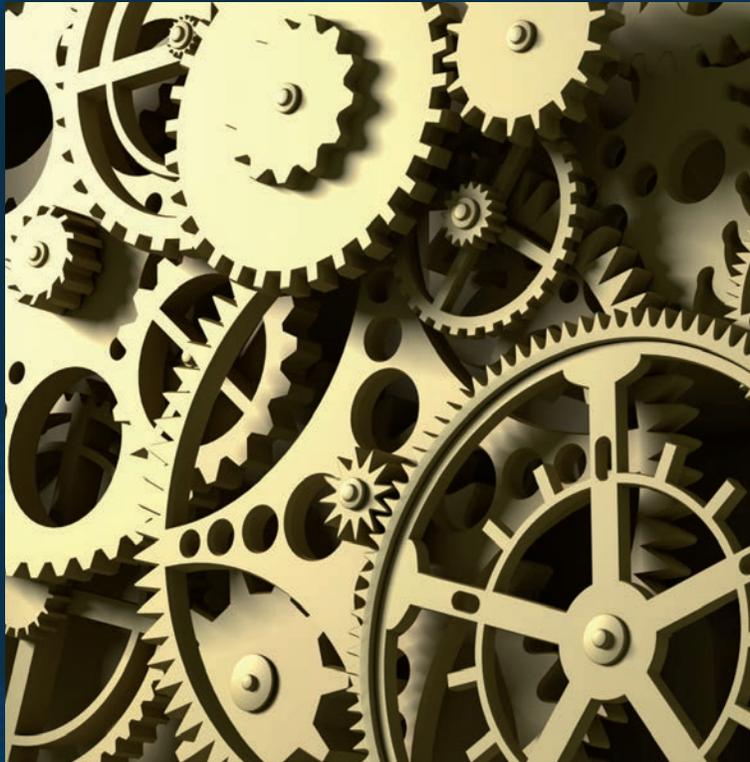


PAPELES

DE ECONOMÍA ESPAÑOLA



LA POLÍTICA MONETARIA TRAS LA GRAN RECESIÓN

PAPELES
DE ECONOMÍA ESPAÑOLA

140

2014

ISSN: 0210-9107



PATRONATO

ISIDRO FAINÉ CASAS <i>(Presidente)</i>	MARIO FERNÁNDEZ PELAZ AMADO FRANCO LAHOZ
JOSÉ MARÍA MÉNDEZ ÁLVAREZ-CEDRÓN <i>(Vicepresidente)</i>	MANUEL MENÉNDEZ MENÉNDEZ PEDRO ANTONIO MERINO GARCÍA
FERNANDO CONLLEDO LANTERO <i>(Secretario)</i>	ANTONIO PULIDO GUTIÉRREZ VICTORIO VALLE SÁNCHEZ

PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA

EDITORIA

María José Moral Rincón

CONSEJO DE REDACCIÓN

CARLOS OCAÑA PÉREZ DE TUDELA <i>(Director)</i>	ALAIN CUENCA GARCÍA ÁNGEL LABORDA PERALTA
SANTIAGO CARBÓ VALVERDE ELISA CHULIÁ RODRIGO	FERNANDO PAMPILLÓN FERNÁNDEZ JOSÉ FÉLIX SANZ SANZ

COORDINADORA DE EDICIÓN Y DOCUMENTACIÓN

Myriam González Martínez

PORTADA

Konstantin Inozemtsev/Getty Images

EDITA

Fundación de las Cajas de Ahorros
Caballero de Gracia, 28. 28013 Madrid

IMPRIME

Advantia Comunicación Gráfica, S.A.

Depósito legal:	M. 402-1980
ISSN:	0210-9107
Precio del número 140:	15 €
Periodicidad:	Trimestral
Materia:	Economía monetaria
Base de datos:	www.funcas.es



© FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS. Todos los derechos reservados. Queda prohibida la reproducción total o parcial de esta publicación, así como la edición de su contenido por medio de cualquier proceso reprográfico o fónico, electrónico o mecánico, especialmente imprenta, fotocopia, microfilm, *offset* o mimeógrafo, sin la previa autorización escrita del editor.

«La política monetaria tras la Gran Recesión»

coordinado por Javier Vallés

SUMARIO

INTRODUCCIÓN EDITORIAL

La política monetaria tras la Gran Recesión

v

I. LAS POLÍTICAS MONETARIAS DE LOS PRINCIPALES BANCOS CENTRALES

Garantizar la transmisión de las señales de política: Una revisión de la política monetaria del BCE desde 2007 hasta 2013:	2	<i>Peter Praet, Philippine Cour-Thimann y Florian Heider</i>
El mercado inmobiliario del Reino Unido: Experiencia, riesgos y respuestas políticas:	19	<i>Jon Cunliffe, James Benford, Oliver Burrows y Tracey Wheeler</i>
La política monetaria después de la Gran Recesión: La experiencia de Japón:	46	<i>Kazuo Momma y Shuji Kobayakawa</i>
Una revisión de los cambios recientes en la política monetaria de la Reserva Federal:	63	<i>J. David López-Salido</i>

II. SEMEJANZAS Y DIFERENCIAS ENTRE LOS PAÍSES Y ENTRE LAS POLÍTICAS

Los desafíos para la política monetaria en las economías avanzadas tras la Gran Recesión:	84	<i>Juan Carlos Berganza, Ignacio Hernando y Javier Vallés</i>
Políticas monetarias no convencionales: Experiencias recientes, impacto y lecciones:	112	<i>Ángel Ubide</i>

III. RIESGOS E INTERACCIONES CON OTRAS POLÍTICAS

La política monetaria tras la crisis: Balance de riesgos:	140	<i>Jaime Caruana, Andrew Filardo y Boris Hofmann</i>
---	-----	--

La política macroprudencial tras la crisis financiera:	157	<i>José María Roldán</i>
Las políticas monetarias en los países emergentes: <i>Spillovers</i> internacionales y cooperación monetaria internacional:	167	<i>Sonsoles Gallego y Pilar L'Hotellerie-Fallois</i>

IV. LA RECUPERACIÓN ECONÓMICA Y LOS RETOS EN LA ZONA DEL EURO

Políticas no convencionales virtuales. La recuperación en la zona del euro y el papel de la política del BCE:	188	<i>Huw Pill</i>
Enfrentándose a la baja inflación: Las opciones del BCE:	199	<i>Gregory Claeys, Zsolt Darvas, Silvia Merler y Guntram B. Wolff</i>

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.

COLABORACIONES

I.
**LAS POLÍTICAS MONETARIAS
DE LOS PRINCIPALES BANCOS CENTRALES**

Resumen

El artículo explica cómo el BCE, con sus medidas convencionales y no convencionales, cumplió con su mandato de mantener la estabilidad de precios a partir de 2007. Las medidas aseguraron al sector financiero y a la economía real frente a la dinámica adversa asociada a la crisis financiera global de 2007-2009, a la posterior crisis de deuda soberana en la zona del euro y al grave riesgo a la baja de la estabilidad de precios. El artículo enuncia la justificación económica de las medidas y demuestra que el BCE contribuyó activamente a las reformas destinadas a profundizar y fortalecer la Unión Económica y Monetaria (UEM), al tiempo que reconoce los límites de la política monetaria.

Palabras clave: política monetaria, Banco Central Europeo, crisis financiera, crisis de deuda soberana.

Abstract

The article explains how the ECB, with its standard and non-standard measures, fulfilled its mandate to maintain price stability after 2007. The measures insured the financial sector and the real economy against the adverse dynamics associated with the global financial crisis of 2007-2009, the subsequent euro area sovereign debt crisis and severe downside risks to price stability. The article articulates the economic rationale for the measures and shows that the ECB actively contributed to reforms aimed at deepening and strengthening Economic and Monetary Union (EMU), while recognising the limits of monetary policy.

Key words: monetary policy, European Central Bank, financial crisis, sovereign debt crisis.

JEL classification: E58, G01.

GARANTIZAR LA TRANSMISIÓN DE LAS SEÑALES DE POLÍTICA: UNA REVISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA DEL BCE DESDE 2007 HASTA 2013

Peter PRAET

Philippine COUR-THIMANN

Florian HEIDER

Banco Central Europeo

I. INTRODUCCIÓN

La crisis financiera global de 2008-2009 así como la posterior crisis de deuda soberana europea han supuesto dos retos fundamentales para la política monetaria. En primer lugar, la aguda recesión económica que siguió a la caída del engranaje de parte del sistema financiero seguida de una recuperación lenta hizo aún más difícil para el BCE poder cumplir con su mandato de mantener la estabilidad de precios. Desde mitad del año 2007 en adelante, la inflación mostró un nivel considerable de volatilidad (gráfico 1).

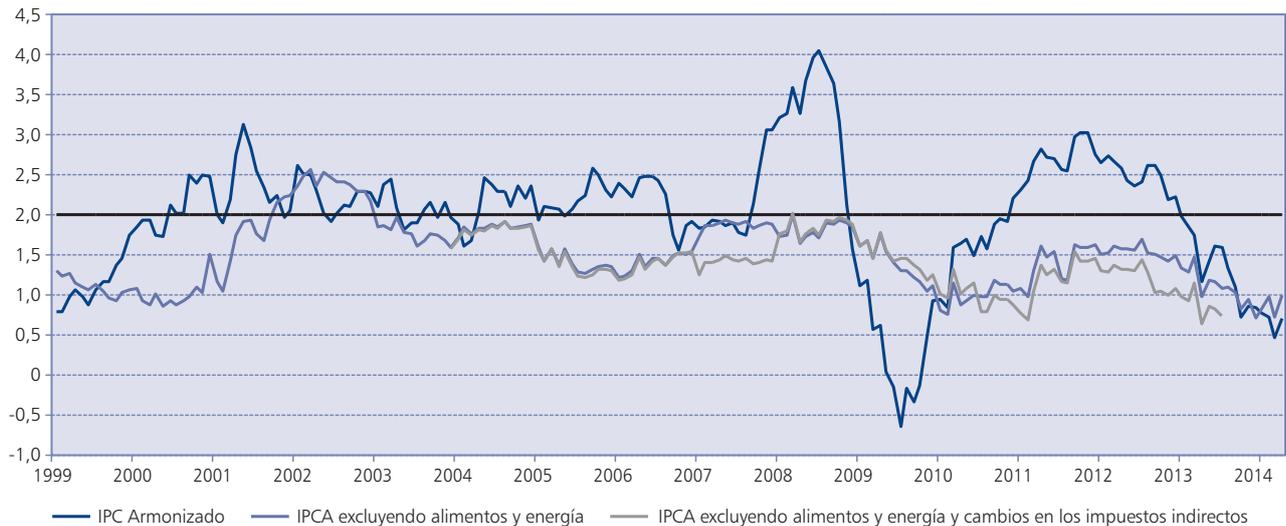
Con el fin de asegurar la estabilidad de los precios, el canal de transmisión desde el tipo de interés de intervención hacia la actividad económica real debe funcionar de modo adecuado. A pesar de ello, las diferentes crisis dañaron este canal de transmisión en sentido tanto vertical como horizontal. Estas disfunciones supusieron el segundo reto para la política monetaria del BCE. Los problemas de financiación de los bancos produjeron anomalías verticales (desde el tipo de interés de intervención hasta la economía real). La existencia de anomalías en el sector financiero debido a las divisiones entre las fronteras nacio-

nales produjo deficiencias de tipo horizontal. Los tipos de interés de los créditos bancarios pasaron a ser muy heterogéneos entre algunos grupos de países de la zona del euro (gráfico 2) (1). En este contexto, el BCE había de elegir los instrumentos adecuados con el fin de reparar el canal de transmisión y mantener así la estabilidad de precios.

Este artículo explica cómo el BCE planteó enfrentarse a estos retos. A la vez que mantenía su mandato de estabilidad de precios, el BCE bajó los tipos de interés de intervención a mínimos históricos (medidas convencionales) y utilizó su balance (medidas no convencionales) para asegurar que los efectos de estos estímulos en el tipo de interés oficial alcanzaran a la economía real. Estas medidas convencionales y no convencionales del BCE trajeron tanto confianza como seguridad. Por un lado, aseguraron un apoyo financiero amplio y continuado para el sector bancario. Al mismo tiempo, afianzaron al sector financiero y a la economía real frente a convulsiones sistémicas de liquidez o un mal funcionamiento del canal de transmisión, y anclaron las expectativas de inflación.

Un factor importante a considerar es que las garantías que

GRÁFICO 1
EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN (CON Y SIN ALIMENTOS, ENERGÍA E IMPUESTOS INDIRECTOS)
(Medida con el Índice de Precios al Consumo Armonizado, IPCA) (*)



Nota: (*) La última observación es de abril de 2014.
Fuente: BCE.

ofrece el BCE vengan acompañadas de condiciones para mantener tanto los incentivos en pos de un comportamiento financiero prudente como los esfuerzos reformistas actualmente en curso. La aportación de liquidez se realiza en forma de préstamos garantizados; por otro lado, las operaciones monetarias de compraventa (*Outright Monetary Transactions*, OMT) vienen sujetas a estrictas condiciones. Para garantizar una efectividad duradera de su política monetaria, el BCE añadió a sus actuaciones condicionadas una contribución activa para lograr una Unión Monetaria y Económica más fuerte y una nueva arquitectura financiera en la zona del euro que se plasmara en forma de una Unión Bancaria.

Las secciones II y III de este artículo explican cómo las medidas no convencionales del BCE se ocupan de los riesgos verticales y

horizontales que amenazan la transmisión en toda la zona del euro de su política monetaria. La sección IV explica cómo la política de tipos de interés del BCE aborda los riesgos para la estabilidad de precios. Por último, la sección V ofrece algunas consideraciones sobre el futuro de la política monetaria del BCE respecto a la creación de una Unión Bancaria.

