

Las políticas monetarias de las economías avanzadas tras la crisis

*Pilar L'Hotellerie-Fallois y Javier Vallés**

La crisis económica y financiera ha supuesto cambios muy relevantes en la conducción de la política monetaria de las economías avanzadas. Ello obligó a los bancos centrales a innovar en su forma de operar, pues el arsenal de instrumentos convencionales –fundamentalmente los tipos de interés– empleados en la etapa anterior no resultaba suficiente. Las lecciones aprendidas desde 2007 muestran que no es posible volver a la forma de hacer política monetaria del pasado. Entre otras consecuencias, supondrán la asunción de nuevas responsabilidades en el ámbito de la estabilidad financiera por parte de los bancos centrales y por tanto cambios en los objetivos y en el diseño de los marcos de política monetaria.

Durante el prolongado período de crecimiento con baja inflación que precedió a la crisis, la política monetaria parecía haber encontrado las claves de su contribución a la estabilidad macroeconómica. Estas se centraban en el establecimiento de un objetivo claro, la estabilidad de precios, y de un marco de actuación caracterizado por la independencia con respecto a otras políticas y por el manejo de un conjunto reducido y bien definido de instrumentos. Las estrategias de objetivos de inflación obedecían a estas claves.

La crisis ha puesto en cuestión ese consenso sobre la política monetaria en varios frentes. Por un lado, la gran intensidad de la recesión a la que dio lugar y la lentitud de la recuperación posterior –sujeta al ajuste de importantes desequilibrios en los balances no solo del sector financiero, sino de gobiernos, familias y empresas– ha obligado a los bancos centrales a actuar en un entorno muy diferente del vigente en la etapa expansiva. Un entorno caracterizado por la recesión y el riesgo de deflación, en lugar de crecimiento e inflación,

y en el que, además, otras políticas, notablemente la política fiscal, agotaron pronto su capacidad para actuar contracíclicamente. Esto ha supuesto que los bancos centrales, aún dentro del cumplimiento de su mandato, hayan tenido que reorientar su actuación a evitar la caída en escenarios recesivos, primero, y a apoyar la débil recuperación económica, después, y, que hayan tenido que dar este apoyo casi en solitario.

Este cambio de entorno ha obligado a los bancos centrales a innovar en su forma de operar, pues el arsenal de instrumentos convencionales –los tipos de interés– empleados en la etapa anterior no resultaba suficiente. Así, han tenido que utilizar medidas no convencionales de carácter cuantitativo y nuevas estrategias de comunicación, lo que ha supuesto un cambio de instrumentación de gran calado. Aunque las acciones emprendidas hayan sido necesarias, primero para estabilizar el sistema financiero y evitar un derrumbe más drástico aun de la actividad y, después, para sostener la recuperación, la transición hacia escenarios más

* Dirección general adjunta de Asuntos Internacionales, Banco de España. Las opiniones presentadas en este artículo son responsabilidad de los autores y no representan las posiciones del Banco de España sobre estos temas.

normalizados de crecimiento va a estar rodeada de retos importantes para los bancos centrales, que habrán de afrontar la salida de esas medidas extraordinarias.

Aunque las acciones emprendidas hayan sido necesarias, primero para estabilizar el sistema financiero y evitar un derrumbe más drástico aún de la actividad y, después, para sostener la recuperación, la transición hacia escenarios más normalizados de crecimiento va a estar rodeada de retos importantes para los bancos centrales, que habrán de afrontar la salida de esas medidas extraordinarias.

Pero más allá de las acciones inmediatas para normalizar el sistema financiero e impulsar la recuperación económica, que pueden tener un carácter temporal y en cierto modo extraordinario, las lecciones aprendidas de este episodio muestran que no es posible volver a la forma de hacer política monetaria del pasado. Aunque el debate sobre cómo diseñar el marco de actuación de la política monetaria, y del resto de políticas económicas del futuro no está ni mucho menos cerrado, algunos puntos ya parecen claros. En primer lugar, la necesidad de actuar en un contexto recesivo y la mayor incertidumbre sobre la relación entre precios y actividad económica ha puesto de manifiesto los límites de la versión más cerrada de las estrategias de objetivos de inflación. Por otra parte, la crisis se gestó durante la etapa expansiva, sin que la acumulación de desequilibrios macrofinancieros fuera percibida o, al menos, sin que se apreciara su verdadera trascendencia, denotando la falta de atención a los temas relacionados con la estabilidad financiera. Esta ha pasado a situarse ahora como objetivo primordial de la política económica, y sus puntos de interacción con la estabilidad de precios apuntan a que las consideraciones de estabilidad financiera serán, de alguna forma, parte del marco de decisión de los bancos centrales a partir de ahora.

El resto del artículo repasa los temas apuntados en los párrafos anteriores, empezando por recordar el consenso sobre política monetaria anterior a la crisis, para pasar luego a las lecciones aprendidas de esta última. A continuación, se describe la actuación de los bancos centrales durante la crisis y la etapa de recuperación, y se señalan los riesgos que estas actuaciones plantean en el medio plazo¹. El artículo termina con una serie de consideraciones sobre el diseño de los marcos de política monetaria en el futuro.

El consenso antes de la gran recesión

Durante las dos décadas de inflación estable y contenida que precedieron a la gran recesión en las economías avanzadas (gráfico 1) se configuró un consenso entre académicos y banqueros centrales sobre la mejor forma de ejecutar la política monetaria (véase, por ejemplo, Bean *et al.* 2010).

El objetivo prioritario era la estabilidad de precios en el medio plazo. De hecho, muchos bancos centrales en los noventa adoptaron una estrategia formal de objetivos de inflación (*inflation targeting framework*), incluyendo una referencia cuantitativa explícita, que trataban de cumplir en un horizonte determinado. Nueva Zelanda fue el primer país en instaurar formalmente esta estrategia en 1989, Reino Unido la adoptó en 1992 y España lo hizo entre 1994 y 1999. En la práctica la estrategia de objetivos de inflación ha terminado entendiéndose de forma flexible (*flexible inflation targeting*), pues el objetivo prioritario de estabilidad de precios queda de alguna forma matizado por otras consideraciones, como el crecimiento económico o la estabilidad financiera, lo cual da un cierto grado de discrecionalidad.

