La teoría racional argumenta que los precios de los bonos no serían alterados ya que dependen únicamente de las expectativas racionales del rendimiento y la situación económica y además un aumento del déficit y de la emisión de bonos generaría un mayor tipo de interés.

La afirmación publicada por Eggertsson, G (2003) es amplia ya que sugiere el aumento del déficit para paliar una situación de trampa de liquidez y por tanto de deflación, espiral deflacionista y crisis económica. Es por esto que se incluye como política no convencional la política fiscal asociada con el gasto público en materia de “Cheques de estímulos”, vistos recientemente en EE.UU con la crisis del 2020. Ésta política sería muy similar a la propuesta por Milton Friedman (1969) en relación al “Helicóptero del dinero”, ya que en un escenario de deflación y de tipos negativos o cercanos al cero son transferencias directas a los ciudadanos y tal y como sugiere el paper publicado por Eggertsson, G (2003) el déficit financiado en forma de bono nominal, sin intereses es lo mismo que imprimir dinero y “lanzarlo desde un helicóptero”.

3. Objetivos

El objetivo de este trabajo y su importancia es analizar qué impacto pueden tener las nuevas políticas sobre la economía y contrastar los posibles riesgos y beneficios que estas puedan causar. Se profundizará sobre los efectos positivos y negativos que todas estas políticas pueden ofrecer en determinadas circunstancias, se relacionarán de forma directa con los efectos causados en la inflación y los mercados de forma inmediata o posterior, ya que la inflación y los precios al consumo no cambian de manera inmediata. A su vez se tratará de observar en los mercados de divisas el efecto en las expectativas de los inversores acerca de la aplicación o continuidad de una política anunciada o aplicada para así poder observar la dependencia del mercado a esos estímulos.

Otro objetivo a tratar será contrastar si una mayor masa monetaria, producto de estas políticas induce necesariamente a una alta inflación, un argumento cada vez más usado tomándose como referencia a Venezuela. Se contrastará si efectivamente las políticas no convencionales podrían ejercer un gran impacto sobre el consumo, la inflación, la estabilidad económica y financiera y si éstas pueden generar efectos no deseados como incrementos sobre la especulación, valoraciones no objetivas sobre el precio de activos, altos niveles de deuda y burbujas financieras.

3.1 Hipótesis de investigación

La impresión de dinero en las recientes políticas monetarias no convencionales puede generar inflación e inestabilidad en los mercados financieros.

3.2 Metodología

Se ha utilizado el método de investigación cualitativo, tratando de contrastar la teoría con la realidad económica empleando el uso de diversos gráficos que explican el contexto macroeconómico, relaciones entre los tipos de cambio y cotizaciones de diversos activos para tratar de contrastar si la hipótesis es cierta.

4. Políticas monetarias no convencionales

A continuación se analizará la aplicación de las políticas monetarias y fiscales no convencionales y sus efectos prácticos y empíricos sobre economías reales. Se comparará de esta forma si la teoría económica es fiel a Keynes y la teoría de los tipos de interés de Taylor o si por el contrario afirmaciones como la de Ben Bernanke, expresidente de la reserva federal de EE.UU o el paper publicado por Eggertsson, G son en la práctica efectivas en la economía y si están generando los efectos esperados o efectos no deseados sobre las economías y los mercados financieros.

Se comenzará explicando la dinámica de los tipos de interés y qué significa para la economía que sean negativos y se relacionará con la expansión cuantitativa o QE (Quantitative Easing), posteriormente la teoría de Milton Friedman (1969) y su cercana relación con los cheques de estímulos de EE.UU a raíz de la crisis de 2020.

4.1 Tipos de interés negativos

Como explica Bernanke, B (2016):

Economic theory suggests that aggregate demand (consumption and investment) responds to the real rate of interest, which is the nominal (market) interest rate minus the public's expected rate of inflation ... To reduce the real policy rate further, the Fed would either have to lower the nominal interest rate into negative territory, raise expected inflation (by raising the inflation target), or both

Es decir, el consumo y la inversión responde al tipo de interés real, este tipo de interés es la diferencia entre el tipo de interés nominal y la inflación. El tipo de interés real solo puede ser modificado si se modifica uno de estos parámetros o ambos, no obstante el tipo de interés real queda fijado como máximo en -2% ya que los objetivos de inflación a día de hoy se sitúan al 2%, por lo que o se introducen los tipos de interés a tipos negativos o se modifica la inflación y los objetivos de inflación.

Hasta la fecha los bancos centrales han optado por modificar el tipo de interés nominal ya que un mayor objetivo de inflación no significa una mayor inflación, podría suponer sin embargo un ejemplo de “forward guidance” en el que los participantes de un

mercado ajustan sus expectativas al nuevo objetivo del banco central. Algunos autores como Muellbauer, J (2021). Sugieren otras teorías que más adelante trataremos para intentar modificar la inflación.

Tipos de interés negativos significan por tanto que prestar dinero obtiene un retorno negativo, además la banca por almacenar dinero en el banco central tendría que pagar en vez de percibir una rentabilidad ya que los intereses por ese dinero serían negativos y el dinero depositado en los bancos centrales contraería costes.