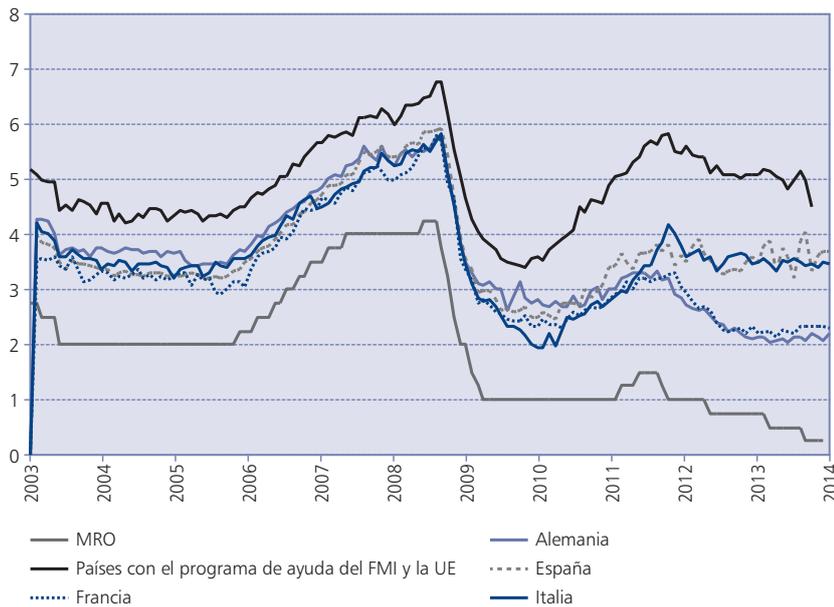
II. ABORDAR LAS DISFUNCIONES EN LA ZONA DEL EURO EN LA TRANSMISIÓN DE LOS TIPOS DE INTERÉS OFICIALES

Los bancos desempeñan un papel fundamental en una economía a la hora de canalizar recursos desde ahorros a inversiones (intermediación), en especial en Europa. Los bancos adquieren préstamos a corto plazo de depo-

sitantes (y de otros mercados de financiación) para proporcionar crédito a largo plazo a las empresas y los hogares. A través de esta intermediación y transformación de los plazos de vencimiento los bancos cubren las necesidades tanto de ahorradores, quienes no quieren dejar su dinero guardado por largos periodos de tiempo, como de inversores, quienes solamente pueden realizar sus compromisos de pago a lo largo del tiempo gracias a los rendimientos de su trabajo y de sus inversiones.

Este papel especial que tienen los bancos en cuanto a intermediación crediticia hace que sus balances reflejen una escasa liquidez (con una posesión de activos de largo plazo y pasivos de corto plazo), lo que les expone a sufrir un riesgo de liquidez. Un mercado interbancario con un funcionamiento correcto consigue proteger a los bancos ante este riesgo

GRÁFICO 2
**TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS BANCARIOS EN RELACIÓN
 CON EL TIPO DE INTERÉS DE LAS PRINCIPALES OPERACIONES
 DE FINANCIACIÓN DEL BCE (*)**



Nota: (*) MRO incluye los tipos de interés oficiales para las operaciones principales de refinanciación (Main Refinancing Operations). La última observación es de marzo de 2014.
 Fuente: BCE.

de falta de liquidez. En efecto, si un banco sufriera una retirada repentina de depósitos, podría tomar prestado de otro banco para poder contrarrestar las condiciones negativas de un *shock* de liquidez.

Para suavizar los efectos de estas crisis de liquidez, los bancos toman prestado y realizan préstamos usando para ello sus cuentas en el banco central. Los bancos han de cumplir con los requisitos de reserva y por tanto mantener fondos en dichas cuentas. Para poder obtener un aumento de los fondos disponibles en el sistema bancario es necesario pedir un préstamo al banco central (o vender activos al banco central). Al variar el tipo de interés que se aplica a estos préstamos (el tipo

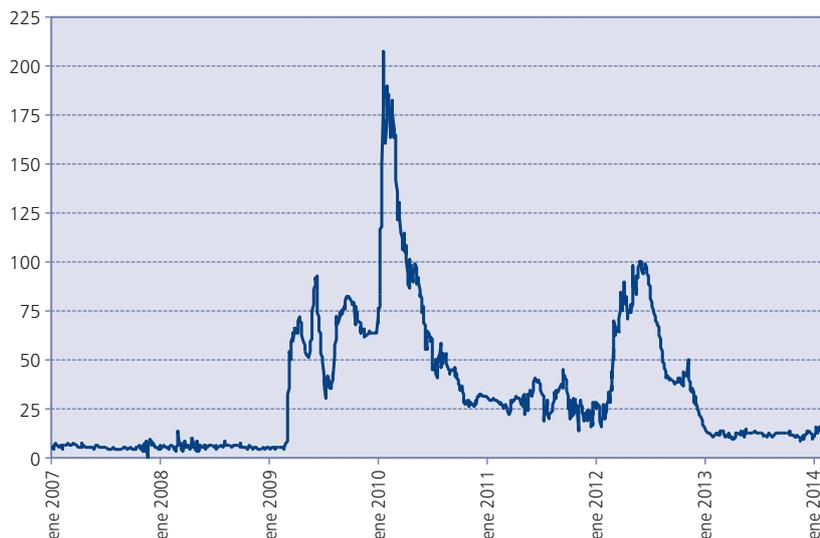
de interés oficial), el banco central influye en el coste y la concesión de préstamos en el mercado interbancario. Por tanto, un tipo de interés inferior reduce los costes marginales de financiación de los bancos, lo que, en última instancia, se trasladaría a un coste inferior del crédito que se otorga a empresas y hogares.

Los mercados interbancarios se convierten, por tanto, en el primer paso en la transmisión de la señal de los tipos de interés oficiales hacia la economía real (2). Si existe un mal funcionamiento de los mercados interbancarios conllevará, por extensión, varios factores negativos. En primer lugar, sin una financiación interbancaria un banco se verá obligado a vender activos, aplicando

posiblemente descuentos importantes, ocasionando una espiral decreciente en los precios («ventas rápidas» o *fire-sales*), o incluso incurriendo en un riesgo de impago. En segundo lugar, un sector bancario en dificultades no puede seguir proporcionando crédito a la economía real (3). Y en tercer lugar, un mercado interbancario que no funcione adecuadamente debilitará la función de búsqueda de precios competitivos en los mercados financieros y creará una prima por incertidumbre. El desfase consiguiente entre los precios del mercado y el coste marginal de la liquidez del banco central puede terminar impidiendo este mecanismo de transmisión vertical de la política monetaria del banco central. La ausencia de una vinculación estrecha entre los tipos oficiales y los costes de financiación de los bancos puede socavar la capacidad del banco central para actuar. Tomada en su conjunto, y dada la profunda interconexión que existe dentro del sistema bancario, una prolongada y extendida escasez de financiación puede llegar a convertirse rápidamente en un mal funcionamiento sistemático, amenazando de este modo a todo el sistema financiero y con consecuencias adversas para la economía real.

Así que cuando el 9 de agosto de 2007 los tipos de interés en los mercados interbancarios aumentaron de forma considerable en todo el mundo, esto supuso el principio de una convulsión financiera global que terminaría por convertirse en una crisis total un año más tarde tras la bancarrota de Lehman Brothers como elemento desencadenante principal (gráfico 3). De forma repentina, los bancos dejaron de confiar unos en otros y los mercados interbancarios dejaron de funcionar correctamente (4).

GRÁFICO 3
DIFERENCIA ENTRE EL EURIBOR Y EL TIPO DE INTERÉS DE LOS ÍNDICES SWAPS A UN DÍA (OVERNIGHT INDEX SWAP RATE, OIS), A UN PLAZO DE 3 MESES (*)



Notas: (*) El Euribor a tres meses es el tipo de interés de las operaciones de préstamo sin garantía a tres meses. El tipo de interés OIS es el tipo de interés de intercambio EONIA (*European Overnight Index Average*) sobre un periodo dado, por lo que se controla por las expectativas de tipos de interés. La última observación corresponde a marzo de 2014.
 Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.

Para asegurarse contra esta crisis negativa de liquidez sistemática, dar apoyo al funcionamiento del mecanismo de transmisión y prevenir sus consecuencias negativas en la economía real, el BCE llevó a cabo una estrategia basada en dos vías. En primer lugar, el BCE utilizó medidas convencionales sobre los tipos de interés. En efecto, con el fin de contrarrestar el rápido deterioro de las condiciones económicas globales, el BCE, juntamente con el Banco de Canadá, el Banco de Inglaterra, la Reserva Federal, el Sveriges Riksbank y el Swiss National Bank, anunció el 8 de octubre de 2008 una reducción de los tipos de interés oficiales. Este movimiento coordinado no tenía precedente alguno y la reducción de 50 puntos básicos por parte del BCE su-

puso la primera de una serie de reducciones que rebajaron el tipo de las operaciones principales de refinanciación (*Main Refinancing Operations, MRO*) hasta un mínimo histórico del 1 por 100 (1 de mayo de 2009).

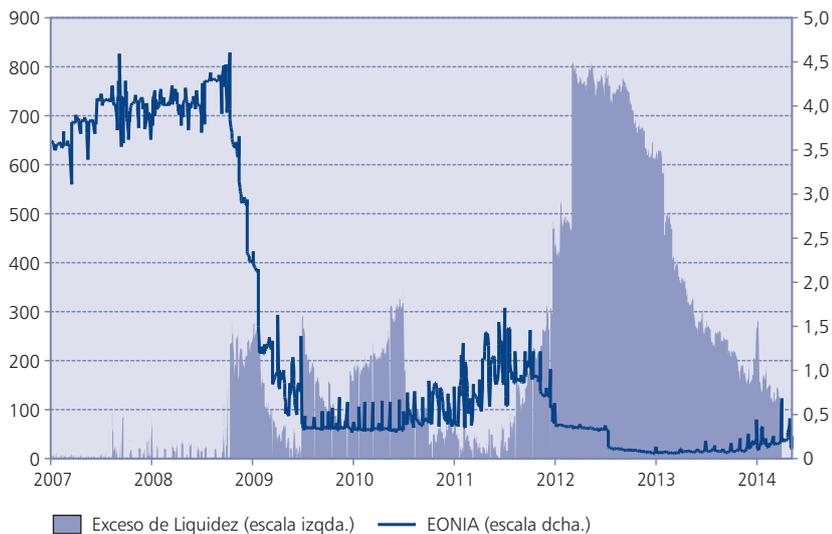
En segundo lugar, el BCE optó por medidas no convencionales. Se alejó de su provisión habitual de liquidez limitada y, en su lugar, comenzó a ofrecer liquidez que quedaba solamente limitada por la cantidad de activos de garantía adecuados que podían ofrecer los bancos (el denominado «tipo de interés fijo con adjudicación plena»). Adicionalmente, el BCE extendió el vencimiento de su provisión de liquidez. En condiciones normales, el vencimiento de la provisión de liquidez a tra-

vés de crédito colateralizado es de una semana para los MRO y de tres meses para las operaciones de financiación a un plazo más largo (*Longer-term refinancing operations, LTRO*). En una serie de pasos consecutivos, el BCE primero amplió el vencimiento de las LTRO hasta los seis meses (3 de abril de 2008), posteriormente hasta un año (25 de junio de 2009) y, por último, hasta los tres años (22 de diciembre de 2011) en el punto más alto de la crisis de deuda soberana (véase más abajo).

El fundamento económico que sustentaba las medidas no convencionales del BCE era garantizar la transmisión adecuada de las señales de los tipos de interés oficiales. En un contexto de mal funcionamiento de los mercados, el BCE representó un papel primordial al reemplazar la ausencia de financiación privada a los bancos y trató de aliviar las tensiones en segmentos específicos que venían funcionando de forma incorrecta en los mercados.

Esta sustitución tuvo dos dimensiones diferentes: cantidad y vencimiento (5). En una situación de subasta con tipo de interés fijo con adjudicación plena, el sistema bancario puede determinar cuánta liquidez desea mantener. La primera vez que el BCE ofreció liquidez usando una subasta de tipo fijo con adjudicación plena (el 9 de agosto de 2007, el primer día que empezaron las convulsiones en el mercado monetario), los bancos acabaron tomando prestados 95.000 millones de euros. A finales de octubre de 2008, cuando ya se había introducido la subasta de tipo fijo con adjudicación plena en todas las operaciones de financiación, el «exceso de liquidez» mantenido por los bancos de la zona del euro, que superaba lo necesario

GRÁFICO 4
EXCESO DE LIQUIDEZ Y TIPO EONIA (*)



Nota: (*) El exceso de liquidez pendiente proporcionada por el Eurosistema por encima de los requerimientos de reservas de los bancos de la zona del euro. La última observación es de 31 de marzo de 2014.
Fuentes: BCE y Thomson Reuters.

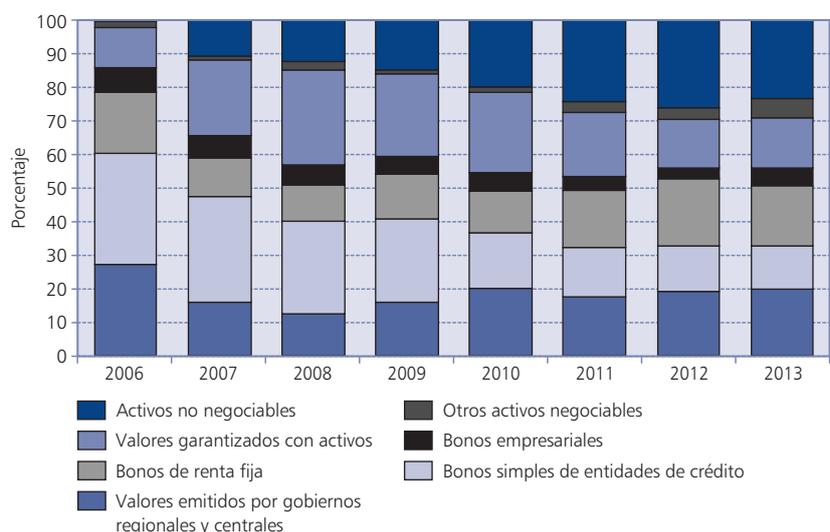
del BCE es extensa (más de 2.000 bancos). Como consecuencia, la expansión de financiación por parte del BCE alcanzó a la mayor parte del sistema bancario dentro de la zona del euro.

