

## INTRODUCCIÓN EDITORIAL

### LA POLÍTICA MONETARIA TRAS LA GRAN RECESIÓN

**A** mediados de 2014, más de seis años después del inicio de la Gran Recesión, la recuperación económica mundial ha comenzado a afianzarse, en particular en los países desarrollados. Y aunque en muchos de ellos perduran los problemas derivados de la crisis (elevado endeudamiento público y privado, alto desempleo, sistema bancario en proceso de reestructuración, capacidad ociosa significativa), ya se ha iniciado el proceso de normalización tras un largo periodo de medidas monetarias excepcionales. Así, la Reserva Federal comenzó en 2014 a reducir el ritmo de compra de activos, y tanto en Estados Unidos como en Reino Unido se ha adelantado la fecha esperada por los mercados de subida de los tipos de interés oficiales.

Es este un buen momento, por tanto, para evaluar el papel que ha desempeñado la política monetaria a raíz del colapso financiero de 2007-2008 y reflexionar sobre los desafíos a los que se deberá enfrentar en el futuro. Hay que recordar que el paradigma dominante hasta entonces (consecuencia del periodo de Gran Moderación en las dos décadas anteriores) era que la política monetaria debía permanecer pasiva ante la formación de burbujas o desequilibrios financieros y que una situación de trampa de la liquidez se contemplaba más como una posibilidad teórica que como un riesgo real.

Sin embargo, para lograr estabilizar el sistema financiero, en especial tras la quiebra de Lehman Brothers, los bancos centrales ejercieron su papel de prestamista de última instancia generando una extraordinaria

**LA RECUPERACIÓN  
ECONÓMICA GLOBAL  
HA COMENZADO**

liquidez y llevando los tipos de interés oficiales de las principales economías desarrolladas a situarse próximos a cero en el primer semestre de 2009. En ese momento se pusieron en marcha las denominadas medidas no convencionales de política con el propósito de restablecer el mecanismo de transmisión monetario, mejorar el acceso a la financiación o apoyar la recuperación en función de los objetivos y las idiosincrasias institucionales de cada banco central.

En la actualidad, las diferencias en el ritmo de recuperación de la actividad y de reestructuración del sistema financiero ha hecho que mientras en algunos países (Estados Unidos) se estudia la estrategia de salida más adecuada para normalizar el tamaño y la composición de los balances de los bancos centrales, en otros (zona del euro) se plantea intensificar el carácter expansivo de la política monetaria. En todo caso, los bancos centrales de las economías desarrolladas contrapesan los beneficios de mantener unos tipos de interés bajos durante más tiempo para evitar caer en una situación de estancamiento secular frente a los riesgos para la estabilidad macroeconómica y financiera asociados a una prolongada política monetaria expansiva. En este contexto, resulta crucial que el resto de políticas tengan un papel más activo para llevar a cabo las reformas estructurales necesarias y sanear los balances de empresas, familias y gobiernos.

#### LA POLÍTICA NO CONVENCIONAL HA MEJORADO LA ACTUACIÓN DE LOS BANCOS CENTRALES

De cara al futuro, parece claro que el arsenal de actuaciones extraordinarias tras la crisis va a dejar lecciones para mejorar la actuación de los bancos centrales y es posible incluso que algunas de ellas pasen a formar parte del conjunto regular de instrumentos en tiempos «normales».

Arrojar luz sobre estas cuestiones es el propósito de este número de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA. La persona que ha diseñado el sumario y ha conducido magníficamente la coordinación entre los colaboradores ha sido **Javier Vallés**, del Banco de España. Sin duda, su conocimiento de la materia y su experiencia directa en estos temas han sido determinantes para poder presentar en este número una recapitulación de autores de primera línea internacional. Por todo ello, es ineludible expresar públicamente el agradecimiento de Funcas a esta labor de coordinación y supervisión. Esta tarea se ha beneficiado, en todo momento, de su disponibilidad, su profundo entendimiento en la materia y, lo que es más importante, si cabe, su entusiasmo compartido con Funcas por ofrecer al lector un panorama amplio sobre la política monetaria aplicada durante la crisis y los retos que surgen ante la incipiente recuperación económica.