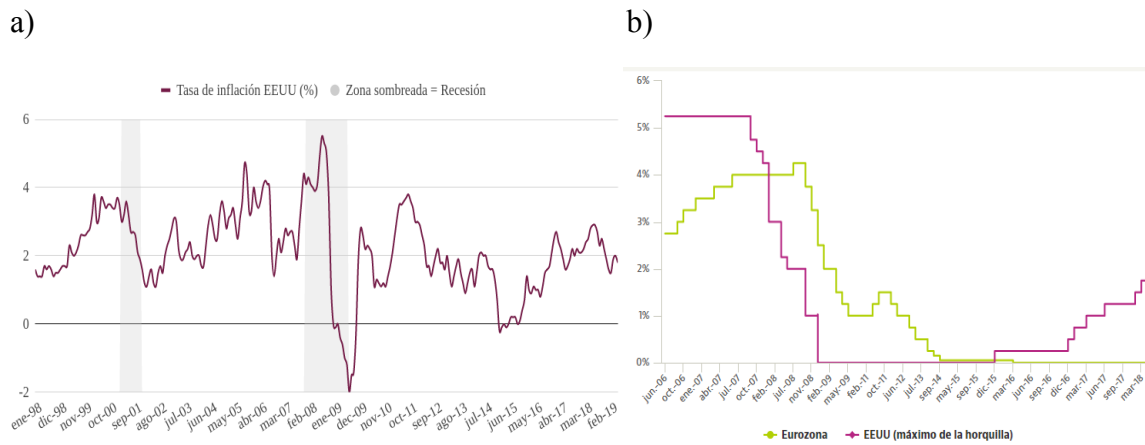
4.1.1 Riesgos

Los riesgos por tanto son evidentes, si los tipos de interés nominales son negativos, la banca y el sistema financiero puede necesitar ayuda adicional debido a la merma de beneficios por mantener depósitos de clientes o por sobreexposición a préstamos y posibles “defaults” llegada una crisis económica. En el caso de una mayor inflación se mermaría el ahorro, el mercado de bonos a largo plazo, la planificación financiera, la recaudación de impuestos y podría generar distorsiones de la realidad en mercados financieros, ya que los inversores se refugian en renta variable en vez de renta fija.

Además unos tipos de interés nominales cercanos al 0 o negativos sufren riesgo de caer en la trampa de liquidez [Figura 1] en el que un aumento de la masa monetaria no tenga efecto alguno sobre la inflación y por tanto el consumo y la inversión, pudiendo generar así una espiral deflacionista en el que se desincentive el consumo y la inversión, al menos esta es la teoría que plantea Keynes, J. (1936) en su obra “Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero”, esta trampa de liquidez como veremos a continuación podría ser solventada con las expansiones cuantitativas (QE).

4.2 Expansión Cuantitativa

Figura 2.



- a) Gráfico sobre la tasa de inflación de EE.UU elaborado por *investia.com* utilizando como fuente *US Bureau of Labor Statistics*
- b) Gráfico sobre los tipos de interés de EE.UU y Europa elaborado por *idealista.com* utilizando como fuente el *BCE*

La primera vez que EE.UU aplicó la política de la expansión cuantitativa fué en Diciembre de 2008, coincidiendo así con una previa bajada de los tipos de interés cercanos al 0 y con una deflación causada por el inicio de la recesión tras el estallido de la burbuja de la “subprime” y se aplicó posteriormente dos veces más en 2011 y 2012, aumentando su balance en hasta un 25% del PIB de EE.UU

Como se observa en los gráficos anteriores las QE no tuvieron un efecto no deseado sobre la inflación de EE.UU, los objetivos de inflación en el 2% se mantuvieron constantes a lo largo de los años y por tanto se deduce que el aumento del balance por parte de los bancos centrales no es una amenaza a la economía como inicialmente se pensaría, sirviendo de herramienta frente a la trampa de liquidez que supone teóricamente unos tipos de interés cercanos al 0%. Para esta afirmación no obstante se observará el comportamiento del consumo, el empleo y la renta fija y variable, se utilizará una herramienta de análisis técnico aplicada a mercados financieros, *TradingView*, que contiene además datos macro de forma

gráfica, en este caso se analizará el empleo y el retorno a 10 años de los bonos americanos, así como aplicación de medias móviles para observar tendencias en el rendimiento de los bonos.