La segunda dimensión crítica que supusieron las medidas no convencionales del BCE fue la prolongación del vencimiento de sus operaciones. Al ampliar el vencimiento de su crédito, el BCE protegía a los bancos ante el riesgo de duración y necesidad de refinanciación. Los bancos ya no tenían que preocuparse por sustituir créditos antiguos por créditos nuevos cuya disponibilidad y condiciones no se conocerían con la suficiente antelación. La respuesta dada por los bancos ante la prolongación del vencimiento fue abrumadora. Más de 1.100 bancos tomaron prestado un total de 442.000 millones de euros en el primer LTRO a un año, más de 500 bancos tomaron pres-

para cumplir con los requisitos de reserva, era de 232.000 millones de euros. En el punto más álgido de la crisis de deuda soberana, el exceso de liquidez superó los 750.000 millones de euros (gráfico 4), lo que supone una cantidad asombrosa (6).

Con un sistema de subasta con adjudicación plena a tipo fijo no puede existir un déficit de financiación, siempre y cuando los bancos cuenten con suficientes activos de garantía (o colateral). La extensa lista de activos de garantía, que se amplió aún más durante la crisis, supuso por lo tanto un complemento considerable de cantidad de la financiación del BCE. Este hecho permitió también a los bancos pignorar ciertos activos que el sector privado ya no aceptaba, por ejemplo activos no negociables y bonos garantizados (gráfico 5) (7). Asimismo, la lista de contrapartes

GRÁFICO 5
DISTRIBUCIÓN DE LOS ACTIVOS DEPOSITADOS EN EL EUROSISTEMA (*)



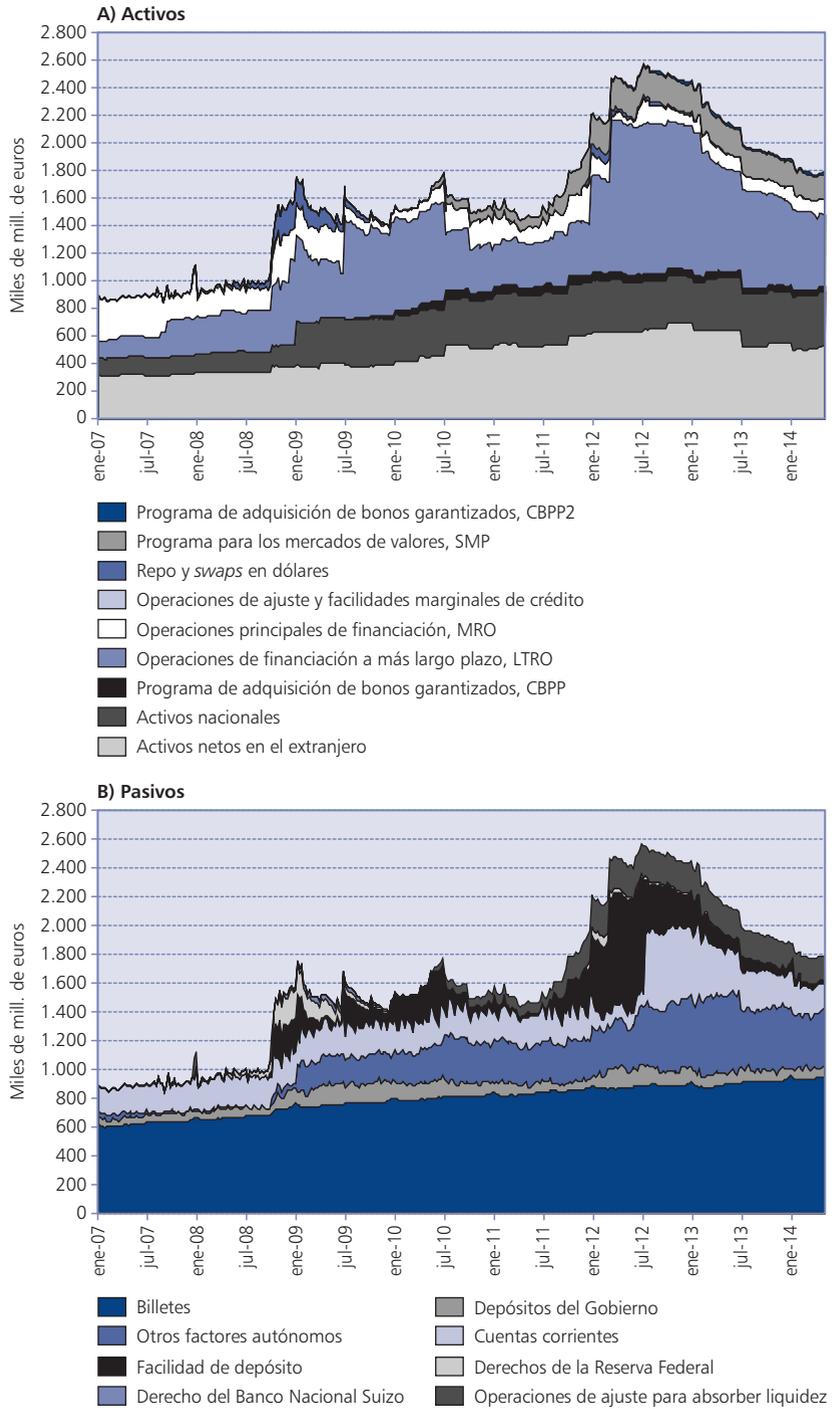
Nota: (*) Como porcentaje sobre el total del valor a final de año después de tener en cuenta los recortes (haircuts). La última observación corresponde con el 31 de diciembre de 2013.
Fuente: BCE.

tado un total de 489.000 millones de euros en el primer LTRO a tres años y 800 bancos tomaron prestado un total de 530.000 millones de euros dos meses más tarde durante el segundo LTRO a tres años. Algunas de las sumas que se tomaron prestadas se utilizaron para sustituir la liquidez a corto plazo.

El BCE también trató de aliviar tensiones en segmentos específicos que venían funcionando de forma incorrecta durante la crisis. En 2009, en un esfuerzo destinado a estabilizar las condiciones de financiación de los bancos, el BCE actuó como catalizador para reavivar el mercado de bonos garantizados, que siempre habían supuesto una fuente clave de financiación para los bancos europeos. El 7 de mayo de 2009 anunció que adquiriría bonos garantizados durante un periodo de 12 meses, por una cantidad total de 60.000 millones de euros (8). Al igual que ocurre con otras formas de titulización, la emisión en el mercado de bonos garantizados había experimentado una acusada contracción después de octubre de 2008. El Programa de Adquisición de Bonos Garantizados (*Covered bond purchase program*, CBPP) del BCE vino a reemplazar, en parte, esta pérdida de importante financiación en el sector privado para los bancos y sirvió, de manera efectiva, para reavivar este mercado. Un segundo programa CBPP se llevó a cabo en una etapa posterior de la crisis (9).

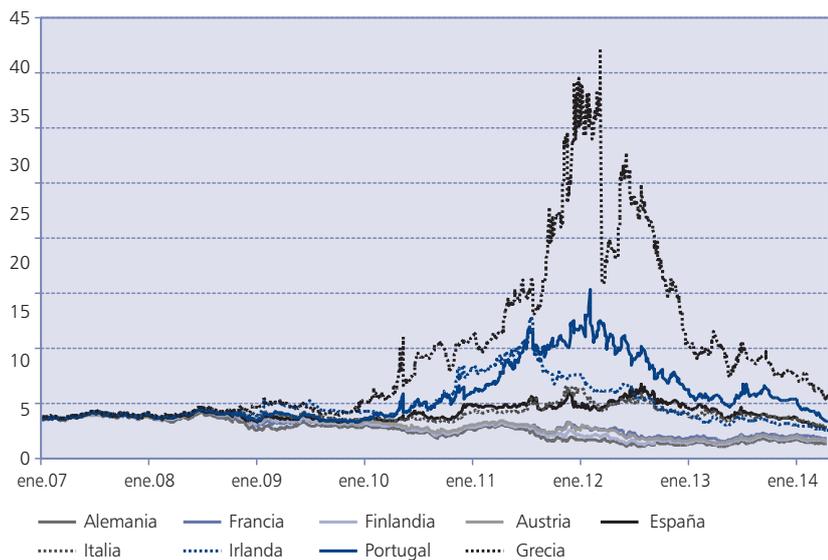
El alcance y dimensión de las medidas no convencionales del BCE son visibles en la expansión del balance del Eurosistema (gráfico 6). Sin la expansión del balance del BCE, la reducción de los tipos oficiales no habría llegado a transmitirse a la economía real. Al negárseles en su mayor parte el acceso al crédito privado, a los bancos no les habría quedado

GRÁFICO 6
BALANCE CONSOLIDADO DEL EUROSISTEMA (*)
(En miles de millones)



Nota: (*) Última observación de 25 de abril de 2014.
Fuentes: BCE y Thomson Reuters.

GRÁFICO 7
RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA PARA PAÍSES DE LA ZONA DEL EURO (*)
(Rendimiento de los bonos a 10 años, en porcentaje)



Nota: (*) Última observación de enero de 2014.
 Fuente: BCE.

otra opción que liquidar activos y cortar de ese modo el crédito disponible para la economía real. Pero gracias a la labor de sustitución que ejerció el BCE ante la ausencia de financiación privada, la política acomodaticia de tipos de interés del BCE se consiguió transmitir a través del sector bancario a la economía real (10). Esta política dio como resultado tipos de préstamo bancario más bajos para hogares y empresas hasta el inicio de la crisis de deuda soberana (gráfico 2), momento en el que emergieron nuevos desafíos (11).

III. ABORDAR LA FRAGMENTACIÓN EN LA ZONA DEL EURO

Entre finales de 2009 y principios de 2010, apareció un nuevo desafío en escena, en este caso

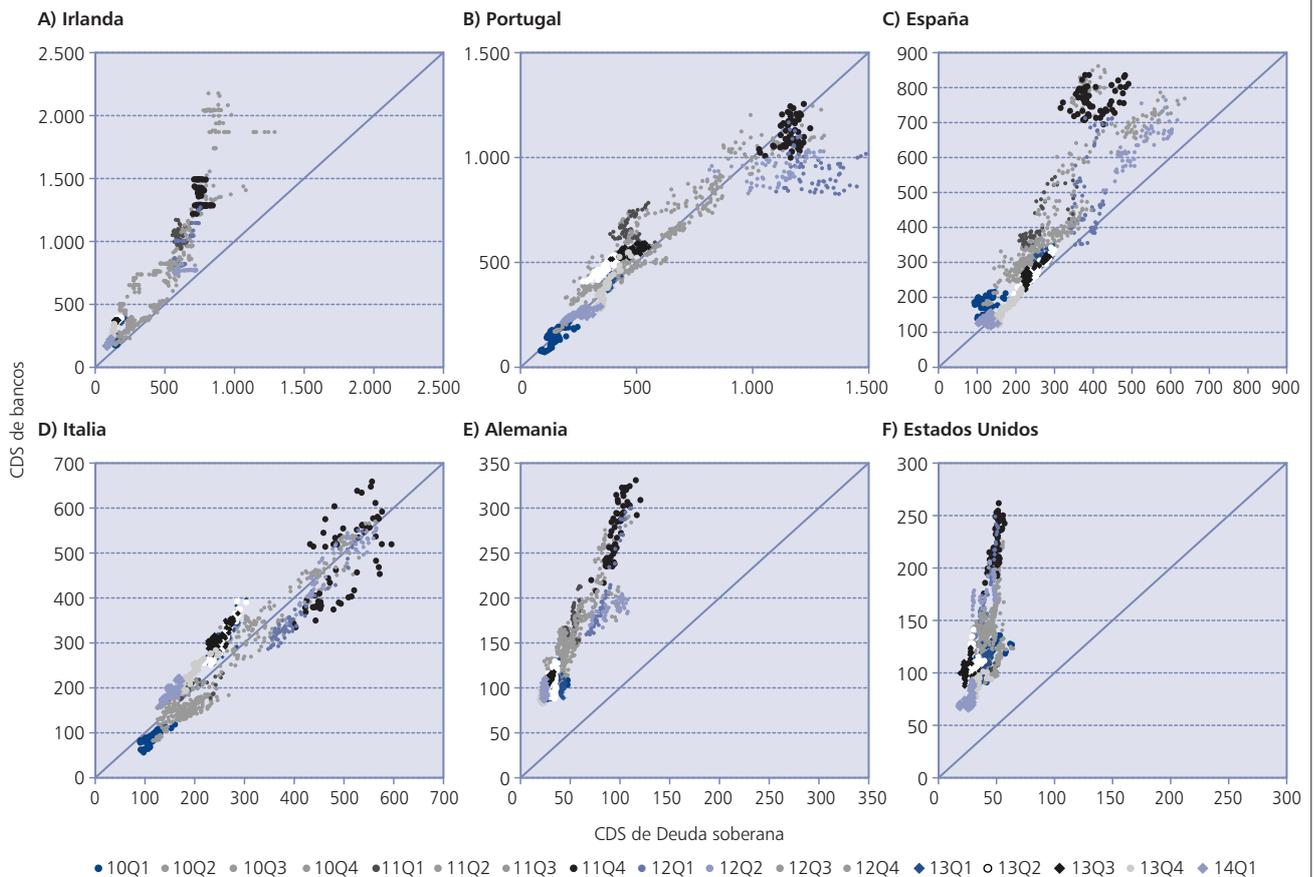
afectando de manera específica a Europa. A la vez que la crisis financiera global había amenazado con perjudicar a la transmisión vertical de la política monetaria, este nuevo reto suponía un riesgo adicional, en concreto, una disfunción de la transmisión horizontal de la política monetaria a través de las fronteras nacionales. A pesar del apoyo mostrado por la política monetaria del BCE, el endurecimiento de las condiciones de financiación globales y los costes asociados al rescate bancario debilitaron la situación fiscal de los países de la zona del euro. Conforme los acreedores comenzaron a discriminar entre países en los mercados de deuda soberana de la zona del euro, la rentabilidad de los bonos aumentó para aquellos gobiernos con unas finanzas públicas más deterioradas (gráfico 7).