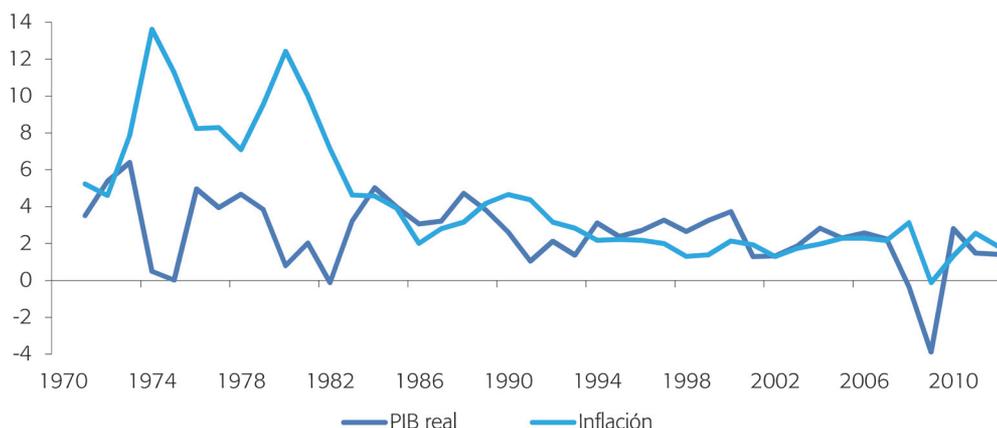
Hoy las estrategias de política monetaria basadas en el principio de estabilidad de precios están generalizadas, pero cada uno de los grandes bancos centrales conserva un mandato y una instrumentación diferentes. Así el Banco Central Europeo

¹ Una panorámica más extensa de estos temas puede verse en Berganza *et al.* (2013).

Gráfico 1

Evolución del PIB y la inflación en el G-7: 1971 - 2012

(% Variación interanual)



Fuente: OCDE.

tiene una estrategia de dos pilares para conseguir la estabilidad de precios, en la que se consideran de manera independiente la evolución del dinero y el crédito. La Reserva Federal tiene un mandato dual, que recientemente ha formulado en términos de desviaciones de la inflación respecto de un objetivo de medio plazo, y de desviaciones del desempleo respecto del nivel considerado normal. Por su parte, el Banco de Japón tras haber usado una referencia cuantitativa de estabilidad de precios en el medio plazo, teniendo en cuenta también el crecimiento y la estabilidad financiera, ha pasado a formular un objetivo de inflación del 2% en un plazo de dos años como forma de acabar con la deflación.

Hay varios elementos comunes que subyacen a estas estrategias. En primer lugar, la primacía otorgada a la estabilidad de precios, basada en la constatación de que altas tasas de inflación y una elevada variabilidad de precios tienen costes significativos para la sociedad, y que en el largo plazo no hay un *trade-off* entre actividad y precios. La situación de Japón en los noventa y la actual crisis financiera han reforzado la creencia de que no solo altas tasas de inflación sino también la deflación conllevan importantes riesgos.

En segundo lugar, la relevancia de las expectativas para lograr que la inflación esperada alcance en el largo plazo los objetivos marcados por el banco central. La rigidez de precios y salarios, y la incertidumbre sobre la estructura y la dinámica de la economía hacen que las decisiones monetarias se transmitan con retardo.

En tercer lugar, la utilización del tipo de interés como instrumento de política, dada la inestabilidad de la relación entre los agregados monetarios y los objetivos finales. Para contribuir a que los agentes formen sus expectativas, el banco central debe comunicar al público cómo responde de forma sistemática con el tipo de interés a los cambios en el entorno económico.

En cuarto lugar, la transparencia en la actuación del banco central, que supone explicar regularmente la situación económica, la forma en que actúa la política monetaria y las opciones para cumplir los objetivos marcados. Esto es más relevante si cabe bajo reglas de tipos de interés, que afectan a las variables de actividad a través del tipo de interés real (canal de expectativas).

Por último, la independencia del banco central y la asunción de responsabilidades para cumplir

los objetivos. Se trata de garantizar que los gobiernos no tienen incentivos a generar inflación en el corto plazo, alejándose del óptimo de medio y largo plazo. Y el compromiso del banco central con el cumplimiento de los objetivos encomendados y la comunicación de cómo se van a conseguir genera la necesaria credibilidad de su política.

Esta visión común sobre el marco en que opera la política monetaria, reforzó la creencia en su efectividad para contener la inflación y mantener el crecimiento alrededor de su nivel potencial. Además, el limitado rol estabilizador otorgado a la política fiscal, que era vista fundamentalmente como un instrumento útil para garantizar la sostenibilidad de la deuda pública, ayudaba a dar relevancia a la política monetaria como política contracíclica, apoyada en su mayor flexibilidad y su aislamiento de la presión política.

Las consecuencias de la crisis para la política monetaria

La crisis ha tenido al menos dos consecuencias, de diferente naturaleza, pero ambas muy importantes para los bancos centrales y su forma de hacer política monetaria. La primera sobre la respuesta adecuada a un *shock* de naturaleza financiera y carácter global, que se asemeja al que se produjo en la Gran Depresión. Y la segunda sobre cómo introducir las consideraciones sobre estabilidad financiera en el marco de actuación futuro.

En los meses alrededor del potentísimo *shock* de 2007-2008 los bancos centrales tuvieron un papel singular para estabilizar el sistema financiero. Como prestamistas de última instancia tomaron medidas extraordinarias de liquidez y de apoyo al crédito, algunas de ellas de forma coordinada dado el carácter global del *shock*. Se aumentó la cantidad y el plazo de las líneas de liquidez, flexibilizando la contrapartida de colateral y el conjunto de instituciones que podían acceder a las mismas. Las acciones en los sistemas de compensación y liquidación de pagos también evitaron un colapso de las transacciones entre los bancos tras la caída de Lehman.

Y por supuesto se relajaron los tipos de interés, en algunos casos alcanzando el límite de cero. Todo ello ayudó a contener las primas de crédito y de liquidez y evitar los riesgos deflacionistas. Junto a ello los supervisores decidieron analizar la solvencia de sus sistemas bancarios y tomar acciones para garantizar su sostenibilidad.

La rápida respuesta monetaria, junto con las acciones llevadas a cabo en el frente fiscal, posiblemente evitaron una Gran Depresión como la de 1930.

La rápida respuesta monetaria, junto con las acciones llevadas a cabo en el frente fiscal, posiblemente evitaron una Gran Depresión como la de 1930. Pero a pesar de ello la economía mundial y especialmente las economías avanzadas se sumieron en un período prolongado de bajo crecimiento e inflación reducida. Cinco años después, el bajo crecimiento en algunas economías avanzadas ha impedido recuperar los niveles de actividad previos a la crisis y lo que es más dramático ha generado la pérdida de millones de puestos de trabajo, elevando las tasas de paro estructural. Esto obligó a los bancos centrales como veremos más adelante, a actuar en un entorno muy diferente del que caracterizó a la etapa anterior.

En otro nivel muy diferente, la crisis puso en cuestión las bases conceptuales y analíticas del período de la *gran moderación*, desde mediados de los ochenta hasta 2007, al poner de manifiesto al menos tres puntos (Mishkin, 2012):

- a) La estabilidad macroeconómica no garantiza la estabilidad financiera. La estabilidad de precios y el crecimiento sostenido no vinieron acompañados de estabilidad de los precios de los activos financieros o reales. De hecho países a un lado y otro del Atlántico experimentaron a lo largo de ese período un incremento muy significativo de los precios de la vivienda, acompañado de aumentos en el endeudamiento de empresas y hogares.