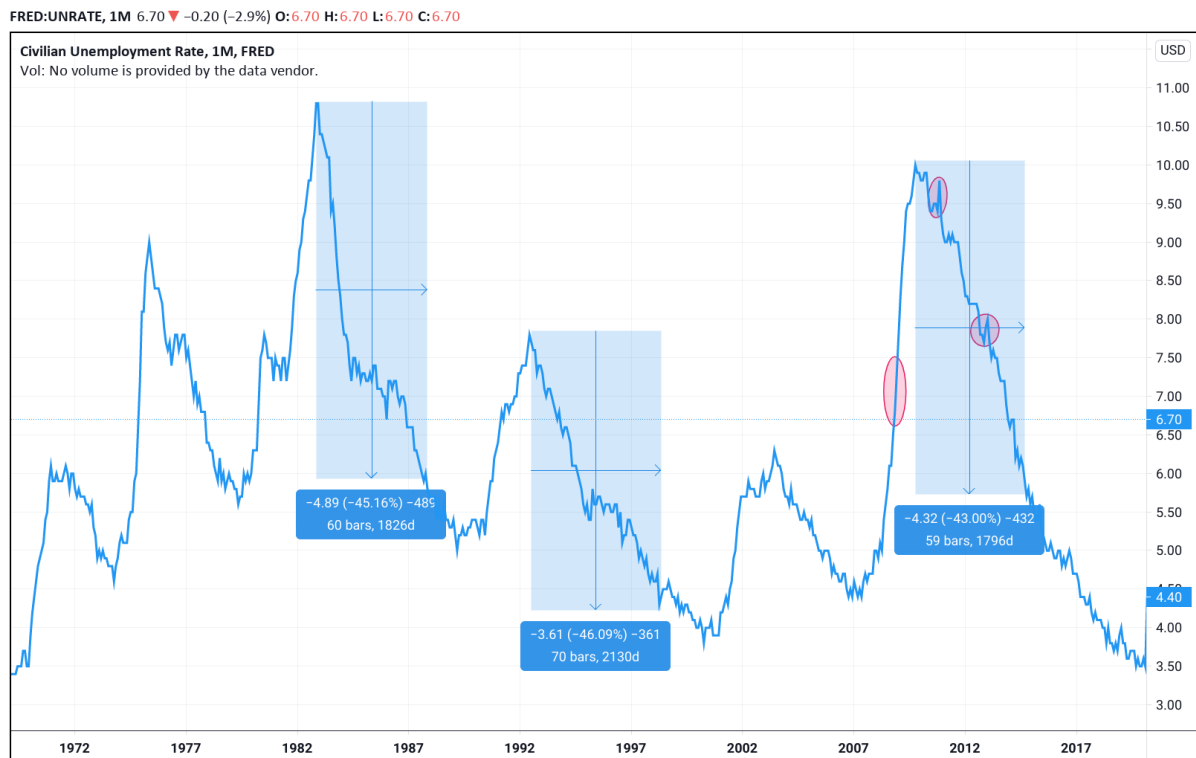


Figura 3. Gráfico sobre la tasa de desempleo en EE.UU elaborado con la herramienta TradingView

En el gráfico se aprecian marcadas las fechas en las que la Reserva Federal aplicó las 3 QE y la tasa de desempleo de EE.UU. La primera QE finalizó en el pico de la tasa de desempleo, con un 10% y se continuó con la 2a y 3ra QE hasta mediados de 2014, coincidiendo con una tasa de desempleo mucho menor del 5.5%. Por tanto se observa una caída en el desempleo cercana al 45% en cinco años (60 meses), las únicas reducciones del 45% desde los años 70 se produjeron en los picos de desempleo del 1985 y 1993, siendo la duración de 60 meses y 70 meses, es decir cinco y seis años respectivamente. No obstante, como se puede observar la reducción en la tasa de desempleo desde el pico alcanzado en 2009 ha sido la mayor reducción desde los años 70 hasta el 2020, con un descenso del -64%, por tanto se puede afirmar que la política monetaria tuvo un efecto positivo para la economía de EE.UU y el desempleo pero... ¿Cómo afectó al mercado de los bonos de EE.UU?



Figura 4. Gráfico del rendimiento del bono EE.UU a 10 años elaborado con la herramienta TradingView

En el gráfico se observa en los círculos rojos las fechas en las que se aplicó las respectivas QE en EE.UU y pese a la reducción de la rentabilidad a 10 años en los bonos no se puede afirmar que esta tuvo un impacto considerable en su evolución ya que aplicando una media móvil mensual (línea azul) se observa que con las QEs puede no existir causalidad en la rentabilidad del bono de EE.UU, ya que la tendencia desde los 90 ha sido constantemente bajista.

Al observar los cambios de la inflación [Figura 2(a)] se observa que esta nueva inyección de dinero sobre la economía no ha tenido un impacto sobre la inflación y por tanto sobre los precios.

$$M * V = P * Y$$

Aplicando la fórmula cuantitativa sobre la masa monetaria, la velocidad de dinero, los precios y el PIB se deduce que un aumento de la masa monetaria, manteniendo la velocidad constante, debería significar un aumento sobre los precios o el PIB. Los precios se han

mantenido constantes y por tanto la inflación, el PIB se encontraba en recesión de manera inicial, ya que las políticas se han aplicado durante estos periodos, por lo tanto en la ecuación se deduce que la velocidad del dinero ha reducido de manera considerable.