El acceso a la financiación por parte de algunos gobiernos quedó cada vez más restringido, lo que afectó a las condiciones de financiación de los bancos y terminó debilitando sus sistemas bancarios nacionales. En algunos países, el riesgo de crédito de los bancos fue aumentando paralelamente al riesgo de crédito soberano (gráfico 8). La fragilidad resultante hizo socavar la posición fiscal de sus respectivos gobiernos. Se originó entonces un círculo vicioso entre los bancos y los créditos soberanos (12).

La deuda pública desempeña un papel crucial en la transmisión de la política monetaria a través de tres canales distintos. En primer lugar, los bonos soberanos del Estado sirven como punto de referencia para toda la gama de vencimientos de la curva de intereses y para el establecimiento de precios en los activos privados de todo el sistema financiero. En segundo lugar, los bonos soberanos son la principal garantía en los mercados de repos europeos, que suponen un segmento importante en el mercado interbancario. Un precio más elevado de los bonos del Estado consigue aliviar de este modo las limitaciones financieras de los prestatarios. En tercer lugar, un aumento de precio de la deuda pública favorece la valoración del activo de los balances de los bancos, lo que hace aumentar la base de capital de los bancos y reduce la probabilidad de que se origine una dinámica de venta de liquidación a corto plazo (*fire-sales*).

Con el fin de asegurar suficiente profundidad y liquidez en aquellos segmentos del mercado que habían empezado a mostrar disfunciones, el BCE estableció en mayo de 2010 el denominado Programa para el Mercado de Valores (*Securities Market Program*,

GRÁFICO 8
VALOR DE LOS SEGUROS CONTRA IMPAGOS DE DEUDA (CREDIT DEFAULT SWAPS, CDS)
DE DEUDA SOBERANA Y DE BANCOS (*)
(En puntos básicos)



Nota: (*) Última observación de 23 de marzo de 2014 (8 de noviembre para Irlanda).
 Fuente: Cálculos del BCE.

SMP) destinado a comprar bonos soberanos. En línea con las disposiciones que se reflejaban en el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, las intervenciones se limitaron estrictamente a los mercados secundarios. Las adquisiciones se realizaron a través de operaciones de absorción de liquidez para, de ese modo, no perjudicar a las condiciones de liquidez del banco central. El Programa para el Mercado de Valores, juntamente con el Meca-

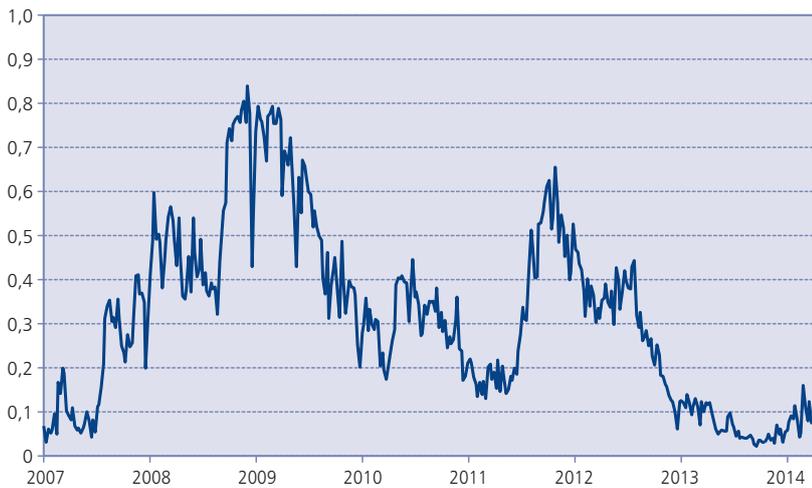
nismo Europeo de Estabilidad Financiera (MEEF) creado al mismo tiempo por los jefes de Estado y de gobierno, fue eficaz a la hora de prevenir efectos contagiosos adversos y para fomentar cierta estabilidad de los mercados (13).

Pero cuando las tensiones en el mercado de deuda soberana se extendieron a Italia y España en el verano de 2011, sucedieron entonces ventas rápidas a corto plazo en los mercados de deuda

soberana y los indicadores de riesgo sistemático volvieron a aumentar (gráfico 9).

Conforme la crisis de deuda soberana evolucionaba, la fragmentación del mercado interbancario que había comenzado con las convulsiones de liquidez globales en 2008 se fue agravando en los escenarios nacionales, dando al traste con la integración financiera que había seguido a la creación de la Unión Económica y Monetaria.

GRÁFICO 9
ÍNDICE COMPUESTO DE TENSION SISTÉMICA (*)



Nota: (*) Este índice utiliza la teoría de cartera (*portfolio*) para agregar 5 subíndices específicos del mercado creados a partir de 15 medidas de estrés financiero individual. Cuando el índice es igual a 1 indica el máximo de estrés sistémico. La agregación tiene en cuenta la variación temporal y las correlaciones cruzadas entre los subíndices, por tanto, asigna más peso sobre las situaciones en las que el estrés se mantiene en varios segmentos del mercado al mismo tiempo. Para más detalles, véase Hollo *et al.* (2012). La última observación es del 2 de mayo de 2014.
Fuente: BCE.

Una señal visible de esta fragmentación horizontal supuso el descenso prolongado en las actividades interbancarias entre países que tuvo lugar entre principios de 2011 y la segunda mitad de 2012 (véase en el gráfico 10 el tipo de interés a un día). En contraste con la restricción de liquidez de 2008, que solamente tuvo un efecto negativo temporal en las actividades entre países, el efecto adverso de la vinculación de los bancos con sus bonos soberanos desencadenó un declive constante en las actividades entre países. Tal como se ha explicado más arriba, cuando los bancos dejan de canjear liquidez unos con otros, esto hace que la iliquidez inherente de sus balances pueda incentivar un desapalancamiento y producir ventas rápidas a corto plazo. La iliquidez bancaria podría convertirse entonces en

insolvencia bancaria en un plazo corto de tiempo. Más aún, la primera etapa en el mecanismo de transmisión de la política monetaria corre serio peligro. Cuando los bancos dejan de negociar o canjear unos con otros entre países dentro de la zona del euro, el «carácter único» de las señales sobre política monetaria puede perderse.

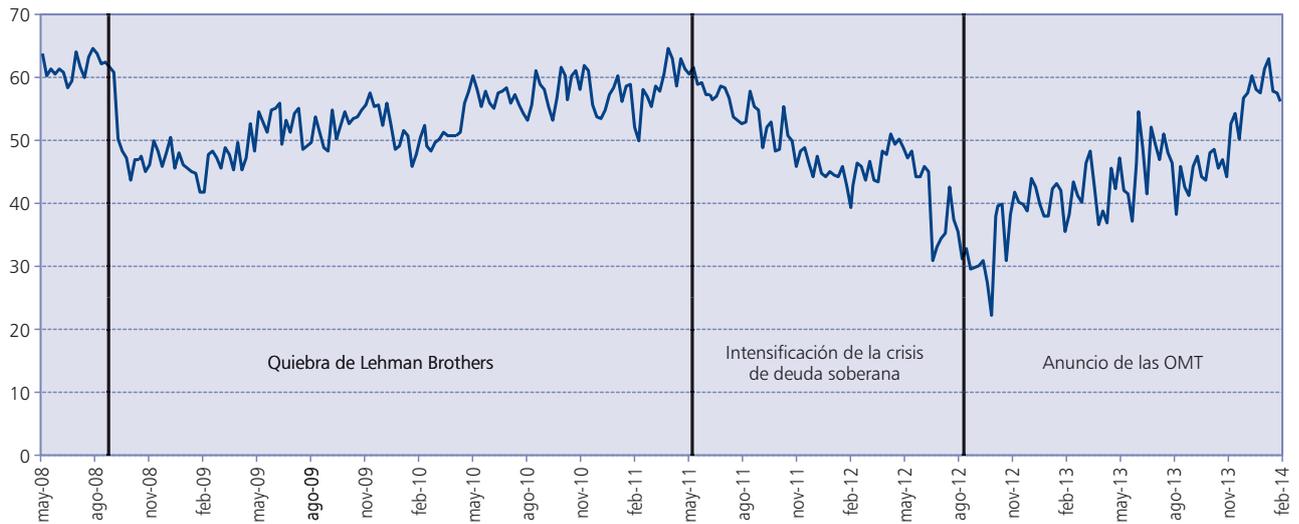
Otra señal prominente de la fragmentación horizontal entre fronteras nacionales —aunque también refleja la respuesta de apoyo en política monetaria por parte del BCE a este respecto— supuso la distribución desigual del crédito del banco central en la zona del euro. Con el fin de mantener la estabilidad de precios en la zona del euro como conjunto en un contexto de crisis, las medidas de política monetaria

del BCE tuvieron inevitablemente efectos desiguales en los países de la zona del euro, siendo esta desigualdad más manifiesta en el balance del Eurosistema y de los bancos centrales nacionales que lo constituyen (14).

No obstante ocurre que, a menudo, no se aprecia en su totalidad que esta desigualdad supone el resultado endógeno de la implementación de una política monetaria única en un contexto con un mercado financiero fragmentado. Esta desigualdad no es el resultado de medidas de política selectivas para países o mercados nacionales específicos. El Consejo de Gobierno del BCE toma decisiones acerca de los parámetros para las operaciones de refinanciación que proporcionan liquidez global a los participantes en el sistema, pero no decide sobre las cantidades relativas que los bancos de cada país reciben a través de sus bancos centrales nacionales. Como elemento fundamental de una zona con moneda única, los bancos son tratados de igual manera independientemente de dónde estén ubicados. Por tanto, es posible distribuir una liquidez de forma desigual en los sistemas bancarios nacionales. Por ejemplo, antes de la crisis, la mitad de la liquidez del Eurosistema provenía del Deutsche Bundesbank (gráfico 11) (15).

Durante la crisis, la desigualdad en la distribución de liquidez cambió. El crédito oficial se suministró principalmente por los bancos centrales nacionales de aquellos países donde la vinculación entre bancos soberanos era más estrecha. La liquidez en los bancos centrales migró en su mayor parte como consecuencia de esto, desde países como Grecia, Irlanda, Italia y España hacia países no sometidos a tensiones

GRÁFICO 10
ACTIVIDAD INTERBANCARIA A UN DÍA TRANSFRONTERIZA (*)
(En porcentaje)



Nota: (*) El gráfico se basa en préstamos interbancarios sin garantía que se obtienen de los datos de pago en Target2 (la mayoría de estos préstamos son a un día). Los pagos transfronterizos dentro del mismo grupo bancario no se consideran. La última observación es de 31 de marzo de 2014.
Fuente: BCE.

económicas, como por ejemplo Alemania, Holanda, Luxemburgo y Finlandia. Este desplazamiento representó en su esencia el reembolso de antiguos préstamos interbancarios que habían dejado de renovarse así como por la salida de capitales.

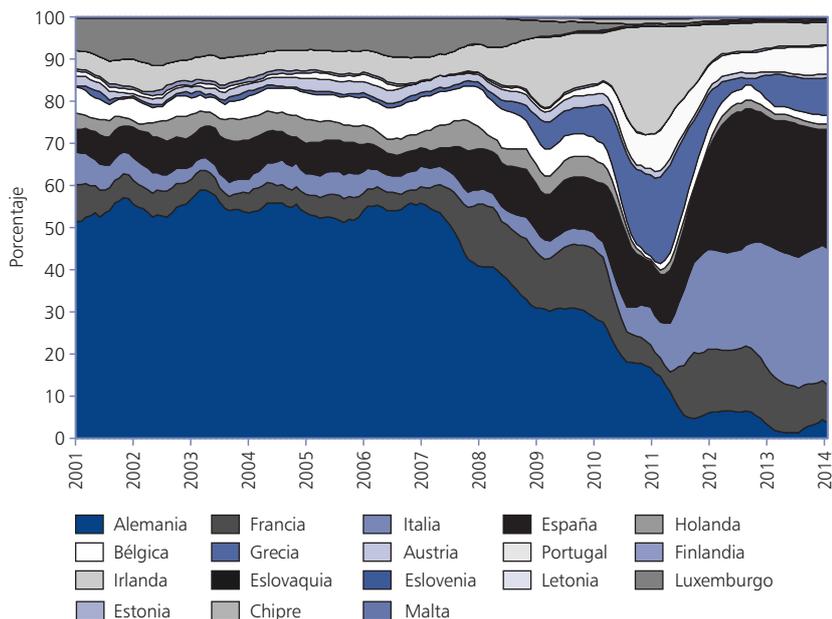
La fragmentación horizontal responsable del desequilibrio en los pagos entre países sometidos a tensiones económicas y países ajenos a estas tensiones dentro la zona del euro se muestra en los balances en Target2 de los bancos centrales del Eurosistema (16). Tras un incremento moderado experimentado en 2008, los balances en Target2 se mantuvieron estables hasta mediados del año 2011, cuando de repente se dispararon hasta llegar a 1 billón de euros, antes de volver a descender nuevamente (gráfico 12).

Ante una fragmentación horizontal grave (aumentos masivos de los rendimientos de los bonos soberanos, pérdida de actividad interbancaria entre países y amplios desequilibrios en los pagos entre países), que socavó no solo la transmisión de la política monetaria sino que también amenazaba la integridad de la zona del euro, el BCE tuvo que actuar de nuevo. Así lo hizo mediante una combinación de dos medidas de fuerza: la ampliación del vencimiento del crédito del banco central a tres años, un periodo sin precedentes, tres años con la opción de devolver el préstamo tras pasado un año y, posteriormente, con el anuncio de adquisiciones potencialmente ilimitadas de bonos soberanos en mercados secundarios, bajo condiciones estrictas y efectivas, que suponían las operaciones monetarias de

compraventa (OMT) que se han mencionado más arriba (17). Este anuncio siguió a la declaración del presidente Draghi (el 26 de julio de 2012) en la que afirmó que el BCE haría «lo que fuera necesario, dentro de su mandato» para mantener el euro. Esto junto a la LTRO y las OMT detuvieron la fragmentación horizontal a mediados de 2012 y estimularon un proceso de reintegración (18).