El programa se ha estructurado en cuatro bloques. Las cuatro primeras contribuciones del bloque introductorio describen los aspectos más

relevantes de las políticas recientes en los principales bancos centrales de las economías avanzadas: el Banco Central Europeo, el Banco de Inglaterra, el Banco de Japón y la Reserva Federal. La particularidad de este bloque es que todos los autores tienen responsabilidades en la ejecución de la política monetaria. El segundo bloque de artículos compara las semejanzas y las diferencias de las medidas extraordinarias llevadas a cabo por estos bancos y trata de extraer conclusiones sobre el futuro de la política monetaria. El tercero presenta los riesgos derivados del mantenimiento del actual tono expansivo de la política monetaria, analiza los *spillovers* sobre las economías emergentes y discute la relevancia que ha adquirido la política macroprudencial tras la crisis financiera. El último bloque de artículos se centra en las peculiaridades de la política monetaria de la zona del euro y cómo hacer frente a los actuales riesgos de deflación.

## LAS POLÍTICAS MONETARIAS DE LOS PRINCIPALES BANCOS CENTRALES

El número se abre con la colaboración de **Peter Praet, Philippine Cour-Thimann** y **Florian Heider**, del Banco Central Europeo, donde se revisa la política monetaria de la zona del euro desde 2007. Para poder cumplir con su mandato de estabilidad de precios, el principal reto del BCE ha sido restablecer el canal de transmisión de los tipos de interés que se vio dañado como consecuencia de la crisis financiera global y la posterior crisis de deuda soberana europea. Se describen, en primer lugar, las medidas no convencionales de liquidez y su justificación teórica para hacer frente a los problemas de financiación de los bancos —fundamentalmente en los mercados interbancarios— que produjeron disfunciones de tipo vertical desde los tipos de interés de intervención a la actividad real. En segundo lugar, se tuvo que hacer frente a la fragmentación de la zona del euro, es decir una disfunción horizontal en la transmisión de la política monetaria, consecuencia de la debilidad fiscal de los países miembros y que tensionaba los mercados de deuda soberana. En este caso las medidas no convencionales —como las operaciones monetarias de compraventa, OMT— llevaban acompañadas condiciones para mantener los esfuerzos reformistas en curso. La colaboración explica también en qué contexto se introdujo en 2013 la orientación futura de la política monetaria (*forward guidance*) y termina con una llamada a la actuación del resto de políticas económicas para la solución de los retos pendientes.

Tras la crisis el Banco de Inglaterra, además de ocuparse de garantizar la estabilidad de precios, ostenta la responsabilidad y los poderes para gestionar los riesgos que amenacen a la estabilidad financiera. Por tanto, resulta muy relevante analizar su reciente experiencia al asumir

**EL BCE TUVO QUE RESTABLECER EL CANAL DE TRANSMISIÓN DE LOS TIPOS DE INTERÉS**

**EL BANCO DE  
INGLATERRA YA  
INTERVIENE FRENTE  
A LOS RIESGOS SOBRE  
LA ESTABILIDAD  
FINANCIERA**

estas competencias. El artículo de **Jon Cunliffe, James Benford, Oliver Burrows y Tracey Wheeler**, del Banco de Inglaterra, analiza el vínculo entre el mercado inmobiliario y la estabilidad financiera en Reino Unido. Tras revisar la evolución histórica de los ciclos inmobiliarios y los factores que lo explican, con especial énfasis en los dos últimos periodos de auge 1983-1989 y 1997-2007, tanto en los mercados residencial como comercial, describe los riesgos crediticios y no crediticios para el sistema bancario. La segunda parte del trabajo presenta los recientes cambios institucionales en Reino Unido para mitigar los riesgos para la estabilidad financiera y su interacción con el objetivo de política monetaria. En este contexto resulta de gran interés la descripción que se hace de la situación actual y las implicaciones de política. Así, la colaboración documenta el reciente ascenso de los precios y las transacciones inmobiliarias, analiza los posibles riesgos que estos desarrollos llevan consigo y repasa las respuestas más recientes anunciadas por el Comité de Política Financiera del Banco en noviembre de 2013 y reafirmadas en marzo de 2014.