$$\Delta M * \nabla V = P * Y$$

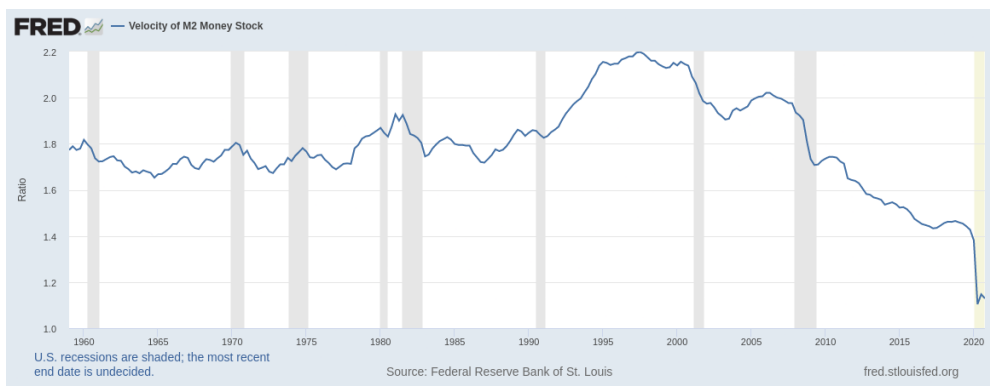


Figura 5. Velocidad del dinero en M2. Fuente: FRED

Una baja velocidad del dinero [Figura 5] significa por tanto un menor movimiento por cada unidad monetaria en la economía y por tanto un bajo impacto sobre el consumo y los precios, ya que los bancos pueden ser reticentes a la concesión de créditos o por falta de demanda por ese nuevo dinero así como por una mala o lenta canalización a la economía real (Zombificación de la economía) o porque la tasa de ahorro es mayor en las familias como veremos a continuación [Figura 6]. Es decir, mayor masa monetaria no implica necesariamente una mayor cantidad de dinero circulando en la economía real, de existir un aumento en la velocidad del dinero se podría generar efectos inflacionarios no deseados en el futuro.

No obstante, una correcta estimación de la velocidad del dinero tras el aumento de la masa monetaria y una canalización de esa masa monetaria mediante diferentes vías como la propuesta por Milton Friedman (1969) podrían permitir alterar la inflación controladamente para modificar los tipos de interés reales y no tener que modificar así los tipos nominales según la teoría Keynesiana, mientras que según la teoría cuantitativa sería relevante ya que de conseguir reducir el impacto negativo sobre la velocidad al generar mayor masa monetaria y de controlar la inflación en un nivel deseado, se podría generar un gran impacto económico y acelerar así la recuperación económica en escenarios de recesión.

4.3 Teoría de Friedman

Si bien es cierto que la teoría de Friedman desde su concepción hasta la actualidad no se ha aplicado de forma estricta sobre las economías desarrolladas, con la crisis del COVID-19 en EE.UU si se ha concedido una serie de paquetes de estímulos aplicados directamente sobre las familias que podrían llegar a parecerse a la teoría del dinero de helicóptero.

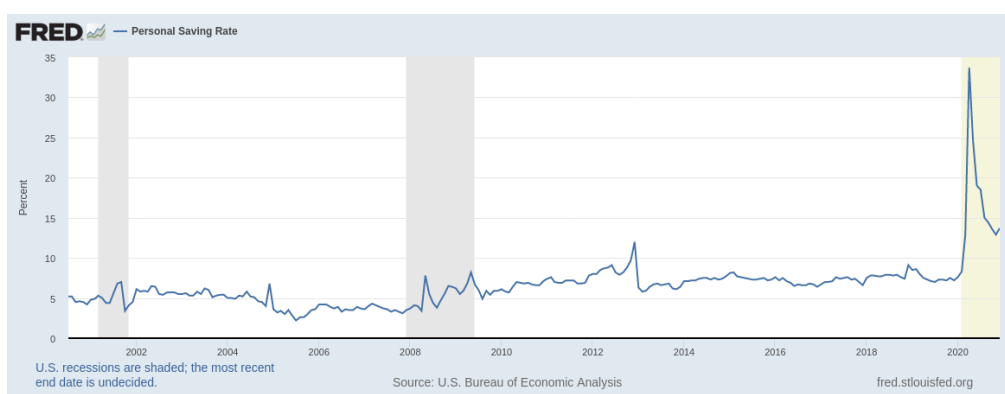


Figura 6. Ratio de ahorro. Ahorros personales entre ingresos personales disponibles. Fuente: FRED

En la crisis del COVID-19 las familias con ingresos han llegado a ahorrar hasta el 30% sobre su renta percibida [Figura 6], esto se debe a los estrictos confinamientos de Marzo de 2020 en los que la gente no podía consumir más que por vías digitales o en supermercados. Esto ha generado que una gran cantidad de gente que percibe ingresos se encuentre con una tasa elevada de ahorro que no destina al consumo y por tanto queda sin fluir a la economía ni a la inversión debido a la situación de incertidumbre y crisis en la que se encuentra la economía sumergida.

El primer paquete de estímulos se concedió en Abril de 2020, con 1200 \$ por cada persona con ingresos menores a 72.000 \$ anuales y para ingresos superiores: 1200 \$ menos 5 \$ por cada 100 \$ extra percibidos, no percibiendo ningún estímulo si la renta supera 99.000 \$ y no se declaraba ningún hijo dependiente, subiendo ese máximo a 10.000 \$ por cada hijo dependiente declarado.