Las razones para ampliar el vencimiento del crédito colateralizado del banco central hasta los tres años fueron las mismas que se aplicaron para la ampliación anterior durante la crisis global de liquidez. El BCE aseguraba así al sector bancario frente a los riesgos de vencimiento y necesidad de refinanciación. De este modo, los bancos solventes podían seguir manteniendo su liquidez y

GRÁFICO 11
DISTRIBUCIÓN ENTRE BANCOS CENTRALES NACIONALES
DE LA DEMANDA DE LIQUIDEZ DE LOS BANCOS DE LA ZONA DEL EURO
EN LAS OPERACIONES DE CRÉDITO DEL EUROSISTEMA (*)



Nota: (*) Datos suavizados con una media móvil centrada con periodo de 5 meses. Las operaciones de crédito del Eurosistema incluyen las operaciones principales de financiación, las operaciones de financiación a plazo más largo (LTRO) y facilidades marginales de crédito. La última observación es de finales de marzo de 2014.

Fuentes: BCE y Bindseil et al. (2012: 83-92).

podían continuar suministrando crédito a la economía de la zona del euro. Debido a las tensiones heredadas de la crisis global de liquidez y a las presiones en aumento para que se recapitalizaran, existía un riesgo de desapalancamiento bancario a gran escala. La prolongación del vencimiento junto con las otras medidas no convencionales del BCE (subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena, y la ampliación de los activos de garantía) impidieron un desapalancamiento desordenado y dio a los gobiernos y los bancos el tiempo para llevar a cabo los ajustes necesarios sin tener que reducir drásticamente el crédito otorgado al sector privado.

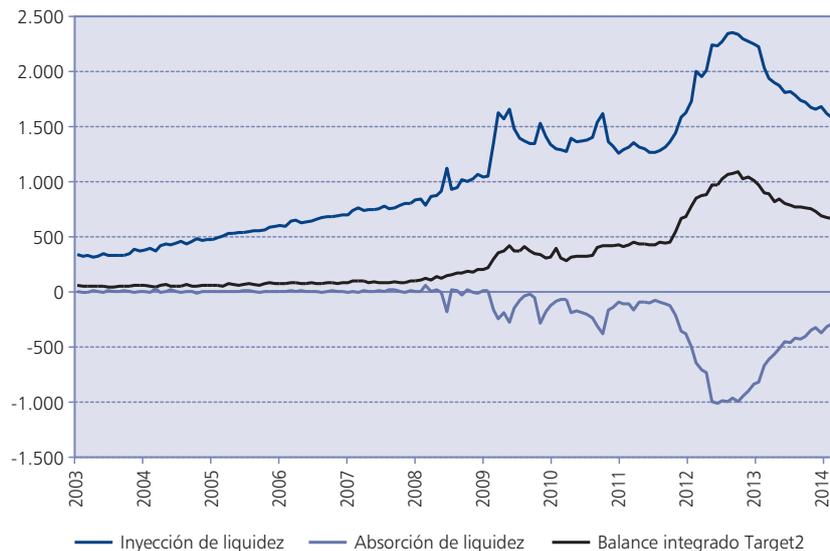
La razón para la existencia de las operaciones monetarias de compra-venta (OMT) era la de reducir el riesgo adverso de dar por sentado un equilibrio que hubiera reforzado aún más la fragmentación horizontal en los países de la zona del euro y hubiera hecho muy difícil la transmisión de los impulsos de política monetaria en la zona del euro. En el peor de los casos posibles un equilibrio adverso podría conducir incluso a una disgregación de la zona del euro. El temor ante un equilibrio de este tipo se convirtió en real cuando las tensiones en el mercado de deuda soberana se intensificaron aún más en la primera mitad de 2012. Los rendimientos

de los bonos integraban una «prima de temor» que reflejaba el riesgo de redenominación, esto es, el riesgo de que un país pudiera abandonar la zona del euro, lo que implicaría tener que denominar sus activos en otra divisa distinta.

Eliminar este riesgo, a la vez que se mantiene una férrea disciplina de mercado sobre las finanzas públicas, hacía necesario un diseño estudiado sobre la intervención a ejecutar. A este respecto, la OMT estaba en consonancia con las disposiciones del Tratado en contra de la financiación monetaria: nunca habrían de utilizarse con el fin de influir a la baja de forma indiscriminada sobre los diferenciales de la deuda pública (19). Una condición necesaria e importante para activar la OMT en un mercado de bonos soberanos específico es la «condición estricta y efectiva vinculada a un programa adecuado del Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera (*European Financial Stability Facility*, EFSF) y del Mecanismo de Estabilidad Europea (*European Stability Mechanism*, ESM)» (20). De forma general, un banco central ha de ponderar los costes de su inacción frente a los costes de adoptar medidas cuando ha de ejecutar su mandato en tiempos de excepción. Este entorno requiere en ocasiones correr ciertos riesgos controlados que, en cualquier caso, minimizan el riesgo general para la zona del euro y para los países individuales que la forman (21).

La OMT consiguió con éxito poner fin a cualquier duda que pudiera existir sobre la integridad de la unión monetaria. Consiguió reducir la fracción de diferenciales soberanos que reflejaban la compensación por los temores a una redenominación y también contribuyeron de forma más ge-

GRÁFICO 12
BALANCES EN TARGET2 E INYECCIÓN Y ABSORCIÓN DE LIQUIDEZ
EN EL EUROSISTEMA (*)
(En miles de millones de euros)



Nota: (*) Los balances Target suman cero en el Eurosistema, por lo que no aparece en el balance consolidado. El balance integrado Target es la suma de los pasivos en Target. La inyección de liquidez, en la parte positiva = préstamos a instituciones de crédito de la zona del euro relacionados con MPO denominadas en euros + derechos sobre los residentes de la zona del euro denominados en la moneda extranjera + otros derechos sobre instituciones de crédito de la zona del euro denominados en euros + títulos + otros activos. La absorción de liquidez, en el lado negativo = depósitos de las instituciones financieras y monetarias. La última observación es de 31 de marzo de 2014.

Fuentes: BCE y actualizado a partir de Cour-Thimann (2013).

neral a la mejora de las condiciones de financiación de empresas, familias y bancos en toda la zona del euro.

IV. ABORDAR LOS RIESGOS PARA LA ESTABILIDAD DE PRECIOS CON LOS TIPOS DE INTERÉS

Las dos secciones anteriores describen las respuestas no convencionales aplicadas por el BCE en política monetaria después de 2007. Estas medidas no convencionales servían como complemento y respaldaban las decisiones convencionales sobre los tipos de interés. El objetivo de estas medidas era conseguir una transmisión efectiva

de las señales de los tipos oficiales a la economía real cuando las disfunciones en los mercados financieros dificultaban el canal de transmisión a nivel tanto vertical como horizontal. En cuanto a los tipos de interés oficiales, siguieron siendo el instrumento de política para abordar los riesgos para la estabilidad de precios. Esta sección analiza cómo el BCE abordó los riesgos para la estabilidad de precios con su herramienta de tipos de interés, y en concreto, cómo aplicó la orientación futura de la política monetaria a partir de mayo de 2013.

La caída del comercio global y la grave recesión que experimentó la actividad económica en el

periodo posterior a la crisis financiera de finales de 2008 y comienzos de 2009 había conducido a un descenso de los precios en algunas partes del mundo. En la zona del euro, además de la drástica reducción de los tipos de interés controlados por el BCE entre octubre de 2008 y mayo de 2009, así como las medidas no convencionales aplicadas para apoyar la transmisión efectiva de estas medidas a la economía de la zona del euro, fue la credibilidad del BCE respecto a la estabilidad de precios (reflejada por la contención general de los precios para protegerse ante el riesgo de inflación y de deflación a pesar de alzas repentinas a corto plazo) la que contribuyó a prevenir los riesgos para la estabilidad de precios en un entorno de grave crisis (gráfico 13).

El BCE utilizó de forma activa su herramienta de tipos de interés, en combinación con sus medidas no convencionales. Incluso hubo un alza de los tipos de interés clave del BCE durante los primeros seis meses de 2011 para atajar los riesgos al alza de la estabilidad de precios, en un tiempo en el que se seguía ofreciendo un amplio respaldo de liquidez a los bancos. La complementariedad entre las medidas convencionales de tipos de interés y las medidas no convencionales contrasta con el enfoque adoptado por otros bancos centrales principales como la Reserva Federal de Estados Unidos y el Banco de Inglaterra. Estos bancos centrales aplicaron medidas no convencionales de política monetaria como sustituto de la herramienta convencional de tipos de interés una vez que vieron que los tipos de interés oficiales habían alcanzado un límite inferior.

Una característica común en las respuestas en materia de polí-

GRÁFICO 13
**VALORACIÓN DE LA PROTECCIÓN DE INFLACIÓN Y DEFLACIÓN
 EN LA ZONA DEL EURO (*)**
 (En puntos básicos)



Nota: (*) Los mercados para opciones relacionadas con inflación son relativamente ilíquidos y, a menudo, están fuertemente influenciados por patrones de demanda y de oferta. Por ello, los resultados deben interpretarse con cautela. Los instrumentos subyacentes en la protección de la inflación son: con un tope interanual de un 4 por 100 con vencimiento a 5 años; para la protección de la deflación: el umbral mínimo interanual es del 0 por 100 en vencimientos a 5 años. La última observación es de 17 de abril de 2014
 Fuente: Bloomberg.

tica ante la crisis financiera en otras partes del mundo fue que los tipos oficiales del banco central alcanzaron rápidamente el límite inferior igual a cero en esos países. La crisis global era, no obstante, tan profunda que el rápido descenso de los tipos de interés no fue suficiente para contrarrestar el declive de la actividad de la economía real. El reto que suponía tener que ofrecer una política más acomodaticia en una situación donde los tipos de interés ya eran demasiado bajos condujo a algunos de los principales bancos centrales como la Reserva Federal y el Banco de Inglaterra a aplicar una «expansión cuantitativa». Mediante la adquisición de activos distintos a los títulos soberanos a corto plazo, estos bancos centrales se marcaron como objetivo

bajar los tipos de interés a largo plazo cuando los tipos a corto plazo ya no se podían bajar más.

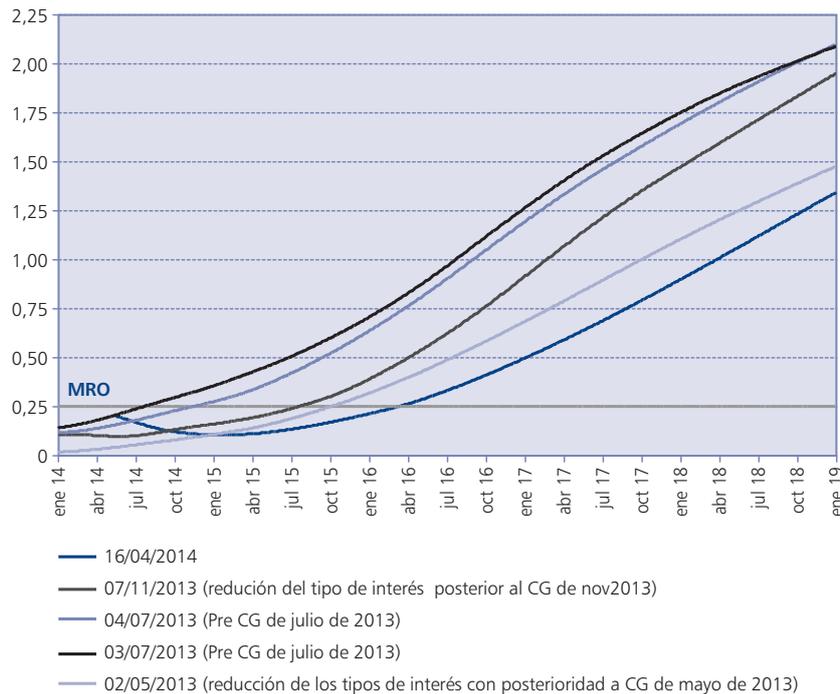
El BCE, que trabaja con una estructura institucional distinta y que ha de enfrentarse a retos de otro tipo, adoptó un enfoque diferente al de otros de los principales bancos centrales del mundo, no solo en lo que se refiere al uso complementario de la herramienta de tipos de interés y las medidas no convencionales, sino también en lo que respecta al uso de un enfoque de orientación futura (*forward guidance*) en la trayectoria futura de su herramienta de tipos de interés. Esta herramienta había sido usada previamente por otros bancos centrales en combinación con la llamada «expansión cuantitativa».

En el escenario posterior a la crisis, con tipos oficiales bajos, aunque con riesgos para la estabilidad de precios, el 4 de julio de 2013 el BCE anunció que «esperaba que los tipos de interés oficiales del BCE se mantuvieran en los niveles actuales o incluso inferiores durante un periodo largo de tiempo». Además de este «sesgo favorable», el BCE también remarcó la condicionalidad respecto a la política de orientación futura en la siguiente declaración: «Estas previsiones se basan en una perspectiva de inflación moderada a medio plazo, dado la debilidad generalizada de la economía y la evolución de una política monetaria moderada».

La orientación futura de política monetaria tiene el objetivo de clarificar el modo en que el BCE evalúa las perspectivas de inflación y cómo su estrategia de política monetaria incorpora esta valoración. Esta clarificación se volvió necesaria debido a que los profundos desajustes financieros y económicos tras la crisis dificultaron que los participantes en el mercado pudieran deducir la trayectoria futura de los tipos oficiales, como solía ocurrir de forma regular en el pasado. A principios de julio de 2013, el incremento de la volatilidad en los mercados financieros, en especial en los mercados monetarios, había conducido a una corrección de la orientación acomodaticia desde la última reducción de los tipos oficiales en mayo de 2013, la cual había arrastrado el tipo del BCE sobre las principales operaciones de refinanciación hasta un 0,5 por 100. Y la senda prevista de los tipos oficiales se había vuelto más pronunciada (gráfico 14).