En algunos países desarrollados la composición del crecimiento estaba excesivamente sesgada hacia la demanda interna, en particular hacia la inversión en vivienda, y conllevó la generación de déficits por cuenta corriente persistentes que tenían que ser financiados recurrentemente por inversores externos, lo que suponía un debilitamiento de sus posiciones financieras. Como contrapartida, la generación de ahorro fundamentalmente por las economías emergentes (*savings glut*) permitió financiar esas posiciones. Seguramente los responsables económicos infraestimaron los riesgos que esta situación suponía en presencia de un *shock* financiero. Y tampoco se creía posible que la crisis financiera y los *sudden stops* de los países asiáticos en los ochenta pudieran repetirse en los países avanzados.

- b) La relevancia de políticas monetarias excesivamente laxas en la formación de desequilibrios. Existe un debate sobre cómo afectaron los tipos de interés excesivamente bajos a la aparición de burbujas inmobiliarias y de crédito durante el período de *gran moderación*. En un entorno de tipos bajos inversores e instituciones financieras asumen mayor riesgo en busca de mayor rentabilidad y el mayor precio de los activos favorece el crecimiento del crédito (Bean *et al.*, 2010 y BIS, 2012).

Un elemento adicional de este debate es el de cómo se incorpora a las reglas de tipos de interés la posible sobrevaloración de activos o el exceso de crédito. Igualmente se ha abierto una discusión sobre cómo se combina la política monetaria con la regulatoria para garantizar la estabilidad financiera además de la estabilidad de precios y el papel que deben jugar los bancos centrales.

Sin duda hay otros factores que también influyeron en la formación de estos desequilibrios y que compiten con la explicación del sesgo monetario. La innovación y

la desintermediación financiera, junto a un marco regulatorio insuficiente, aunque favorecieron el acceso al crédito y el reparto del riesgo, también propiciaron la existencia de riesgos ligados al desarrollo del ciclo financiero (Rajan, 2006).

- c) Las crisis financieras tienen efectos duraderos y muy negativos. Un *shock* financiero reduce el valor de los activos y el de los colaterales que se utilizan para aminorar los problemas de riesgo moral, generando un bucle negativo entre caída de la actividad y caída del precio de los activos (FMI, 2012).

Además, las crisis que han venido anticipadas por incrementos muy significativos de la deuda privada conllevan, con una elevada probabilidad, la aparición de crisis bancarias, que suelen preceder a las crisis de deuda soberana como la que vive la eurozona en estos momentos.

La evidencia histórica indica que las crisis de origen financiero tienen un impacto muy negativo en la actividad y su efecto suele ser más duradero que las crisis originadas por otros *shocks*. Y esto es también así cuando hay una corrección severa en el precio de la vivienda.

En resumen, la crisis financiera ha tenido consecuencias sobre las acciones inmediatas de los bancos centrales, que han tenido que reaccionar al impacto recesivo y posterior debilidad económica sobre la base de un instrumental más apropiado para etapas expansivas. Pero también ha cuestionado que la propia estrategia definida en la etapa anterior a la crisis sea un marco adecuado de decisión en tiempos normales.

La actuación de los bancos centrales desde 2008

La actuación de los bancos centrales tras la crisis se puede plantear como un “crescendo” de medidas orientadas a intensificar el tono expan-

sivo de la política monetaria, a medida que la recesión se prolongaba e intensificaba. Además de categorizar estas actuaciones resulta relevante racionalizarlas dentro del marco operativo de cada uno de los grandes bancos y hacer una primera valoración de sus efectos.

Las medidas no convencionales

Inicialmente, y antes de anunciarse la suspensión de pagos de Lehman, en septiembre de 2008, los bancos centrales de los cuatro mayores países desarrollados ya habían iniciado el proceso de reducción de los tipos de interés oficiales (gráfico 2). El estallido de la burbuja inmobiliaria en EE.UU. y los problemas en algunos mercados financieros habían propiciado una política más laxa desde el verano de 2007, que se vio reforzada a partir de Lehman. Los recortes fueron rápidos y en el primer semestre de 2009 todos los tipos oficiales se situaban próximos a cero —en el 1% en el caso del BCE—.

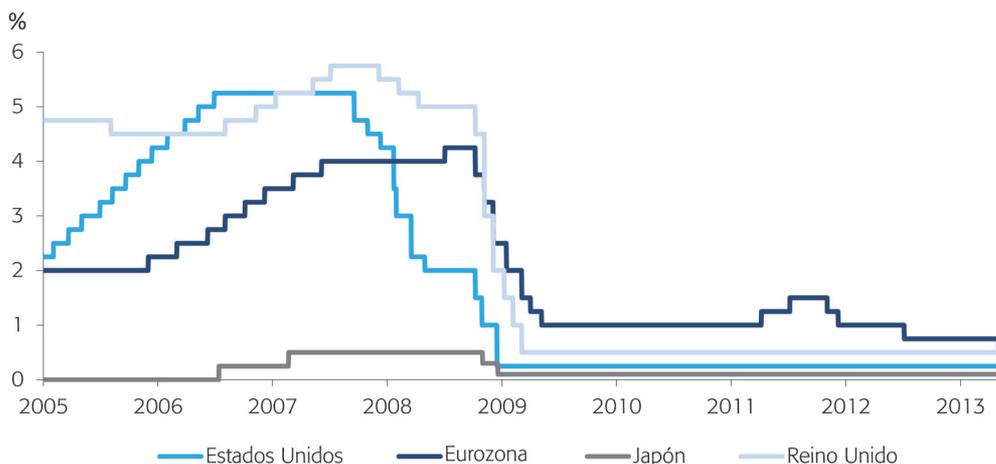
la Fed hizo préstamos a instituciones no bancarias como fondos monetarios o *primary dealers*; dio liquidez en mercados específicos como papel comercial o ABS; e hizo préstamos en subastas competitivas (TAF) y a instituciones específicas con problemas. El BCE, ya en marzo de 2008, extendió el plazo de suministro de liquidez a los bancos y, en octubre, también flexibilizó los procedimientos, relajando los requisitos y eliminando las subastas. El Banco de Inglaterra puso en marcha una línea especial de liquidez que intercambiaba MBS y ABS por deuda pública en abril de 2008. El Banco de Japón tomó una medida similar a la del BCE para su sistema bancario en diciembre de 2008. Y la Fed abrió líneas de *swaps* con los principales bancos centrales del mundo para garantizar la liquidez en dólares. Como consecuencia de estas operaciones extraordinarias de liquidez el tamaño de los balances de las cuatro instituciones ya había aumentado significativamente a finales de 2008 (gráfico 3).