**EL BANCO DE JAPÓN  
FUE PIONERO EN  
APLICAR POLÍTICAS NO  
CONVENCIONALES**

Japón es el paradigma de economía desarrollada que ha tenido que hacer frente durante más de dos décadas a las consecuencias del estallido de la burbuja de activos a principios de la década de los noventa con políticas monetarias expansivas, tanto convencionales como extraordinarias. Su banco central, aunque criticado en la primera década de este milenio por analistas y académicos por la forma de llevar a cabo su política, fue pionero en la utilización de medidas no convencionales, tanto de expansión cuantitativa como en relación a la orientación futura de los tipos de interés, aspectos que tras la crisis fueron incorporados al conjunto de herramientas utilizadas por el resto de los principales bancos centrales de las economías avanzadas. El artículo de **Kazuo Momma y Shuji Kobayakawa**, del Banco de Japón, revisa las principales medidas adoptadas desde 1999 para superar la deflación, y presta especial atención al periodo tras la quiebra de Lehman que culmina con el periodo más reciente denominado *Abenomics*. Así, en la nueva fase de «expansión cuantitativa y cualitativa» iniciada en 2013 se ha transmitido el deseo de doblar la base monetaria en dos años para alcanzar la meta de estabilidad de precios del 2 por 100 («2-2-2»), generalizando y simplificando las operaciones de compra de activos. Los resultados por el momento son alentadores tanto en términos de actividad económica como, principalmente, en el ámbito de la inflación y en la formación de sus expectativas por parte de los agentes económicos.

Cierra este bloque el artículo de **J. David López-Salido**, del Federal Reserve Board, en el que se revisan los cambios recientes en la política monetaria de la Reserva Federal de Estados Unidos. Durante los últimos años, pero especialmente tras la crisis financiera, el Federal Open Market Committee (FOMC) ha dado pasos muy decididos para clarifi-

car los objetivos y la estrategia de la política de la Reserva Federal. Los recientes cambios en la comunicación del Comité —por ejemplo, ofreciendo información sobre las expectativas de tipos de interés de sus miembros— contribuye a la efectividad de la política y, por tanto, a la mejora del escenario de estabilidad de precios y pleno empleo que constituye su mandato. A continuación el estudio ofrece fundamentos teóricos para llevar a cabo políticas no convencionales cuando el tipo de interés ha estado durante un periodo de tiempo en su límite inferior (*Zero Lower Bound*) y los principales resultados de la literatura sobre sus efectos.

## LA FED HA EXPANDIDO SUS CANALES DE COMUNICACIÓN AL PÚBLICO

### SEMEJANZAS Y DIFERENCIAS ENTRE LOS PAÍSES Y ENTRE LAS POLÍTICAS

El primer artículo del segundo bloque, elaborado por **Juan Carlos Berganza, Ignacio Hernando y Javier Vallés**, del Banco de España, analiza de forma sistemática los cambios en la estrategia de política monetaria de los cuatro bancos centrales más importantes. Identifica las similitudes y diferencias en el tipo de activos, vencimiento y periodo de vigencia de los programas de expansión cuantitativa (*Quantitative Easing*) y analiza el desarrollo de las formulaciones de orientación futura de la política monetaria (*forward guidance*), que han ido evolucionando desde la señalización de un periodo indefinido, a la alusión de fechas concretas y, finalmente, al condicionamiento de determinadas variables económicas. Esta colaboración valora también los riesgos de las diferentes estrategias de salida de estas políticas, incluyendo las lecciones aprendidas del episodio de *tapering* entre mayo y agosto de 2013, abogando por actuaciones graduales y anticipadas. De cara al diseño futuro de la política monetaria, se presentan algunos de los pros y los contras de su utilización con fines de estabilidad financiera.