La orientación futura de política monetaria del BCE condujo a que la senda prevista de los tipos de interés oficiales estuviera en línea con la senda que el BCE había

GRÁFICO 14
CURVAS DE FORWARD OVERNIGHT INDEX SWAPS EN DIFERENTES
MOMENTOS (*)



Nota: (*) Los tipos de interés futuros están en porcentaje. CG indica la reunión del Consejo de Gobierno. La última observación es de 28 de marzo de 2014.
Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

previsto dada su valoración de las perspectivas de inflación. Posteriormente el BCE reiteró con firmeza su orientación futura de política monetaria y adicionalmente explicó bajo qué condiciones macroeconómicas la trayectoria prevista de los tipos de interés oficiales se mantendría como válida. En el momento de escribir este informe, y a pesar del panorama macroeconómico más positivo que existe en la actualidad, los tipos de interés previstos han vuelto a los niveles reducidos experimentados tras la caída de mayo de 2013 (que ha sido seguido por otro descenso más en noviembre de 2013). En línea con el deseo del BCE de ofrecer mayor claridad sobre sus objetivos y con su valoración de las

condiciones económicas en la estela de la crisis, la orientación futura conseguía reducir también la incertidumbre. La orientación futura reducía la distribución de posibles tipos de interés a corto plazo futuros así como la sensibilidad de los tipos del mercado monetario a la publicación de noticias acerca del estado de la economía (22).

V. CONCLUSIÓN Y RETOS PENDIENTES PARA EL FUTURO

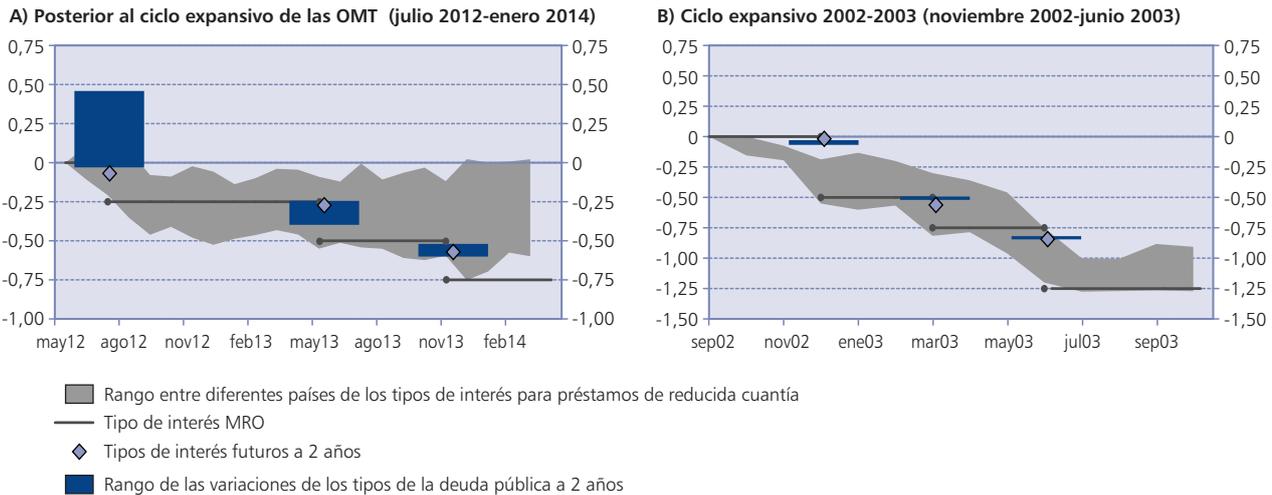
La zona del euro ha avanzado mucho desde 2007. Cerca de siete años después de la erupción de la crisis financiera global, y cuatro años del comienzo de la

crisis de deuda soberana en Europa, se ha conseguido cumplir con muchos objetivos. Se evitó un colapso del sistema financiero. La respuesta de política monetaria del Eurosistema fue rápida y global. Consiguió dotar al sector financiero y a la economía real de la zona del euro de garantías ante algunos posibles escenarios adversos con consecuencias negativas para la estabilidad de los precios. Además, el BCE se ha comprometido a mantener los tipos de interés oficiales en un nivel bajo, condicionado siempre a las perspectivas de inflación, y ha suscrito asimismo su compromiso de mantener la subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena durante algún tiempo en el futuro. Estos pasos han sido precisos para soportar los costes de los ajustes necesarios, aunque al mismo tiempo dolorosos, en especial el desapalancamiento de los balances de los bancos y de otros agentes económicos.

No obstante, aún permanecen algunos retos y la política monetaria no puede funcionar en solitario. La recuperación de la crisis sigue siendo lenta y débil. El apoyo en forma de liquidez del BCE para los bancos y su contribución a la reducción de los costes de financiación de los bancos fueron los ingredientes necesarios para el apoyo reforzado al crédito. Sin embargo, las señales acomodaticias de los tipos oficiales del BCE no han conseguido aún transmitirse plenamente a la economía real, y en concreto no han llegado a las pequeñas y medianas empresas, que tan importantes son para la recuperación de la economía de la zona del euro (gráfico 15).

Es necesario exigir más a otras políticas económicas. Para empezar, el BCE no puede mantener sus medidas de apoyo de forma indefinida: en última instancia, se

GRÁFICO 15
TRANSMISIÓN DE REDUCCIONES EN EL TIPO DE INTERÉS MRO SOBRE LOS TIPOS DE INTERÉS FUTUROS,
LOS RENDIMIENTOS DE LA DEUDA SOBERANA Y LOS TIPOS DE INTERÉS DE PRÉSTAMOS BANCARIOS



Fuente: BCE.

necesita acabar con las medidas no convencionales del BCE, las cuales se adoptaron a la vista de las circunstancias extraordinarias que implicaba la crisis (23). Supone un delicado acto de malabarismo, por una parte, ofrecer apoyo a la economía a través de los bancos (las contrapartes en operaciones de los bancos centrales) y por otra, proporcionar incentivos adecuados al sector bancario. Las medidas convencionales y no convencionales del BCE consiguieron ganar tiempo, pero el tiempo no siempre se utiliza de forma inteligente. Como ocurre con cualquier otro seguro, puede dar lugar a riesgo moral si no se utiliza con cuidado o si se dilata de forma indebida en el tiempo. Los bajos tipos de interés y una liquidez amplia permiten a los bancos continuar operando con iliquidez en sus balances y seguir obteniendo beneficios. Cuando los balances de los bancos dejan de ser sostenibles desde un

punto de vista social es, en ese momento, cuando una política acomodaticia del banco central termina realizando una mala asignación de los recursos (24).

En este contexto, el mantener el ritmo de las reformas por parte de otras áreas de la política económica supone un hecho crucial. La crisis expuso una serie de fragilidades de hondo calado en las políticas económicas de los países de la zona del euro, que afectaban a la regulación y supervisión del sector bancario y a la industria financiera global, así como al refuerzo de las normas y el marco institucional de la Unión Monetaria. Se han adoptado muchas medidas en todas estas áreas, aunque queda aún mucho por hacer. El futuro es desafiante, con poco margen de maniobra por parte de las autoridades fiscales, además de percibirse una relativa fatiga para llevar a cabo reformas.

Teniendo en cuenta los límites que restringen lo que de una forma legítima y realista puede conseguir la política monetaria, y debido a que se necesita un pilar económico más sólido para la Unión Económica y Monetaria con el objeto de asegurar la viabilidad y vitalidad de la zona del euro, el BCE adoptó un papel activo para promover las reformas y diseñar el nuevo marco institucional de la zona del euro.

Se han conseguido grandes avances en el campo de las reformas institucionales. En virtud del acuerdo fiscal ratificado por la zona del euro y por otros países de la Unión Europea en 2012, las legislaciones que regulan unas finanzas públicas sólidas se modernizaron y se convirtieron en derecho primario en estos países. Se reforzó la vigilancia de posibles desequilibrios económicos en Europa. El Mecanismo Único de Supervisión (*Single Supervisory*

Mechanism, SSM) aporta elementos sólidos para crear un escenario en igualdad de condiciones para el sector bancario en toda Europa. No obstante, son necesarias más medidas. Se está llevando a cabo ya una revisión de los balances de los bancos. Cualesquiera que sean los resultados de esta revisión, se deberán adoptar las decisiones adecuadas. Y es necesario complementar el Mecanismo Único de Supervisión con un Mecanismo Único de Resolución.

La crisis también sacó a la luz la necesidad de más reformas estructurales a nivel nacional. Sin la presencia de tipos de cambio flexibles y con mercados de capitales cada vez más integrados, cualquier deficiencia en competitividad se traduciría en problemas de financiación antes o después, al no disponer los gobiernos de posibilidad alguna de solventar estas situaciones de un modo rápido. No existe alternativa alguna al compromiso actual y de largo plazo que han suscrito los gobiernos para reformar sus mercados laborales y el sector público, para conseguir un sistema fiscal sostenible y para fomentar la innovación y la educación. Si se mantienen estos esfuerzos, entonces la zona del euro terminará prosperando y la crisis será contemplada como un suceso que consiguió que Europa saliera reforzada y más solidaria entre países.

NOTAS

(1) Para una mayor investigación sobre la fragilidad del canal de transmisión monetario en la zona del euro, véase CICCARELLI *et al.* (2013).

(2) Además de los tipos de interés a corto plazo, la transmisión de la política monetaria hacia la actividad económica funciona también con las expectativas. Cuando un banco central disminuye los tipos a corto plazo, los tipos a largo plazo (que son los que en última instancia interesan para la actividad económica) suelen caer, debido a que las expectativas

en la economía acerca de los tipos a corto plazo futuros irán también a la baja.

(3) Durante la crisis financiera aumentó el coste del crédito para las empresas (véase SANTOS, 2011). La crisis financiera tuvo repercusiones también graves para la economía real, por ejemplo condujo a tasas de paro más altas (véase CHODOROW-REICH, 2014).

(4) Para un informe sobre la crisis global de liquidez, véase, por ejemplo, BRUNNERMEIER (2009). Para una revisión y explicación de la respuesta del BCE a la crisis global de liquidez, véase TRICHET (2010). Para saber más sobre el papel de los factores institucionales y la estructura financiera a la hora de diseñar la respuesta del BCE, véase COUR-THIMANN y WINKLER (2012). Para saber más sobre las tensiones en el mercado interbancario y sobre una posible desintegración, véase HEIDER *et al.* (2009).

(5) Una tercera y más significativa dimensión es la de los intercambios de divisas. El BCE suministró dólares a los bancos de la zona del euro. Esto supuso un acuerdo de permuta o *swap* de divisas con la Reserva Federal. Estos acuerdos de intercambio también se realizaron con otros bancos centrales.

(6) En la actualidad, el BCE está comprometido con una subasta de tipo fijo con adjudicación plena hasta mediados del año 2015.

(7) A finales de 2013, el sistema de activos de garantía del BCE permitió que se utilizaran activos negociables por un valor de 14 billones de euros. El crédito proveniente del Eurosistema se sometió a importantes garantías adicionales. A finales de 2013, garantías equivalentes a 2,2 billones de euros sirvieron para respaldar un promedio de crédito medio vivo por valor de 700.000 millones de euros.

(8) Los bonos garantizados (denominados «cédulas» en España, «Pfandbriefe» en Alemania y «obligations foncières» en Francia) son una forma de titulización por la cual los activos subyacentes permanecen de forma habitual en el balance del emisor y los compradores pueden recurrir contra el emisor y ejecutar esta garantía. Los bonos garantizados constituyen el mayor mercado de renta fija después de los bonos del sector público en la zona del euro.

(9) El segundo programa de CBPP se lanzó en noviembre de 2011, por una suma de 40.000 millones de euros en adquisiciones que se extendieron asimismo durante un período de un año.

(10) Para obtener más evidencias de cómo los tipos de interés oficiales y la provisión del banco central de liquidez a largo plazo se complementan uno con otro para hacer frente a una posible contracción del crédito para las empresas, véase MADDALONI y PEYDRÓ (2013). Para obtener más evidencias de cómo las medidas no convencionales redujeron la volatilidad de la financiación de los bancos, véase CARPENTER *et al.* (2013).

(11) Para obtener evidencia adicional sobre el éxito de las medidas no convencionales del BCE a la hora de estabilizar el sector financiero y garantizar en parte la continuidad del crédito a la economía real, véase GIANNONE *et al.* (2012) y LENZA *et al.* (2010).

(12) Véase, por ejemplo, ACHARYA *et al.* (2011).

(13) Las adquisiciones de bonos soberanos llevadas a cabo dentro del Programa para Mercados de Valores resultaron también eficaces a la hora de disminuir su rentabilidad (véase ESER y SCHWAAB, 2013).

(14) Las medidas de los bancos centrales pueden conllevar efectos geográficos desiguales importantes también dentro de un mismo país. Por ejemplo, Alemania y Nueva York acabaron siendo los receptores netos de una tercera parte de la liquidez inyectada por los bancos centrales respectivamente por el Eurosistema y por el Sistema de la Reserva Federal durante la crisis (véase COUR-THIMANN, 2013).

(15) Esta proporción era aproximadamente el doble de grande que la participación de Alemania en la clave de suscripción de capital del BCE (un 27 por 100 cuando se reponeró usando solamente los países de la zona del euro). La clave de suscripción de capital indica la fracción en propiedad del capital de BCE en posesión de los diferentes bancos centrales nacionales de la UE, incluyendo así a los bancos de países de fuera de la zona del euro (por ejemplo, Reino Unido). La razón para este desequilibrio en la absorción de liquidez se debía al enorme tamaño del sistema bancario alemán y a la preferencia de Alemania por contar con liquidez.

(16) Estos balances suponen diferentes posiciones dentro del sistema que reflejan el desequilibrio en los flujos de pago entre los diferentes sistemas bancarios nacionales dentro de la zona del euro. Los bancos centrales nacionales de los distintos países sometidos a tensiones económicas y cuyos sistemas bancarios han experimentado salidas netas muestran un pasivo en Target2. Por el contrario, los bancos centrales nacionales de países no sometidos a tensiones, cuyos sistemas bancarios han experimentado entradas netas, muestran reclamaciones de activos en Target2. Por definición, el pasivo en Target2 y las reclamaciones de activo en Target2 suman cero.

(17) Las OMT supusieron el fin del Programa para el Mercado de Valores (SMP) del BCE, el cual estaba destinado a comprar bonos soberanos en aquellos segmentos del mercado que presentaban anomalías de forma limitada y sin condiciones.