Sin embargo, más allá de la provisión de liquidez, tras la crisis se pusieron en marcha medidas no convencionales de expansión cuantitativa, o *quantitative easing* (QE), con objeto de aumentar la efectividad contracíclica de la política monetaria. La presunción es que niveles de liquidez por encima de los que requieren tipos de interés casi

Estos movimientos en los tipos de interés se complementaron con medidas extraordinarias de liquidez tratando de restaurar el normal funcionamiento de los mercados financieros, sobre todo tras el *shock* que supuso la caída de Lehman. Así

Gráfico 2

Evolución del tipo de interés oficial

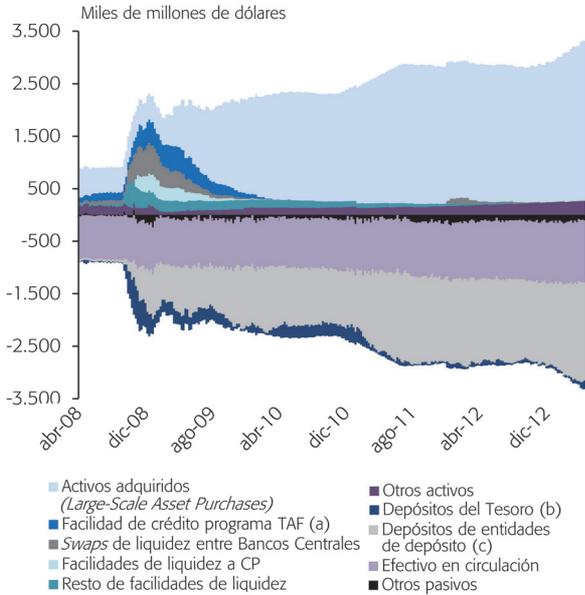


Fuente: Bloomberg.

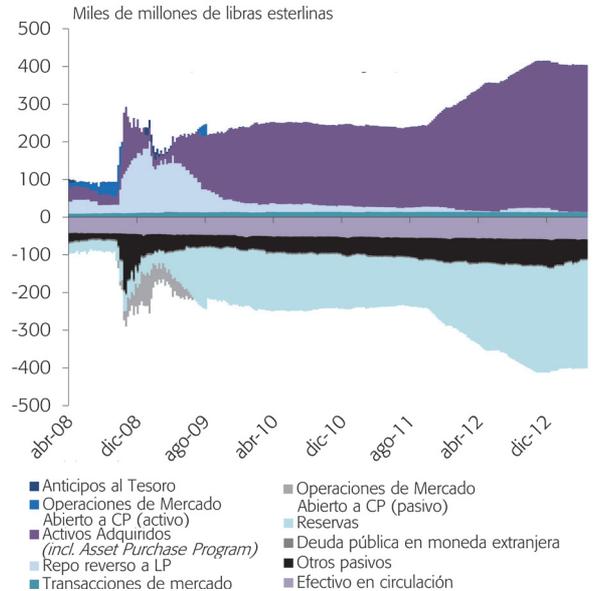
Gráfico 3

Balances de los bancos centrales

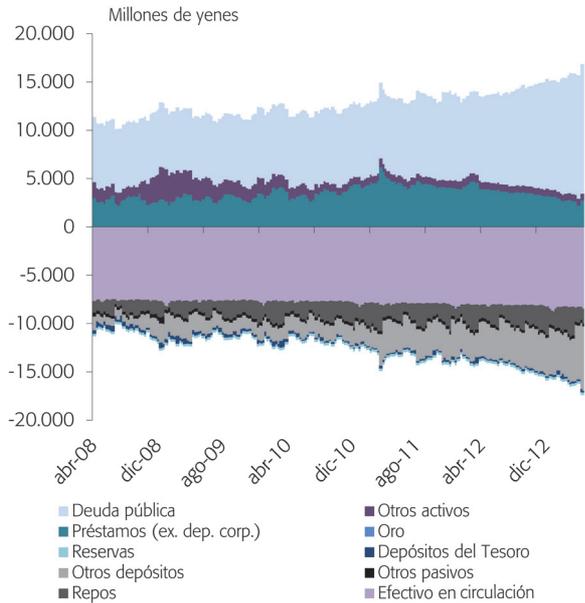
Balance de la Reserva Federal



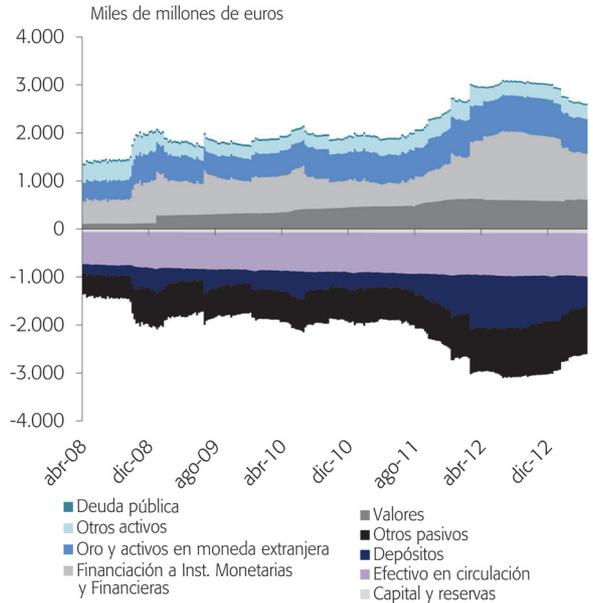
Balance del Banco de Inglaterra



Balance del Banco de Japón



Balance del Banco Central Europeo



(a) Term Auction Facility.

(b) Los depósitos mantenidos por el Tesoro en la Reserva Federal incluyen US Treasury General Account y US Treasury supplementary financing account.

(c) Incluye reserve balances, clearing balances y excess balances.

Fuentes: BCE, Bloomberg y Datastream.

nulos, acaban generando un aumento del gasto de los agentes o normalizando la transmisión de los impulsos monetarios.

La primera fase con actuaciones de expansión monetaria tuvo lugar entre el otoño de 2008 y finales de 2009. El programa QE1 de la Fed en noviembre de 2008 y marzo de 2009 era fundamentalmente para la compra de deuda y titulizaciones hipotecarias respaldadas por las agencias del gobierno (GSE) y en menor medida bonos del Tesoro. El Banco de Japón en diciembre de 2008 inició diversos programas de compra de deuda pública y deuda empresarial que continuaron a lo largo de 2009. En marzo de 2009, el Banco de Inglaterra anunció la compra en firme de deuda pública de medio y largo plazo, financiada con la emisión de reservas bancarias, a través de la *Asset Purchase Facility* (APF). Y en mayo de 2009 el BCE inicia la compra de bonos garantizados (*covered bonds*) a la vez que extendió a un año la liquidez a los bancos (LTRO). Como puede comprobarse en el gráfico 3 son los balances de la Fed y del BoE los que más aumentan durante este período ligado a la compra en firme de activos. En cambio la actividad del BCE y del Banco de Japón se centra más en dar préstamos a sus entidades financieras.

En mayo de 2010 comenzó una segunda fase de medidas no convencionales. En Europa con el estallido de la crisis de la deuda soberana se inicia la compra de deuda a través del *Securities Markets Program* (SMP). Sin embargo este programa difiere de otras compras de activos ya que no se anuncia ninguna cantidad y solo se utiliza para proveer liquidez en aquellos mercados que no funcionan adecuadamente. De hecho, dado que las compras eran esterilizadas para que no aumentara la liquidez total del sistema se puede considerar una medida de *credit easing* y no de *quantitative easing*. La mayoría de compras bajo este programa se realizó en la primavera/verano de 2010 y posteriormente en verano/otoño de 2011 al resurgir la presión sobre los países europeos bajo estrés sobre su deuda soberana. Además, en octubre de 2011 el BCE puso en marcha un segundo programa de compra de bonos garan-

tizados (*covered bonds*) y, posteriormente, anunció la realización de subastas de liquidez a tres años (LTRO). Las dos subastas de este tipo dieron lugar a un significativo aumento del balance del BCE a principios de 2012. Finalmente, en agosto de 2012 se anunció el *Outright Monetary Transaction* (OMT) que sustituye al SMP, pero que no ha sido solicitado por ningún país miembro.