## TRAS LA CRISIS, SE DEBE EVALUAR LA IDONEIDAD DE LAS MEDIDAS NO CONVENCIONALES

El segundo artículo de este bloque, de **Ángel Ubide**, del Peterson Institute for International Economics, compara las políticas monetarias en tiempos normales y las llevadas a cabo cuando el tipo de interés ha estado cercano a cero. Analiza las diferencias de ambas políticas en cuanto a los canales de actuación pero defiende que en términos de su impacto final hay una escasa diferencia. Las compras de activos ha sido un proceso de aprendizaje, haciendo y probando instrumentos que no se habían usado antes, y abordando los problemas específicos a los que se enfrentaba cada banco central. Igualmente la orientación futura de política monetaria supone, en algunos casos, un cambio en la función de reacción del banco que necesita explicar a los mercados, lo que justifica su poco éxito al principio de su puesta en práctica. Mirando a indicadores simples como la evolución de los tipos de interés reales o de las expectativas de inflación puede argumentarse que las

## EN LA POLÍTICA NO CONVENCIONAL SE HA IDO APRENDIENDO

políticas no convencionales han sido más eficaces en Estados Unidos o Reino Unido que en la zona del euro.

## RIESGOS E INTERACCIONES CON OTRAS POLÍTICAS

El artículo de **Jaime Caruana**, **Andrew Filardo** y **Boris Hofmann**, del Banco Internacional de Pagos, presenta un balance de riesgos de la política monetaria tras la crisis. Los autores reconocen la importancia que la actuación de los bancos centrales ha tenido para la gestión de esta crisis, pero alertan de los riesgos si se sobrecarga de competencias a la política monetaria y se retrasa en exceso su normalización. Su argumento se sustenta en que muchas economías atraviesan una recesión de balances (privado y público) como resultado de la crisis financiera que hace que la senda de recuperación sea diferente a las tradicionales recesiones cíclicas de la posguerra. Una prolongada acomodación monetaria retrasa las necesarias medidas de saneamiento y reforma; agudiza los riesgos y vulnerabilidades financieras; y tiene repercusiones globales al contribuir a la acumulación de desequilibrios financieros de las economías emergentes. Como desafío a más largo plazo plantean que la formulación de la política monetaria debe ser actualizada para integrar los factores financieros y la interdependencia de una economía globalizada.

La colaboración de **José María Roldán**, de la Asociación Española de Banca, sobre la política macroprudencial argumenta cómo la crisis de 2007 marca la necesidad de un cambio radical en la forma de configurar la supervisión y regulación del sistema financiero. Tras describir los problemas del marco macroprudencial que la crisis puso de relieve se describen las principales novedades institucionales para tratar de prevenir la siguiente crisis sistémica de carácter financiero, señalándose que en Europa el proceso de asignación de competencias está todavía por concluir. Por último, se reconocen algunas de las dificultades prácticas en la implementación de las políticas macroprudenciales por estar todavía en proceso de construcción, entre las que señalan el llevar implícito un coste en términos de eficiencia, una posible tendencia al sobreactivismo y la dificultad de mantener su carácter contracíclico.