Además si se cumplían las condiciones para recibir al paquete de estímulos, por cada hijo dependiente, independientemente de los ingresos se recibió 500 \$ adicionales. La

cantidad total del primer paquete de estímulos fue de 1.9 trillones de dólares, es decir, 1.9 billones si convertimos el sistema estadounidense al sistema de escala numérica larga.

El segundo paquete de estímulos sigue la misma dinámica y se concedió en Diciembre de 2020, por un total de 900 billones de dólares estadounidenses, es decir, 900 mil millones convertidos a escala numérica larga. Además estos paquetes de estímulos no incluyen las ayudas directas a comercios y desempleados.

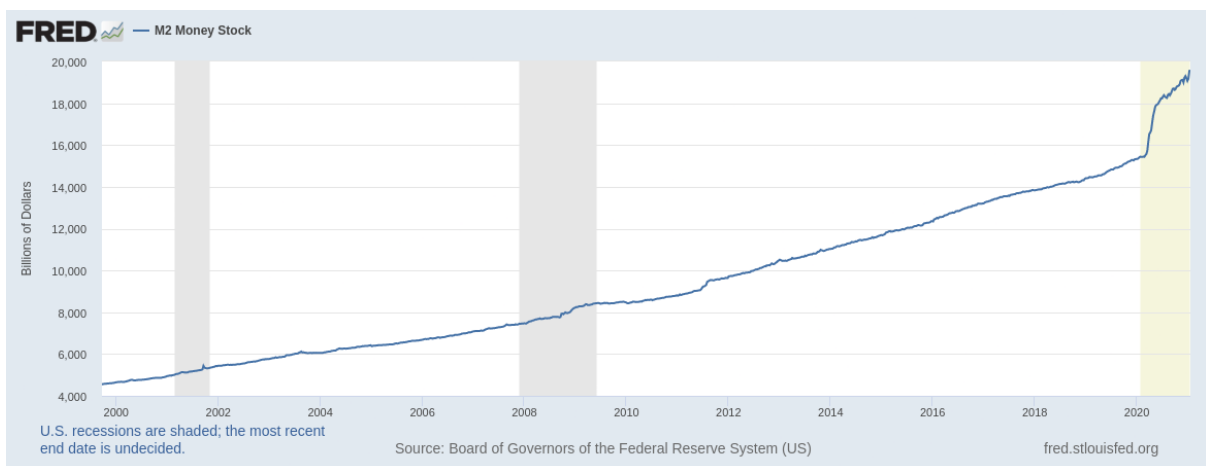


Figura 7. Cantidad de M2 en circulación en EE.UU. Fuente: FRED

El efecto sobre la economía continúa siendo similar al visto en la Expansión Cuantitativa, observándose un aumento histórico (25%) en la cantidad de dinero en circulación [Figura 7], una bajada histórica (-21%) en la velocidad del dinero a niveles cercanos al 1.1 [Figura 6] inflación por debajo del objetivo del 2% y un PIB en recesión (-3.5%). Por tanto el efecto es similar al de la QE de manera magnificada debido a las necesidades que la pandemia ha generado. Siguiendo la fórmula cuantitativa y ajustando los incrementos aproximados a la fórmula, se obtiene efectivamente un aumento en la inflación del 2.3%.

$$M \times V = P \times Y = 1.25 \times 0.79 = x \times 0.965 = x = \frac{0.9875}{0.965} = 1.0233 = 2.33 \%$$

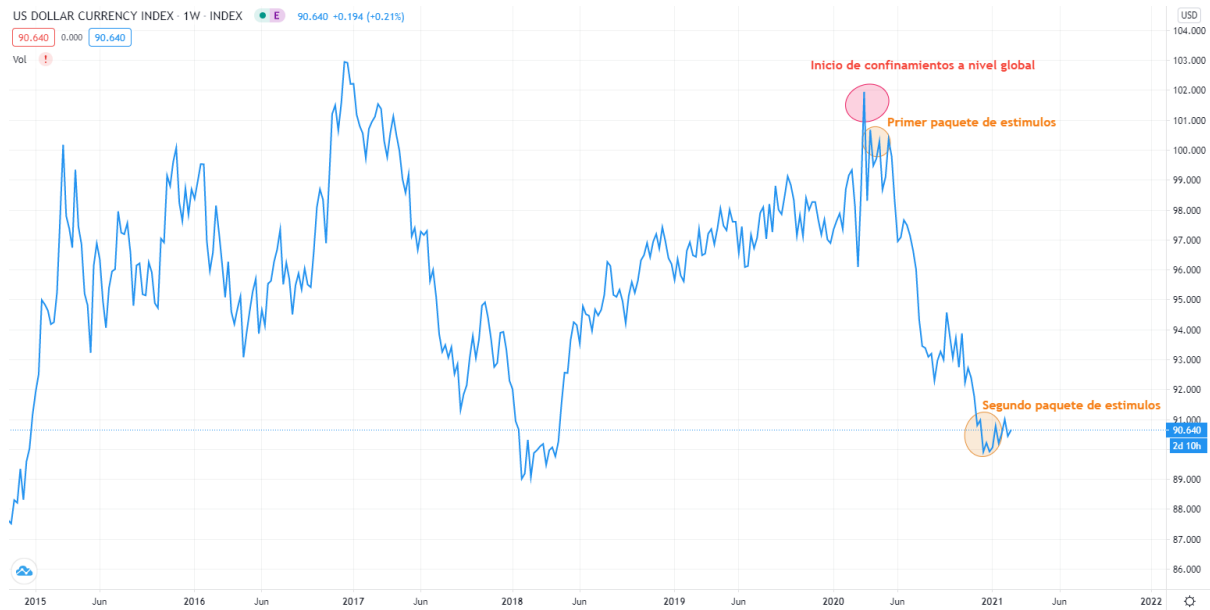


Figura 8. Índice del Dólar. Fuente: TradingView.