En EE.UU. los riesgos deflacionistas y la lenta recuperación económica llevaron a la Fed a anunciar un QE2 en noviembre de 2010 que consistía en la compra de bonos del Tesoro por una cantidad determinada hasta junio de 2011. En septiembre de 2011 anunció la compra de deuda pública de largo plazo y la venta de la de corto plazo (operación *Twist*) para reducir los tipos de interés de largo plazo. Y en septiembre de 2012 inició una nueva ronda de QE (QE3), consistente en comprar titulizaciones hipotecarias (MBS) y bonos del Tesoro por 85 billones de dólares al mes.

En Japón, primero en octubre de 2010 y después en otoño de 2011, se reconsideró la fórmula de compra de activos *Asset Purchase Program*, (APP) dentro de una estrategia más general *Comprehensive Monetary Easing*, (CME). Ello llevó a aumentar el volumen y el tipo de activos que se compraban, incluyendo fondos de inversión e inmobiliarios. Y en marzo de 2012 se ampliaron también las líneas de financiación a las instituciones financieras condicionadas al otorgamiento de crédito final *Growth Supporting Funding Facility*, (GSFF) que se habían iniciado en junio de 2010. La contracción de la actividad en la segunda mitad de 2012 llevó al banco central a una nueva ronda de compras de activos en octubre y diciembre de 2012; y a la creación de líneas de liquidez ilimitadas para nuevos créditos al sector no financiero *Stimulating Bank Lending Facility*, (SBLF) en octubre de 2012.

Igualmente, el Reino Unido aumentó la compra de activos, fundamentalmente títulos de deuda pública, a través de la APF, en octubre de 2011, febrero y julio de 2012. Y se lanzó el *Funding for Lending Scheme* (FLS) para favorecer la disponibilidad de crédito en julio de 2012. En abril de 2013

se ha ampliado el programa tratando de favorecer el acceso al crédito de las pequeñas y medianas empresas dado que son los agentes que más dificultades de financiación están teniendo.

Algunos bancos centrales han acompañado la expansión cuantitativa con la utilización de la comunicación sobre cómo consideran que evolucionarán los tipos de interés en el futuro, en lo que se denomina manejo de las expectativas o *forward guidance* y que constituye el segundo elemento de política no convencional tras la crisis de 2008.

Algunos bancos centrales han acompañado la expansión cuantitativa con la utilización de la comunicación sobre cómo consideran que evolucionarán los tipos de interés en el futuro, en lo que se denomina manejo de las expectativas o forward guidance y que constituye el segundo elemento de política no convencional tras la crisis de 2008.

La teoría keynesiana argumentaba que la política monetaria era ineficaz cuando los tipos de interés están próximos a cero. Sin embargo, las investigaciones de Krugman (1998), entre otros, a raíz de la experiencia japonesa de finales del siglo pasado, y de Woodford (2012) apoyan la efectividad de los anuncios del banco central sobre tipos de interés en el futuro. Si se mantienen los tipos oficiales a cero incluso cuando la economía muestre un comportamiento más dinámico y estos anuncios son crebles afectarán a las expectativas de los agentes. Y a través de la estructura temporal de tipos de interés y del precio de los activos los anuncios de una futura política acomodaticia afectarán al gasto presente.

La Fed comenzó a utilizar la *forward guidance* de forma implícita en diciembre de 2008 al afirmar que mantendría el tipo de interés reducido *for some time* y en marzo de 2009 *for an extended period*. Y fue más explícito al empeorar las condiciones económicas y financieras en agosto de

2011, utilizando una fecha específica primero mediados de 2013 y después (a partir de septiembre de 2012) mediados de 2015. Pero fue en diciembre de 2012 cuando hizo el anuncio de mantener los tipos de interés en el nivel actual condicionado al estado de la economía: mientras la tasa de paro no sea inferior al 6,5% y la tasa de inflación de medio plazo no supere el 2,5%.

El Banco de Japón introdujo la política de *forward guidance* en octubre de 2010 junto a acciones más agresivas tanto de compra de activos como de tipos de interés en las operaciones de mercado abierto. Se anunció que los tipos de interés se mantendrían en cero (alrededor de 0-0,1%) hasta conseguir la referencia de estabilidad de precios de medio plazo. En abril de 2013, con un nuevo gobierno y un nuevo gobernador, se han producido cambios sustanciales en el marco de actuación. Se ha elevado el objetivo de inflación del 1% al 2% y se ha fijado un horizonte de dos años para cumplirlo. Además, se ha pasado de una instrumentación de tipo de interés a otra de *monetary easing* en la que se pretende doblar la base monetaria en dos años, fundamentalmente con las compras de deuda pública.

Y recientemente también el Banco de Inglaterra, en marzo de 2013 y a petición del Tesoro, está analizando los beneficios de una estrategia monetaria más agresiva basada en *forward guidance*.

Racionalización de las actuaciones por parte de cada banco central

Aunque el conjunto de medidas no convencionales anteriormente descrito tiene muchas similitudes entre bancos centrales, cada uno de ellos ha adaptado dichas medidas a las singularidades de su sistema financiero, al mandato de su banco central y, en general, a su propio marco institucional.

Así, la Reserva Federal tiene un mandato dual de promover la estabilidad de precios y maximizar el empleo. Y en sus comunicados desde 2008 ha repetido que el propósito de la compra de acti-

vos ha sido favorecer la recuperación de la economía reduciendo los tipos de interés de largo plazo y asegurando que la inflación se mantiene en niveles consistentes con su mandato. Trata de impulsar la compra de activos con más riesgo recomponiendo la cartera de los intermediarios financieros. Pero igualmente al inicio de la crisis se preocupó especialmente (con el QE1) por la recuperación del sector inmobiliario, reduciendo el coste de financiación a través de la compra de MBS y otra deuda de las agencias federales.

La dificultad por parte del público de anticipar el comportamiento de la política monetaria al alcanzar los tipos de interés el límite inferior de cero llevó a la Fed a complementar la compra de activos con la *forward guidance*. La regla anunciada en 2012 con umbrales numéricos supone que los tipos de interés en los próximos años serían más expansivos que los que señalaría una regla de Taylor incluso si se pusiera más peso en las desviaciones de la actividad (Yellen, 2012). Los estudios sobre política monetaria óptima señalan que una regla que tenga por objetivo una senda de nivel de precios o de nivel de PIB nominal también permitiría recuperar el nivel de actividad y de precios previo a la crisis permitiendo transitoriamente desviaciones positivas de la tasa de inflación (Woodford, 2012). Se trata por tanto de un soporte teórico a reglas *state contingent* como la anunciada por la Reserva Federal.