(18) Las dos operaciones a tres años ejecutadas a finales de 2011 y a principios de 2012 contribuyeron a aliviar las tensiones en la financiación de los bancos y de este modo frenaron el círculo vicioso que se había formado entre los bancos y los soberanos, aunque solo de forma temporal. Un efecto más duradero tuvo el anuncio de la aplicación de las OMT seis meses más tarde.

<p>(19) Véase también PRAET (2014) y CŒURÉ (2013).</p> <p>(20) El Mecanismo Europeo de Estabilización (ESM), un mecanismo permanente que vino a sustituir al EFSF que funcionó de forma temporal.</p> <p>(21) Véase también, por ejemplo, BINDSEIL y WINKLER (2013) y BINDSEIL y JABLECKI (2013).</p> <p>(22) Véase evidencia e información adicional en el artículo del Boletín Mensual de abril de 2014 del BCE titulado «The ECB's forward guidance».</p> <p>(23) Para obtener una reflexión de cómo puede ser la política monetaria «normal» en un entorno post-crisis, véase BAYOUMI <i>et al.</i> (2014).</p> <p>(24) En concreto, una liquidez amplia puede haber conseguido que el <i>carry trade</i> pase a ser atractivo a los ojos de los bancos. Los bancos con problemas de financiación ubicados en países con elevados rendimientos en sus deudas soberanas pueden haber contribuido al contexto negativo del nexo bancos-soberano al tomar prestado del BCE y comprar los bonos de sus soberanos (véase ACHARYA y STEFFEN, 2012).</p> <p>BIBLIOGRAFÍA</p> <p>ACHARYA, V., y STEFFEN, S. (2012), «The 'Greatest' Carry Trade Ever? Understanding Eurozone Bank Risks». Working Paper, New York University.</p> <p>ACHARYA, V.; DRECHSLER, I., y SCHNABL, P. (2011), «A Pyrrhic Victory? – Bank Bailouts and Sovereign Credit Risk». NBER Working Paper n.º 17.136.</p> <p>BAYOUMI, T.; DELL'ARICCIA, G.; HABERMEIER, K.; MANCINI-GRIFFOLI, T., y VALENCIA, F. (2014), «Monetary Policy in the New Normal». IMF Staff Discussion Note 14/3.</p>	<p>BINDSEIL, U., y JABLECKI, J. (2013), «Central bank liquidity provision, risk-taking and economic efficiency». ECB Working Paper n.º 1.542.</p> <p>BINDSEIL, U., y WINKLER, A. (2013), «Dual Liquidity Crises – A Financial Accounts Framework», <i>Review of International Economics</i>, 21: 151-163.</p> <p>BINDSEIL, U.; COUR-THIMANN, P., y KÖNIG, P. (2012), «Target2 and Cross-border Interbank Payments during the Financial Crisis». CESifo Forum 13, Special Issue, 83-92.</p> <p>BRUNNERMEIER, M., (2009), «Deciphering the 2007-08 liquidity and credit crunch», <i>Journal of Economic Perspectives</i>, 23(1): 77-100.</p> <p>CARPENTER, S.; DEMIRALP, S., y EISENSCHMIDT, J. (2013), «The effectiveness of the non-standard policy measures during the financial crises: the experiences of the Federal Reserve and the European Central Bank». ECB Working Paper n.º 1.562.</p> <p>CHODOROW-REICH, G. (2014), «The Employment Effects of Credit Market Disruptions: Firm-level Evidence from the 2008-09 Financial Crisis», <i>Quarterly Journal of Economics</i>, 129(1): 1-59.</p> <p>CICCARELLI, M.; MADDALONI, A., y PEYDRÓ, J.-L. (2013), «Heterogeneous transmission mechanism: monetary policy and financial fragility in the Eurozone», <i>Economic Policy</i>, 28: 459-512.</p> <p>CŒURÉ, B. (2013), «Outright Monetary Transactions, one year on». Speech at the conference in Berlin on «The ECB y its OMT Programme», 3 septiembre.</p> <p>COUR-THIMANN, P. (2013), «Monetary Policy y Redistribution: Information from Central Bank Balance Sheets in the Euro Area and the US», <i>Review of Economics</i>, 64(3): 293-324.</p> <p>— (2013), «Target Balances y the Crisis in the Euro Area». CESifo Forum 14, Special issue, April 2013.</p>	<p>COUR-THIMANN, P., y WINKLER, B. (2012), «The ECB's non-standard monetary policy measures: the role of institutional factors and financial structure», <i>Oxford Review of Economic Policy</i>, 28(4): 765-803.</p> <p>ESER, F., y SCHWAAB, B. (2013), «Assessing asset purchases within the ECB's Securities Markets Programme». ECB Working Paper n.º 1.587.</p> <p>GIANNONE, D.; LENZA, M.; PILL, H., y REICHLIN, L. (2012), «The ECB and the interbank market», <i>Economic Policy</i>, 122: 467-486.</p> <p>HEIDER, F.; HOEROVA, M., y HOLTHAUSEN, C. (2009), «Liquidity hoarding and interbank market spreads: The role of counterparty risk». ECB Working Paper n.º 1.126.</p> <p>HOLLO, D.; KREMER, M., y LO DUCA, M. (2012), «CISS – A composite indicator of systemic stress in the financial system». ECB Working Paper n.º 1.426.</p> <p>LENZA, M.; PILL, H., y REICHLIN, L. (2010), «Monetary policy in exceptional times», <i>Economic Policy</i>, 62: 295-339.</p> <p>MADDALONI, A., y PEYDRÓ, J.-L. (2013), «Monetary policy, macro-prudential policy and banking stability: evidence from the euro area», <i>International Journal of Central Banking</i>, 121-169.</p> <p>PRAET, P. (2014), «Reforms and growth in the euro area». Speech at The Economist's Lisbon Summit on «Fixing finance», 18 febrero.</p> <p>SANTOS, J. (2011), «Bank Corporate Loan Pricing Following the Subprime Crisis», <i>Review of Financial Studies</i>, 24(6): 1916-1943.</p> <p>TRICHET, J.-C. (2010), «State of the union: The financial crisis and the ECB's response between 2007 y 2009», <i>Journal of Common Market Studies</i>, 48(S1): 1-19.</p>
--	---	--

Resumen

El mercado inmobiliario del Reino Unido presenta un largo historial de auges y hundimientos. Algunos de estos episodios han coincidido con caídas particularmente fuertes de la actividad, provocadas en parte por el sector financiero. Tras haber sufrido una fuerte corrección a raíz de las recesiones de 2007-2008, actualmente los precios y las operaciones inmobiliarias del Reino Unido están volviendo a crecer con rapidez. En este artículo se analizan los vínculos existentes entre los mercados inmobiliarios, el sistema financiero y la economía, a la luz de la experiencia del Reino Unido, así como las lecciones de política que cabe extraer.

Palabras clave: ciclos, bancos centrales, política monetaria, mercados inmobiliarios.

Abstract

The UK property market has experienced a long history of boom and bust in property markets. Some of these episodes have coincided with particularly sharp falls in activity, partly contributed to by distress within the financial sector. Prices and transactions in UK property markets, having gone through a sharp correction in the aftermath of the 2007-8 recessions, are now growing rapidly. This article reviews the links between property markets, the financial system and the economy, in light of the UK experience and considers the lessons for policy.

Key words: cycles, central banks, monetary policy, real estate markets.

JEL classification: E32, E52, E58, R31.

EL MERCADO INMOBILIARIO DEL REINO UNIDO: EXPERIENCIA, RIESGOS Y RESPUESTAS POLÍTICAS (*)

Jon CUNLIFFE
James BENFORD
Oliver BURROWS
Tracey WHEELER

Banco de Inglaterra

I. INTRODUCCIÓN

EL mercado inmobiliario del Reino Unido tiene un largo historial de auges y hundimientos, con cinco ciclos evidentes en el último medio siglo. Algunos de estos episodios han coincidido con caídas particularmente fuertes de la actividad, provocadas en parte por el sector financiero. Tras haber sufrido una fuerte corrección a raíz de las recesiones de 2007-2008, actualmente los precios y las operaciones de los mercados inmobiliarios del Reino Unido están volviendo a crecer con rapidez. En respuesta a estos acontecimientos, el Comité de Política Financiera del BoE (FPC), en su *Informe de Estabilidad Financiera*, de noviembre de 2013, estableció una serie de acciones, ya acometidas o a punto de serlo, para mitigar los riesgos potenciales para la estabilidad financiera que plantea el sector inmobiliario. También ha diseñado algunas medidas adicionales que podrían adoptarse más adelante si fuera necesario.

En este artículo se analizan los vínculos existentes entre los mercados inmobiliarios, el sistema financiero y la economía, a la luz de la experiencia del Reino Unido, así como las lecciones de política que cabe extraer. El artículo está estructurado como sigue. En la sección II se repasa la historia de los mercados residencial y comercial del Reino Unido, prestando

especial atención a los eventos que llevaron a los periodos de inestabilidad de comienzos de los años noventa y finales de la primera década del siglo XXI. En la sección III se parte de este repaso para extraer un conjunto de hechos «estilizados» que identifican la relación existente entre los mercados inmobiliarios, la actividad económica y la estabilidad financiera. En la sección IV se justifica la intervención de los responsables de las políticas públicas en los mercados inmobiliarios. En la sección V se examina la evolución más reciente de los mercados inmobiliarios del Reino Unido y los riesgos que plantea, avanzándose las posibles respuestas que están considerando los responsables de las políticas públicas. La sección VI cierra el artículo con las conclusiones.

II. LA EXPERIENCIA BRITÁNICA CON LOS CICLOS DEL MERCADO INMOBILIARIO

El mercado inmobiliario del Reino Unido tiene una larga experiencia de auges y hundimientos. La evidencia internacional muestra que los auges en los mercados residenciales y comerciales a menudo se producen simultáneamente, y los del Reino Unido no son una excepción. Para cada uno de estos dos sectores abordaremos brevemente la historia de auges y hundimientos,

antes de entrar a analizar en más detalle los dos ciclos más recientes: el de finales de los años ochenta y el de la primera década del siglo XXI, que son los más relevantes para el actual sistema financiero y de los que se dispone de más datos.

El carácter pronunciado de los ciclos del mercado de la vivienda del Reino Unido es un rasgo clave de los mismos desde los años sesenta. Se han sucedido cinco periodos distintos de crecimiento rápido de los precios reales de la vivienda (sin incluir el repunte reciente). Estos fueron los de 1971-1973, 1978-1980, 1983-1989, 1997-2003 y 2004-2007. A excepción del penúltimo periodo, todos se vieron seguidos de caídas significativas en los precios reales de la vivienda (gráfico 1). Los dos primeros ciclos, que ocurrieron en un mercado hipotecario británico muy diferente al de hoy, con planes informales de racionamiento que fueron cruciales para la evolución del mercado (1). Los tres ciclos más recientes, en los que nos centraremos, se caracterizan por una expansión del crédito y una relajación de las condiciones de crédito/suavización de los criterios de concesión de préstamos, impulsadas en cierta medida por la flexibilización de la regulación.

1. De finales de los ochenta a comienzos de los noventa

— El auge de los años ochenta (83-89)

El periodo registró un auge prolongado en ambos mercados inmobiliarios, el residencial y el comercial.

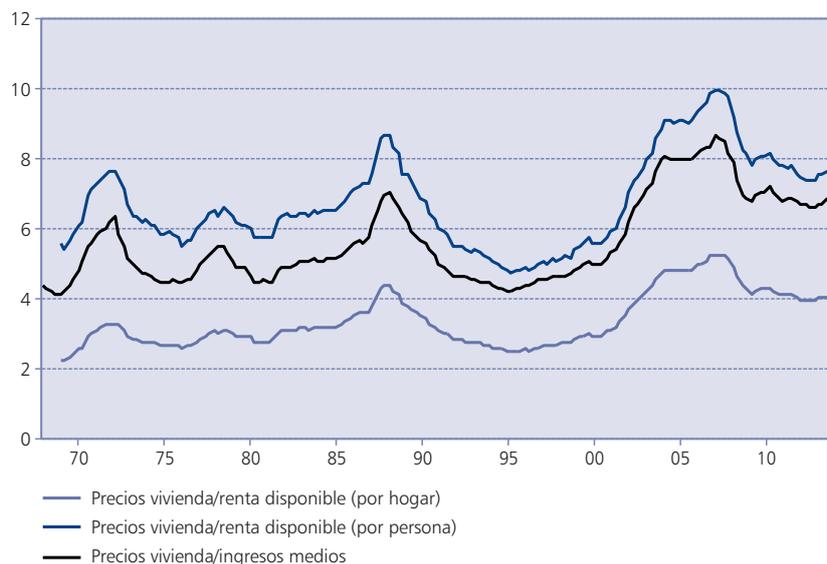
En el mercado inmobiliario residencial, los precios nominales de la vivienda se incrementaron en un 145 por 100 entre 1982 y su pico en 1989, con la tasa de

GRÁFICO 1
PRECIOS DE LA VIVIENDA EN EL REINO UNIDO^(a)
(Variación interanual, en porcentaje)



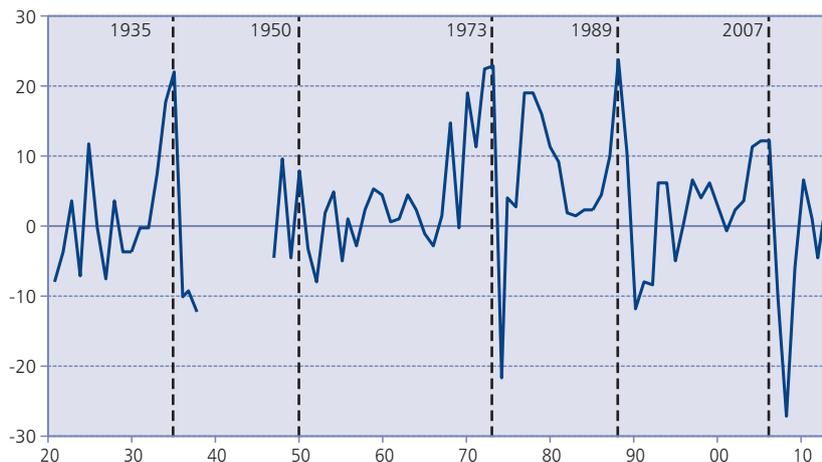
Nota: (a) Las áreas grises denotan periodos expansivos.
Fuentes: Nationwide, ONS y cálculos del Banco de Inglaterra.