El índice del dólar [Figura 8] es una medida del valor del dólar frente a un conjunto de monedas extranjeras. La pandemia del COVID-19 es una externalidad que ha sacudido también a los mercados de divisas globales, es de suponer que los países más afectados por la pandemia experimenten mayores depreciaciones de sus divisas frente a otros países que no hayan sido tan afectados, como Nueva Zelanda o Australia, a consecuencia de la necesidad de mayores estímulos, que incluyen ayudas tales como los paquetes de estímulos.

Figura 9.

a)



b)



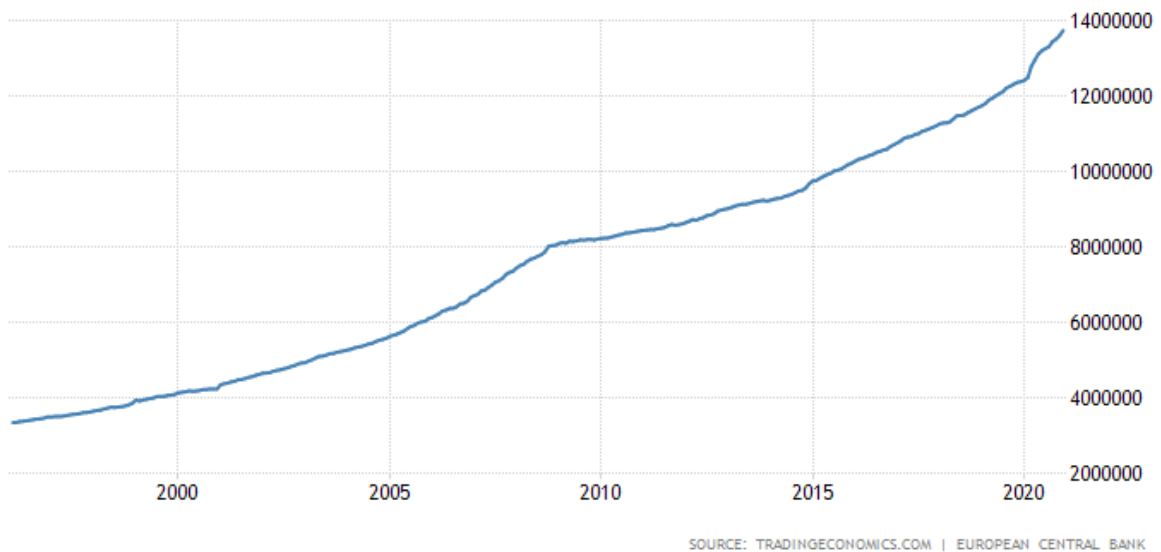
- a) Índice del dólar neozelandés utilizando como fuente la plataforma de gráficos Tradingview
- b) Índice del dólar australiano utilizando como fuente la plataforma de gráficos Tradingview

Cómo se observa [Figura 8 y 9], países como Nueva Zelanda o Australia han visto sus divisas apreciarse frente al dólar estadounidense. Un aumento de masa monetaria, de emisión de deuda soberana y de estímulos, son los causantes de la depreciación del dólar.

Figura 10. a)



b)



a) EUR/USD. Herramienta TradingView. Fuente: Broker OANDA

b) Masa monetaria M2 en la zona Euro. Fuente: TradingEconomics.com

De hecho comparando el dólar americano frente al euro, divisas de dos regiones gravemente afectadas por la pandemia, seguimos observando una mayor depreciación en el dólar americano [Figura 10(a)], explicada por un menor aumento de la masa monetaria en la zona Euro, del 13% frente al 25% [Figura 10(b) y 7] y por tanto se asume que la masa monetaria devalúa de forma directa el valor de la divisa local frente a la cesta de divisas extranjeras. La depreciación del dólar genera efectos negativos sobre las importaciones y genera efectos positivos sobre las exportaciones ya que adquirir bienes extranjeros es más caro y los productos locales se vuelven más competitivos en el extranjero.