El Banco de Inglaterra (BoE) tiene un objetivo de inflación en el medio plazo. Y la compra masiva de bonos públicos, al igual que en la Fed, pretende expandir la base monetaria y por tanto la demanda nominal de forma consistente con su objetivo de precios (*flexible inflation target*). En este contexto, en los *Inflation Report* de febrero y mayo de 2013 el Banco ha admitido la posibilidad de que la inflación pueda superar la referencia del 2% en un horizonte superior a dos años, siendo compatible con el cumplimiento del objetivo de precios. Además, el BoE también ha intervenido en sectores específicos aunque de forma menos activa que con la deuda pública. Inicialmente actuó comprando bonos privados para reducir los diferenciales de tipos de interés de estos segmen-

tos del mercado; de manera más significativa, en la actualidad ha puesto en marcha un programa, junto con el Tesoro británico, centrado en reducir el racionamiento de crédito a través del sector bancario (FLS).

Japón tiene un objetivo de estabilidad de precios, pero contrariamente al caso inglés, el problema al que se ha enfrentado su banco central durante la crisis es luchar contra la deflación. Dada la importancia de su sector bancario, al igual que en la zona del euro, la mayor parte del aumento en la liquidez ha sido a través de préstamos a los bancos. Pero también, como el BoE y la Fed, ha realizado compras de deuda pública tratando de reducir el tipo de interés de largo plazo; asimismo, como el BoE, ha estimulado el crédito final por parte del sistema bancario abriendo líneas específicas de financiación. A partir de 2013, previsiblemente en los próximos dos años, para aumentar las expectativas de forma consistente con un mayor objetivo de inflación, el Banco de Japón realizará una instrumentación mucho más agresiva de los diferentes programas de compra de activos públicos y privados.

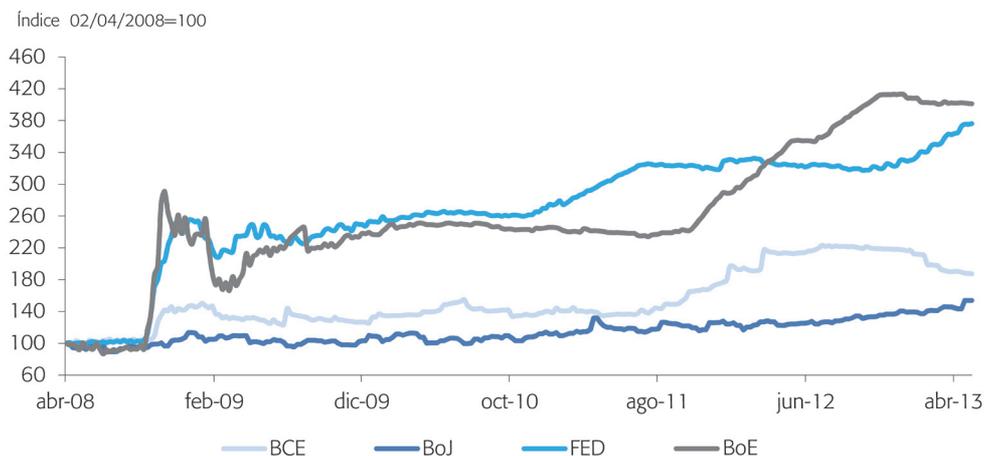
El BCE no sigue un esquema de *inflation targeting* pero también tiene una referencia cuantitativa de estabilidad de precios en el medio plazo. Su principal preocupación en la crisis ha sido restablecer la transmisión de la política monetaria en el conjunto de la eurozona y proveer de la necesaria liquidez a través del sistema financiero. Las distintas actuaciones de liquidez (LTROs) han tratado de restablecer la normalidad del mercado interbancario reduciendo las primas existentes. Más recientemente el anuncio de la OMT (y anteriormente SMP) hace frente al riesgo de fragmentación del euro. Además, como el resto de bancos centrales, con la compra de bonos garantizados ha tratado de dar liquidez y reducir el riesgo de un segmento del mercado específico muy importante para la financiación de los bancos.

El efecto de las medidas no convencionales

Como consecuencia de estas medidas no convencionales los balances de los bancos centrales

Gráfico 4

Comparación del balance de los bancos centrales: total activos



Fuente: Datastream.

han alcanzado unos niveles y una composición nunca vistos anteriormente. Desde 2008, la Fed ha triplicado el tamaño del balance, el Banco de Inglaterra lo ha multiplicado por cuatro, el BCE lo ha doblado y el balance del Banco de Japón se habrá más que doblado en 2014 (gráfico 4). Aunque estas compras de activos se han ido desarrollando en diferentes etapas desde finales de 2008 y su impacto puede diferir en cada caso, es interesante hacer una valoración de las mismas en términos de su impacto en los mercados y en las variables finales de gasto. También son importantes los efectos sobre otras economías (fundamentalmente vía flujos de capitales y variación en los tipos de cambio), que pueden ser incluso más difíciles de medir pero que sin duda influyen en la estabilidad macrofinanciera global.

Recientemente el FMI (2013a) ha llevado a cabo un análisis de cómo han evolucionado el mercado interbancario, el de deuda hipotecaria y el de deuda soberana a raíz de la intervención de los bancos centrales. En el mercado interbancario de Japón y la zona del euro, la liquidez que están dando los bancos centrales es todavía muy elevada y explica una parte importante de los diferenciales de tipos de interés. La Fed se ha convertido en un agente relevante en el mercado de deuda

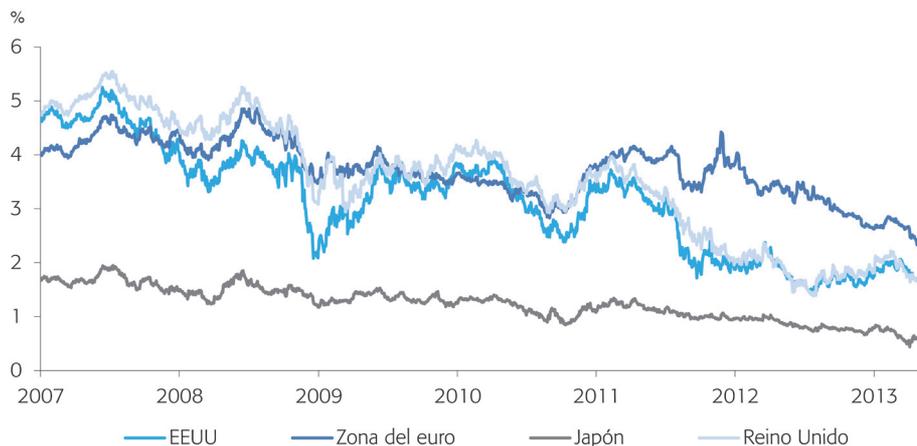
hipotecaria y su salida debería adecuarse a la normalización de las condiciones de funcionamiento.