La crisis financiera internacional ha supuesto un *shock* externo de enorme magnitud para las economías emergentes. El tercer artículo de este bloque, elaborado por **Sonsoles Gallego** y **Pilar L'Hotellerie-Fallois**, del Banco de España, estudia los *spillovers* transfronterizos y la cooperación monetaria internacional. La primera parte se centra en caracterizar el impacto de las políticas monetarias de los países industrializados en las economías emergentes y la reacción que han tenido estos países de sus políticas monetarias. Se resalta que el principal giro tras esta

**SE DEBE NORMALIZAR  
LA IMPORTANCIA DE LA  
POLÍTICA MONETARIA**

**RETO PENDIENTE EN  
EUROPA: DEFINIR LA  
SUPERVISIÓN Y  
LA REGULACIÓN**

**LA POLÍTICA  
MONETARIA DE LOS  
PAÍSES  
INDUSTRIALIZADOS  
INFLUYE EN LAS  
ECONOMÍAS  
EMERGENTES**

crisis para mitigar la presión de los flujos de capital ha sido, según los países, el uso de medidas macroprudenciales, medidas de gestión de los flujos de capital e incluso el uso puntual de controles de capital. La segunda parte del artículo discute cómo han funcionado los mecanismos de coordinación internacional para hacer frente a una crisis global que ha afectado de forma integral al conjunto del sistema financiero. Aunque el nivel de cooperación en las respuestas de política monetaria ha sido limitado, sí se reconocen importantes avances en el desarrollo de los mecanismos de aseguramiento (y de resolución) para proveer liquidez.

## LA RECUPERACIÓN ECONÓMICA Y LOS RETOS EN LA ZONA DEL EURO

El artículo de **Huw Pill**, de Goldman Sachs, analiza las peculiaridades de las acciones del Banco Central Europeo en respuesta a la crisis financiera. La ausencia de una autoridad fiscal y regulatoria para el conjunto de la zona del euro, la fragmentación de los mercados y la amenaza de ruptura del euro le adjudicó al banco central una responsabilidad mucho mayor que la de otros bancos centrales. El especial marco operativo del BCE facilitó la labor de provisión de liquidez para restablecer el funcionamiento del mercado monetario. Y dadas las lagunas institucionales en el lado fiscal, el BCE tuvo que restablecer el funcionamiento de los mercados financieros ante la crisis de deuda soberana pero con el consiguiente riesgo moral entre los prestatarios. Por último, el programa de operaciones monetarias de compraventa (OMT) en respuesta a la crisis soberana de algunos países periféricos se puede caracterizar como una operación fuera del balance del BCE. Se trata de una opción de compra, en contraposición a las operaciones de compra en firme del resto de bancos centrales, que generaría riesgos si los países afectados no logran estabilizar sus economías.

Finalmente, cerrando el volumen se encuentra el trabajo de los economistas de Bruegel, **Gregory Claeys**, **Zsolt Darvas**, **Silvia Merler** y **Guntram B. Wolff**. El artículo parte de las actuales perspectivas de baja inflación para la zona del euro que según sus autores dificulta la recuperación económica, especialmente de los países de la zona del euro sometidos a estrés. Se plantean los posibles instrumentos de política monetaria para afrontar el riesgo de baja inflación y se recomienda un programa de compra de una cartera de activos suficientemente diversificada pero que no incluya deuda de los Estados.

En definitiva, en este número de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA se ofrece al lector una visión general de los cambios en la política monetaria de los principales bancos centrales tras la denominada Gran Recesión

## EL BCE SE ENFRENTÓ AL RIESGO DE RUPTURA DEL EURO

## EXISTE UN RIESGO DE BAJA INFLACIÓN EN LA ZONA DEL EURO

de 2007-2008. Hay coincidencia entre los analistas aquí recogidos de que estos cambios han sido determinantes para estabilizar el sistema financiero, evitar una recesión más profunda y prolongada y dotar a otras autoridades económicas del tiempo necesario para afrontar las reformas necesarias que permitan afianzar la recuperación económica. Además, en las colaboraciones recogidas en este número subyace la convicción de que las medidas que se han tomado en los últimos años —aunque han podido conllevar un costoso proceso de aprendizaje— van a contribuir a mejorar la forma de gestionar la política monetaria en el futuro.