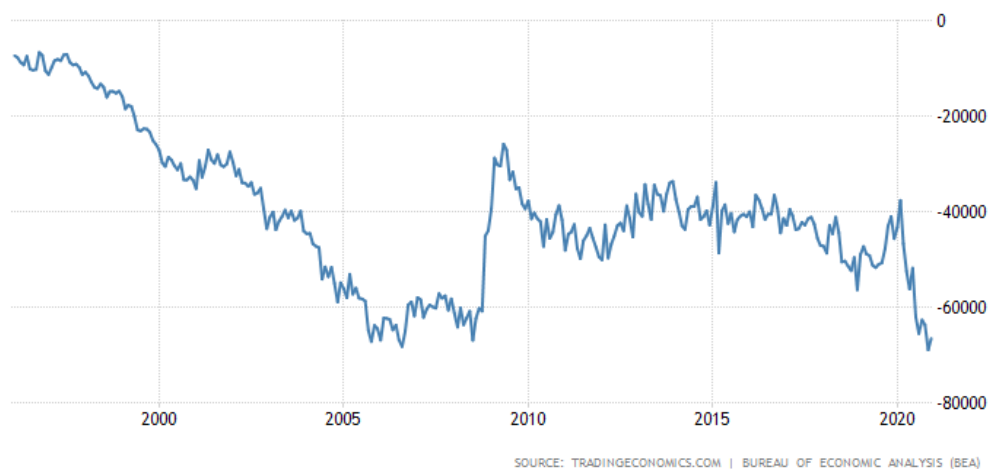


Figura 11. Balanza comercial de EE.UU en miles de millones USD. Fuente: TradingEconomics.com

A efectos absolutos, dada la balanza comercial en déficit de EE.UU [Figura 11] un dólar más débil genera más efectos negativos que positivos, ya que EE.UU depende de las importaciones de bienes extranjeros.

4.3.1 Riesgos

La impresión de dinero puede generar desconfianza en la divisa local, generar dependencia de estímulos constantes en la economía y de producirse un gran aumento de la masa monetaria y un descenso menor del esperado en la velocidad del dinero debido a transferencias directas al ciudadano podría generar efectos inflacionarios peligrosos para la economía, además de burbujas o perturbaciones en mercados financieros.

A diferencia de otras crisis, en 2020 todos los mercados estadounidenses han experimentado alzas, incluyendo a su vez valores refugio como el Oro, Plata o incluso el Bitcoin, considerando este último valor refugio debido a sus características de escasez. La facilidad de las empresas americanas de obtener crédito barato debido a los bajos tipos de interés, los estímulos, la devaluación del dólar, el miedo a la inflación y la gran cantidad de personas con acceso a internet y tiempo en casa a causa de la pandemia han contribuido a estas alzas.

Figura 12.

a)

b)



a) Gráfico de la cotización en bolsa de GME (Gamestop). Fuente: TradingView.

b) Gráfico de la cotización en bolsa de AMC (AMC Networks). Fuente: TradingView.

Un ejemplo de la alta especulación reciente en los mercados de valores son las acciones de GameStop (GME) o AMC [Figura 12 (a y b)], ambas empresas se encontraban gravemente afectadas antes de la pandemia y aún más tras ella. Las acciones de GME y AMC sufrieron los efectos de un “pump & dump” producido de forma coordinada por los usuarios de la red social Reddit. Los usuarios decidieron comprar en masa estas acciones debido a una alta concentración de posiciones en corto por parte de fondos institucionales, su intención era lograr un “short squeeze” y liquidar los fondos con posiciones en corto. Ésta especulación ha causado en 2021 que GME haya sufrido una subida del 2700%, una posterior bajada del -92% y una subida del 500%, subiendo a fecha del 10/03/2021 más de un 1200% en lo que va de año. Por su parte AMC ha sufrido una subida del 800%, una bajada del -70% y una subida del 80% dejando a fecha del 10/03/2021 una subida del 380%.

Índice	S&P500	DOW	Nasdaq
Media 10 años	11,45%	10,83%	16,68%
Variación 2020	18,50%	8,56%	45,80%

Figura 13. Variación media de los principales índices bursátiles estadounidenses (2010-2019) y variación en 2020. Elaboración propia con datos de Investing.com

Los principales índices americanos, el S&P 500, el Dow Jones y el Nasdaq cerraron el año con ganancias del 18.5%, 8.56% y 45.8% respectivamente mientras que el índice europeo STOXX 50 cerró el año con un -5.35% [Figura 13 y 14(a)], es de esperar que debido a la pandemia las empresas tecnológicas hayan podido generar mayor caja que en años previos y explicar por tanto el crecimiento del Nasdaq mientras que el tejido productivo, que en su mayoría se sitúa en el Dow Jones haya sufrido más las consecuencias, no obstante los crecimientos en el Nasdaq y en el S&P en el año 2020 son muy superiores a la media de 10 años, siendo del 16.68% para el Nasdaq y 11.45% para el S&P [Figura 13].

Otros indicadores para analizar el mercado y considerar que los mercados de valores pueden correr riesgo es observando el comportamiento de activos refugios como el oro, la plata o debido a su limitada circulación, el Bitcoin. El oro ha subido un +17% desde 2020 mientras que la plata un + 54% [Figura 14(b)], por su parte el Bitcoin, que tiene menor capitalización, mayor especulación y mayor volatilidad ha subido un 700% en el 2020.

Figura 14. Variaciones de los principales mercados financieros.