La Fed y el BoJ tienen alrededor del 10% de la deuda pública de su país y el Banco de Inglaterra tiene el 25%, lo que puede suponer un riesgo para la estabilidad financiera. Aunque según el FMI las compras por parte de los bancos centrales parece que no han afectado a la liquidez del mercado, el diseño de la estrategia de salida que genere las menores distorsiones en su funcionamiento es un reto para el futuro. Igualmente desde el anuncio del programa OMT por parte del BCE las elevadas primas de riesgo de los países periféricos se han ido reduciendo.

Pero sin duda estas compras de deuda pública han tenido un efecto muy relevante en el nivel de los tipos de interés de largo plazo y por tanto en las decisiones de gasto de los agentes (gráfico 5). La mayor parte de las estimaciones econométricas han encontrado un efecto significativo. Por ejemplo, según el FMI (2013b), el primer programa QE1 en EE.UU. supuso una reducción de entre 90 y 200 pb en los bonos del Tesoro a diez años, aunque los efectos del programa QE2 son de menor magnitud. Más discusión suscitan los canales a través de los que ha operado esta reducción de tipos de interés. Parece que la compra masiva de

Gráfico 5

Tipos de interés a largo plazo. Bonos a 10 años



Fuente: Datastream.

deuda tiene un efecto señalización en los agentes económicos sobre el carácter más acomodaticio de la política monetaria que domina el propio efecto recomposición de la cartera de activos. Y este efecto señalización puede estar muy influido por la *forward guidance* que ha estado realizando la Fed (Woodford, 2012).

Las actuaciones llevadas a cabo por los bancos centrales han tenido como objetivo último el de apoyar la recuperación económica. A la hora de analizar el impacto en variables macroeconómicas, las diferencias entre metodologías y países son mayores. Aun así, cuando se utiliza una misma metodología se encuentran efectos significativos en el PIB (y en la inflación) de las cuatro áreas analizadas: una reducción en los tipos de interés de largo plazo de 100 pb eleva el crecimiento del PIB un 1%- 2% a lo largo de dos años, dependiendo de los países. Pero también estas magnitudes dependen del periodo muestral considerado y entrañan una elevada incertidumbre dada la inestabilidad que se ha encontrado en las estimaciones de los parámetros, en especial tras la crisis (FMI, 2013b).

En cualquier caso, lo que no se pone en duda es la influencia de todo este arsenal de medidas en restablecer la normalidad de los mercados finan-

cieros. Como prestamistas de última instancia, los bancos centrales han mitigado los problemas de liquidez y han favorecido el necesario desapalancamiento del sector bancario.

Los riesgos de las actuales medidas de expansión monetaria

En definitiva, los bancos centrales de las economías desarrolladas han imprimido un tono cada vez más expansivo a sus políticas monetarias, manteniéndolo por un tiempo récord. Esta prolongada expansión monetaria, y el tipo de medidas que se han utilizado para hacerla efectiva, no solo han generado una relajación de las condiciones financieras, sino que han elevado también, de manera sustancial, el peso de los bancos centrales en algunos segmentos de los mercados financieros, donde han pasado a jugar un papel central que no les correspondería en tiempos normales.

Sin embargo, la capacidad de la política monetaria para apoyar la recuperación es limitada, ya que no puede sustituir los procesos de reforma estructural ni solucionar los problemas de solvencia del sistema financiero. Frente a la tentación de mantener o intensificar la expansión monetaria más allá de lo razonable, sobrecargando la labor de los bancos centrales, es necesario plantear los

riesgos que ello implica (Bernanke, 2012). Aunque la propia salida de la situación de expansión monetaria —deshaciendo las medidas no convencionales introducidas en estos últimos años— entraña riesgos importantes, los riesgos de no salir son también muy significativos:

- Entre los primeros está naturalmente el riesgo de una salida precipitada, que aborte la recuperación antes de tiempo; la incertidumbre sobre cómo actúan las medidas no convencionales plantea riesgos operativos a la hora de deshacerlas, que hay que tener en cuenta; además, en la medida en la que los tipos de interés aumenten y se produzcan pérdidas de capital sobre las tenencias de activos, pueden producirse efectos importantes sobre los balances de los agentes, a nivel doméstico e internacional, que ocasionen pérdidas de riqueza.
- Pero los riesgos de no salir a tiempo son también muy relevantes; incluso lo son los riesgos de mantener prolongadamente unas políticas muy expansivas, aún cuando desde el punto de vista de la recuperación tuviera sentido hacerlo, dados sus efectos colaterales sobre la estabilidad financiera, entre otros aspectos. En este sentido, el uso de medidas macroprudenciales puede mitigar esos efectos no deseados.

Entre los factores que constituyen posibles amenazas para la estabilidad financiera, en una situación prolongada de tipos de interés bajos y compras masivas de activos, cabe mencionar: la formación de nuevas burbujas, por la búsqueda de rentabilidades en un contexto de bajos tipos de interés; el retraso en la reestructuración de los balances bancarios, cuya necesidad puede quedar enmascarada por los tipos bajos, y la refinanciación de créditos no solventes; el deterioro de la capacidad de generar beneficios por parte de los bancos y las dificultades para obtener renta de los inversores institucionales, por el aplanamiento de la curva de tipos a largo plazo; y las distorsiones en el funcionamiento de los mercados monetarios, eslabón fundamental en

la transmisión de la política monetaria. Los incentivos a la consolidación fiscal pueden verse también afectados en este entorno de bajo coste de la deuda y compras masivas de deuda pública.

Un aspecto muy relevante de las políticas de relajación monetaria llevadas a cabo por las economías avanzadas es el impacto expansivo transmitido a las economías emergentes por la vía de una abundantísima liquidez, que se materializa en fuertes entradas de capital alentadas por los amplios diferenciales de tipos de interés. En la medida en la que estas economías se encuentran en una fase cíclica más avanzada que las desarrolladas, estos flujos ocasionan problemas para la gestión adecuada de las políticas monetarias, pues las necesarias subidas de tipos de interés pueden conllevar más entradas de capitales, que anulen el tono estabilizador necesario, y que además son difíciles de gestionar en mercados financieros estrechos y poco desarrollados. Al final, el tono global de las condiciones monetarias será más expansivo de lo adecuado, con el riesgo de generar burbujas en los mercados financieros de las economías emergentes. En general, es importante que las grandes economías avanzadas sean conscientes del impacto que tienen sus políticas sobre otras economías y de las consecuencias globales de las mismas.

Por otra parte, a más largo plazo, la persistencia de políticas monetarias muy expansivas —en un contexto de mayores expectativas de inflación para apoyar la recuperación económica— podría dar lugar a una pérdida de credibilidad en la capacidad o la voluntad del banco central para garantizar la estabilidad de precios. Como se ha señalado en este artículo, a lo largo de los últimos treinta años, la inequívoca orientación de las políticas monetarias hacia la estabilidad de precios ha sido un elemento fundamental en la reducción de la inflación y la consecución de una mayor estabilidad macroeconómica, generando réditos en términos de credibilidad para los bancos centrales. Si la inflación volviera a repuntar, impulsada en parte por ese desanclaje de expectativas, el retorno a la estabilidad de precios sería mucho más costoso.