- a) Variación del S&P500 (naranja), Nasdaq (azul), Dow Jones (cyan) y STOXX 50 (amarillo) desde 01/2020 hasta 01/2021
- b) Variación del Oro (amarillo) y la Plata (negro) desde 01/2020 hasta 03/2021

5. Conclusión

Una vez analizadas las diversas políticas monetarias no convencionales que se han aplicado a lo largo de estos últimos años desde la crisis del 2008 y que se seguirán utilizando de manera frecuente a lo largo del tiempo, podemos afirmar que el mantra que envuelve a estas políticas sobre que un aumento de la masa monetaria genera necesariamente inflación no tiene por qué ser necesariamente cierto, ya que la inflación depende también de la velocidad a la que ese dinero nuevo se demande/mueva y por tanto una gran impresión de dinero sin canalizarse a la economía o canalizada controladamente no generaría inflación.

No obstante la evidencia también nos muestra que a raíz de la crisis del COVID-19 se observa en Europa y sobre todo en los Estados Unidos un aumento histórico en la masa monetaria, que a diferencia de en anteriores crisis, se está produciendo una transferencia directa de parte de este nuevo dinero a la población mediante cheques de estímulos o subsidios para prevenir despidos masivos, además de encontrarnos con un aumento del ahorro en las familias que perciben ingresos. Esta transferencia directa, relacionada con la teoría del dinero de helicóptero junto a la cantidad histórica de ahorro en un escenario de incertidumbre parece efectivamente estar generando movimientos inflacionarios, aunque no en los precios al consumo como se tiende a pensar si no que estos movimientos inflacionarios se están trasladando de forma directa a la especulación, inflando las valoraciones bursátiles y generando inestabilidades e ineficiencias en los mercados como los observados en la Figura 12, 13 y 14. Además en las Figuras 8 y 9 se observa una clara relación entre la masa monetaria y el valor de la divisa frente a una cesta de divisas extranjeras, esta depreciación influye negativamente en el país y los precios si es netamente importador, como en EE.UU.

Se concluye por tanto que si bien un aumento de masa monetaria no tiene por que necesariamente generar inflación sin una debida canalización de la misma, un ingreso directo a la población de esta masa monetaria si puede causar perturbaciones en la economía, los mercados financieros e incluso la inflación, ya que ese dinero se destina a las diversas preferencias de los individuos que conforman una sociedad y que actúan de manera impredecible e irracional, al contrario de como lo harían agentes económicos plenamente racionales, tal como se asumiría en la teoría económica.

6. Bibliografía

- Friedman, M. (1969) The Optimum Quantity of Money and Other Essays. ISBN 978-0202060309
- Keynes, J. (1936). Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero. ISBN 978-9681668419
- Bernanke, B. (2014). At The Annual Meeting Of The American Economic Association. Philadelphia, Pennsylvania. [En línea]. [Consultado 03-12-2020]. Disponible en: <https://www.aeaweb.org/webcasts/2014/Bernanke/NewStandardPlayer.html?plugin=HTML5&mimetype=video%2Fmp4>
- Vikram, H. & Emanuel, K. (2020). Back To Basics: What Are Negative Interest Rates?. [En línea]. [Consultado 04-12-2020]. Disponible en: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2020/03/pdf/what-are-negative-interest-rates-basics.pdf>
- Eggertsson, G. (2003). How to Fight Deflation in a Liquidity Trap: Committing to Being Irresponsible. [En línea] [Consultado 04-12-2020]. Disponible en: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2003/wp0364.pdf>
- Bernanke, B. (2016). Modifying the Fed's policy framework: Does a higher inflation target beat negative interest rates?. [En línea]. [Consultado 16-03-2021]. Disponible en: <https://www.brookings.edu/blog/ben-bernanke/2016/09/13/modifying-the-feds-policy-framework-does-a-higher-inflation-target-beat-negative-interest-rates/>
- Consumer Financial Protection Bureau. (2021). A guide to COVID-19 economic stimulus relief. [En línea]. [Consultado 18-03-2021]. Disponible en: <https://consumerfinance.gov/about-us/blog/guide-covid-19-economic-stimulus-checks>
- Irs.gov. (2021). Treasury and IRS begin delivering second round of Economic Impact Payments to millions of Americans. Internal Revenue Service. [En línea]. [Consultado 18-03-2021]. Disponible en: <https://www.irs.gov/newsroom/treasury-and-irs-begin-delivering-second-round-of-economic-impact-payments-to-millions-of-americans>
- Kalemli Ozcan, S., (2020). Are Macro and Credit Policies Enough?. [En línea]. [Consultado 23-03-2021]. Disponible en:

<https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/covid19-special-notes/en-special-series-on-covid-19-macro-and-credit-policies-com.ashx>

- Muellbauer, J., (2021). Combatting Eurozone deflation: QE for the people. [En línea]. [Consultado 01-04-2021] Disponible en: <https://voxeu.org/article/combating-eurozone-deflation-qe-people>
- Steve H. Hanke & Alex K. F. Kwok (2009). On the Measurement of Zimbabwe's Hyperinflation. [En línea]. [Consultado 06-05-2021]. Disponible en: <https://www.cato.org/sites/cato.org/files/serials/files/cato-journal/2009/5/cj29n2-8.pdf>