Los límites entre política monetaria y política fiscal se han hecho menos nítidos. El aumento de los balances de los bancos centrales y, en particular, las compras de deuda pública han contribuido a ese acercamiento entre los ámbitos de actuación de ambas políticas, que puede comprometer la salida de las políticas monetarias expansivas.

La pérdida de credibilidad puede verse incrementada por una percepción de falta de independencia de los bancos centrales —que es una parte sustancial de su compromiso con la estabilidad de precios—, en un contexto en el que los límites entre política monetaria y política fiscal se han hecho menos nítidos. El aumento de los balances de los bancos centrales y, en particular, las compras de deuda pública han contribuido a ese acercamiento entre los ámbitos de actuación de ambas políticas, que puede comprometer la salida de las políticas monetarias expansivas.

En efecto, por una parte los bancos centrales han asumido riesgos en sus balances que les hacen vulnerables ante cambios en la situación financiera, como los que tendrían lugar en el proceso de normalización de las condiciones monetarias. Las subidas de tipos de interés podrían ocasionarles pérdidas que tendrían que ser enjugadas por los gobiernos, lo que podría ir en detrimento de su autoridad y su capacidad de maniobra.

Por otra parte, el entorno de consolidación fiscal y de necesidad de dar sostenibilidad a los elevados niveles de endeudamiento público que se dibuja para los próximos años puede dar lugar a situaciones de dominancia fiscal. Los gobiernos podrían intentar interferir en el ritmo de endurecimiento de las condiciones monetarias, dadas las implicaciones que este endurecimiento tendría para las finanzas públicas, en un contexto de elevado peso del servicio de la deuda. Además, la creciente involucración de los bancos centrales en los mercados de deuda pública agudizaría estas

presiones, ya que las ventas de deuda necesarias para reducir los balances de los bancos centrales podrían causar dificultades operativas a los tesoros.

En definitiva, cuanto más se prolongue la etapa de condiciones monetarias expansivas a través de medidas no convencionales, más agudas serán las vulnerabilidades generadas en el terreno de la estabilidad financiera y mayores las dificultades para una eventual salida, así como los riesgos asociados a la misma.

El futuro de la política monetaria

Aunque muchas de las actuaciones no convencionales adoptadas tras la crisis tienen un carácter extraordinario y temporal, de cara al futuro, cabe pensar que habrán de introducirse cambios permanentes en las estrategias y en la forma de hacer política monetaria. Los bancos centrales deben dotarse de instrumentos que les permitan hacer frente tanto a situaciones expansivas y potencialmente inflacionistas como a situaciones recesivas. En este contexto, cabe plantearse la utilidad de las medidas no convencionales en tiempos normales y las implicaciones para la coordinación de las políticas monetaria y fiscal.

Pero, además de los instrumentos, se ha abierto también un debate sobre la posibilidad de introducir cambios en los propios objetivos y en el diseño de los marcos de política monetaria. La flexibilización de las estrategias de objetivos de inflación parece el camino más seguro —y el más probado hasta ahora— para dar cabida a consideraciones que vayan más allá de la estricta estabilidad de precios, sin perder los avances conseguidos en este terreno. Estas nuevas consideraciones están relacionadas, en buena medida, con la estabilidad financiera, y con la incertidumbre en torno a la relación entre inflación y crecimiento, y podrían llevar a considerar, por ejemplo, plazos más largos en los horizontes de decisión de la política monetaria.

La flexibilización de las estrategias de objetivos de inflación parece el camino más seguro –y el más probado hasta ahora– para dar cabida a consideraciones que vayan más allá de la estricta estabilidad de precios, sin perder los avances conseguidos en este terreno.

Un tema de gran trascendencia para el futuro deriva, sin duda, de la constatación de que la estabilidad de precios no garantiza la estabilidad financiera. Como hemos señalado antes, el período de estabilidad de precios y de crecimiento que precedió a la crisis (la Gran Moderación) lo fue también de acumulación de importantes desequilibrios macrofinancieros –exceso de endeudamiento, dependencia de la financiación externa y precios excesivos de algunos activos, como el de la vivienda, en muchas economías desarrolladas–. Fueron estas vulnerabilidades las que, en presencia de un *shock* como el *subprime* producido en 2007-2008, alentaron la mayor crisis financiera global desde la Gran Depresión.

Por tanto, la crisis ha puesto de relieve la necesidad de contar con instrumentos para hacer frente a los riesgos de estabilidad financiera, mediante el desarrollo de políticas macroprudenciales, y de diseñar instituciones responsables de gestionar la política macroprudencial, que tengan en cuenta la interconexión entre los objetivos y los instrumentos de esta con la política monetaria. Para llevar a cabo estas funciones, diversos países han introducido reformas en su arquitectura regulatoria y supervisora que, en algunos casos, suponen la asunción de nuevas responsabilidades en el ámbito de la estabilidad financiera por parte de los bancos centrales². Pero, con independencia del grado en que el banco central pase o no a ser responsable de este objetivo, la coordinación entre la política monetaria y política macroprudencial será inevitable.

² Por ejemplo la Reserva Federal y el Banco de Inglaterra han recibido recientemente nuevas competencias en este ámbito. En la Unión Europea comenzó a funcionar en 2011 la Junta Europea de Riesgo Sistémico como responsable de la supervisión macroprudencial del sistema financiero en su conjunto. Y a ello se une el acuerdo en 2012 sobre el establecimiento de un Mecanismo Supervisor Único que supone nuevas competencias en este ámbito para el BCE.

Referencias

- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (2012), *82nd Annual Report (1 April 2011 – 31 March 2012)*, Basilea, Bank for International Settlements.
- BEAN, CH., PAUSTIAN, M., PENALVER, A. y T. TAYLOR (2010), "Monetary Policy After the Fall", *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming*.
- BERGANZA, J.C., HERNANDO, I. y J. VALLÉS (2013), *Cambios recientes en las estrategias de política monetaria de las economías avanzadas*, Banco de España, mimeo.
- BERNANKE, B.S. (2012), "Monetary Policy since the onset of the crisis", *Remarks at the Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming*.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2012), *World Economic Outlook*, abril, Washington, Fondo Monetario Internacional.
- (2013a), *Global Financial Stability Report*, abril, Washington, Fondo Monetario Internacional.
- (2013b), *Unconventional Monetary Policies- Recent Experience and Prospects*, Abril, 2013.
- KRUGMAN, P. (1998), "It's Baaack! Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap", *Brookings Papers on Economic Activity*, 2: 137–205.
- MISHKIN, F.S. (2012), "Central Banking After the Crisis", *Annual Conference of the Central Bank of Chile*, noviembre 15-16, 2012.
- RAJAN, R.G. (2006), Has Finance Made the World Riskier? *European Financial Management*, vol. 12 (septiembre), pp. 499-533.
- WOODFORD, M. (2012), "Methods of Policy Accommodation at the Interest-Rate Lower Bound", *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming*.
- YELLEN, J.L. (2012), "Revolution and Evolution of Central Bank Communications". *Remarks at the Haas School of Business, University of California, Berkeley*, noviembre 13, 2012.