GRÁFICO 2
RATIO PRECIO DE LA VIVIENDA/RENTA



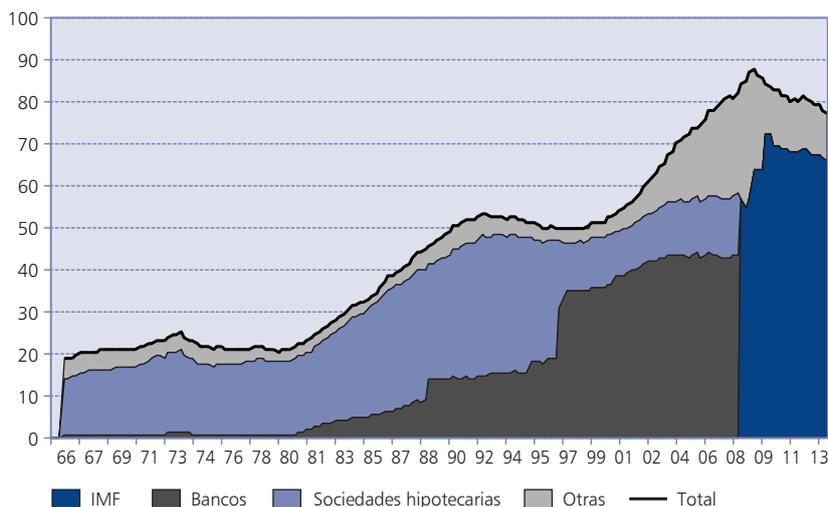
Nota: El precio de la vivienda utilizado es la media de los parámetros de Halifax y Nationwide.
Fuentes: Nationwide, Halifax, ONS y cálculos del Banco de Inglaterra.

GRÁFICO 3
VALOR DE INMUEBLES COMERCIALES A LARGO PLAZO EN EL REINO UNIDO^(a)
(Variación interanual, en porcentaje)



Nota: (a) La línea de puntos indica la separación de auges y hundimientos. Los años señalados indican el pico del auge.
 Fuentes: Scott (1996), Investment Property Databank y cálculos del Banco de Inglaterra.

GRÁFICO 4
DEUDA HIPOTECARIA
(En porcentaje del PIB)



Notas:
 (a) Otras incluye SPV.
 (b) Bancos y sociedades hipotecarias reclasificados como IMF (Instituciones Financieras Monetarias) en marzo de 2010. Para mayor claridad, en este gráfico, el ajuste entre las dos series se traza antes de dicha fecha.
 Fuentes: CML y ONS.

incremento anual de los precios tocando techo en el 30 por 100 a comienzos de 1989 (gráfico 1). La ratio precio de la vivienda/renta se incrementó desde un múltiplo de 5,7 hasta 8,7 (gráfico 2). Las transacciones de vivienda en Inglaterra y Gales aumentaron desde una media de apenas algo más de 100.000 al mes, a comienzos de la década, hasta un máximo de 175.000 en 1988. Los datos de la OCDE sugieren que los precios subieron un 60 por 100 más que los alquileres entre 1982 y 1989. Este periodo de fuerte crecimiento en los precios y en las transacciones se vio acompañado igualmente de un gran aumento de la oferta: las licencias de vivienda nueva aumentaron de 200.000 en 1985 a cerca de 250.000 al final de la década.

En el mercado inmobiliario comercial los precios nominales de los inmuebles se incrementaron en un 50 por 100 entre 1986 y 1990, tal y como ocurrió con el mercado residencial, la tasa de incremento anual de los precios tocó techo a comienzos de 1989, en el 25 por 100 (gráfico 3). Se produjo un aumento sustancial de los precios en comparación con los alquileres y un auge en la construcción. Este auge en el sector inmobiliario comercial se corresponde con procesos similares en muchas otras economías avanzadas.

En el Reino Unido, la subida de los precios de los inmuebles se vio acompañada de un gran aumento de la deuda relacionada con inmuebles de hogares y empresas: el stock de deuda hipotecaria se incrementó del 20 por 100 del PIB nominal anual en 1980 al 50 por 100 en 1989, duplicándose la proporción (sobre el PIB nominal anual) de los préstamos garantizados con inmuebles comerciales desde el 5 por 100 en 1985 hasta el 10 por 100 en 1989 (gráficos 4 y 5).

Este crecimiento en los precios de los inmuebles y de la deuda asociada se vio, en parte, impulsado por una variedad de factores especiales que promovieron tanto la oferta de crédito como la demanda de compras de inmuebles financiadas con deuda. A continuación, analizamos estos factores.

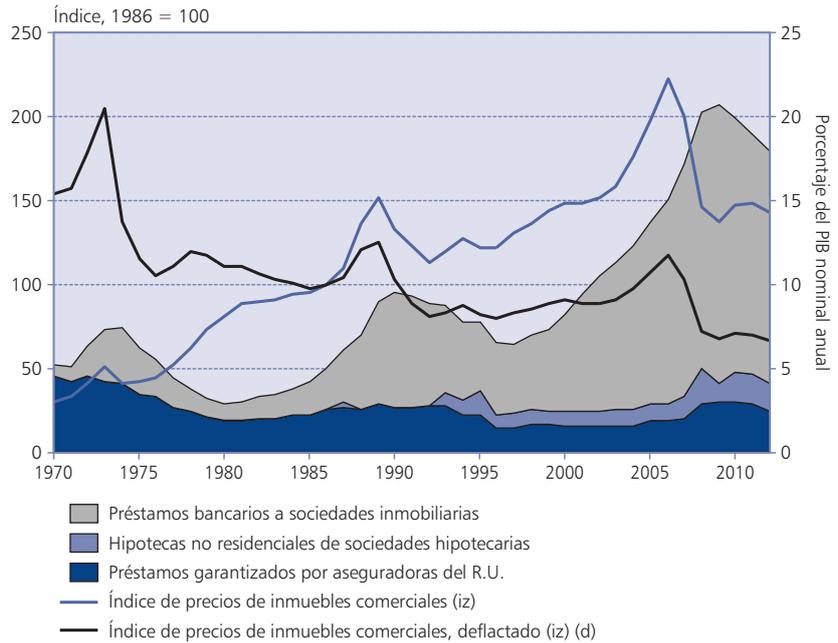
— Factores que influyen en la oferta de crédito

El auge de finales de los ochenta en el mercado inmobiliario del Reino Unido corrió parejo a un largo periodo de desregulación en los mercados financieros, con una relajación significativa en las restricciones a la actividad crediticia.

Con anterioridad a los años ochenta, la concesión de préstamos, particularmente hipotecarios, se había visto periódicamente restringida mediante el uso de planes informales de racionamiento por parte de las sociedades hipotecarias que dominaban el mercado. Uno de dichos planes era el *corset*, en virtud del cual los bancos estaban obligados a mantener depósitos no remunerados en el Banco de Inglaterra si el crecimiento de sus depósitos superaba unos límites definidos. Entre otras medidas, la supresión del *corset* en 1980 permitió a los bancos competir más agresivamente en el mercado hipotecario; también se amplió la libertad de las sociedades hipotecarias para competir vía tipos de interés; y, además, las reformas permitieron a las sociedades hipotecarias financiar sus préstamos hipotecarios en el mercado monetario mayorista (2). Estos cambios alentaron una mayor competencia y, por ende, propiciaron la expansión de la oferta de productos.

Este aumento de la disponibilidad de crédito quedó patente

GRÁFICO 5
DEUDA DEL SECTOR COMERCIAL EN EL REINO UNIDO^{(a)(b)(c)(d)}



Notas:

(a) Stock a fin de año.

(b) En 2010 y 2011 se incluye un ajuste a fin de incorporar los préstamos para inmuebles comerciales cedidos a la Irish National Asset Management Agency.

(c) Basado en datos a fin de año.

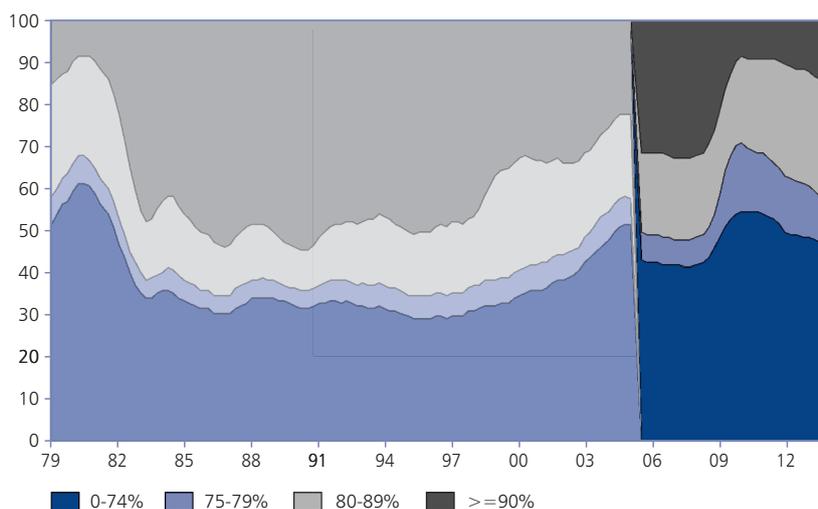
(d) Deflactado usando el deflactor del PIB.

Fuentes: Association of British Insurers, Building Societies Association, Investment Property Databank, ONS y cálculos del Banco de Inglaterra.

en una subida muy pronunciada en las ratios préstamo/valor (*Loan-to-Value*, LTV) y préstamo/renta (*Loan-to-Income*, LTI) para los compradores de su primera vivienda (*First Time Buyers*, FTB). Las hipotecas a compradores de su primera vivienda con una tasa préstamo/valor del 90 por 100 o superior se incrementaron del 10 por 100 del flujo de préstamos a comienzos de los años ochenta hasta el 50 por 100 a finales de la década; a lo largo de ese mismo periodo, la proporción de prestatarios compradores de su primera vivienda que recibieron un préstamo superior a tres veces su renta pasó del 1 a casi el 20 por 100 (gráficos 6 y 7).

La oferta de financiación hipotecaria se vio probablemente favorecida por las fuertes entradas de capitales extranjeros. En 1989, el Reino Unido exhibía un déficit por cuenta corriente cercano al 5 por 100 del PIB. El sistema bancario en su conjunto no atraía flujos adicionales de depositantes minoristas suficientes para compensar su cartera de créditos cada vez mayor, de manera que un buen número de bancos, sobre todo las entidades más pequeñas, empezaron a depender cada vez más de la financiación mayorista. En cuanto a los préstamos para la adquisición de inmuebles comerciales, la liberalización generalizada de los mercados financieros de

GRÁFICO 6
RATIO DE PRÉSTAMO/VALOR EN HIPOTECAS DE PRIMERA VIVIENDA^{(a)(b)(c)(d)}
(Porcentaje sobre las hipotecas)



Notas:

- (a) Los datos son medias móviles de cuatro trimestres para eliminar pautas estacionales.
 (b) Los Product Sales Data (PSD) de la FCA solo están disponibles desde el segundo trimestre de 2005. Desde 1979 hasta el primer trimestre de 2005, los datos utilizados proceden de la antigua Survey of Mortgage Lenders (SML), que realizaba el Council of Mortgage Lenders. Las dos fuentes de datos no son directamente comparables. Los PSD tienen un tamaño de muestra mucho mayor, ya que abarca todos los préstamos hipotecarios regulados, mientras que la SML solo abarcaba en torno al 50 por 100 del mercado hipotecario.
 (c) Los datos de ambas fuentes incluyen préstamos a compradores de primera vivienda (FTB), arrendatarios de viviendas sociales que ejercen su opción de compra y a propietarios de su vivienda que cambian de casa.
 (d) El PSD incluye solo hipotecas reguladas y, por lo tanto, excluye otros productos de financiación de viviendas tales como los planes de compra de vivienda y las reversiones de vivienda, así como productos no regulados como préstamos de segunda hipoteca e hipotecas «comprar para alquilar».
 Fuentes: CML, FCA Product Sales Data y cálculos del Banco de Inglaterra.

todo el mundo intensificó la competencia entre prestamistas para financiar transacciones con inmuebles comerciales. En 1991, los bancos extranjeros representaban el 43 por 100 de los préstamos a las sociedades de inmuebles comerciales en el Reino Unido y la diversificación de cartera había impulsado la inversión transfronteriza en bienes inmuebles (3).

— *Factores que influyen en la demanda de crédito y viviendas en propiedad*

Al mismo tiempo que se producían estos cambios en la oferta

de crédito, varias políticas públicas de la época contribuyeron igualmente al aumento de la demanda de viviendas en propiedad y de préstamos hipotecarios.

En el Reino Unido, una de ellas fue la política de «Opción de Compra», en virtud de la cual se otorgaba a los arrendatarios de viviendas de propiedad pública una opción de compra sobre sus casas con un descuento con respecto al valor de mercado no inferior al 33 por 100. Esta política comenzó en 1980 y motivó en torno a 1,3 millones de ventas en los diez años siguientes.

A lo largo de los años ochenta, el Gobierno británico continuó subvencionando los préstamos hipotecarios vía deducciones fiscales de los intereses hipotecarios pagados a través de un plan, iniciado en 1969, conocido como la deducción de los intereses de la hipoteca en origen (*Mortgage Interest Relief At Source*, MIRAS). En 1983, estas desgravaciones fiscales se ampliaron de 25.000 a 30.000 libras y se permitió a las parejas casadas poner en común sus desgravaciones hasta 60.000 libras, aunque esta opción fue posteriormente eliminada en la ley de presupuestos de 1988. Más tarde, el programa MIRAS fue gradualmente retirado a lo largo de los años noventa. El tipo de la deducción se fue reduciendo desde el tipo impositivo marginal del prestatario hasta el 10 por 100 y se eliminó completamente el 6 de abril de 2000.

La evolución demográfica también influyó en el crecimiento de la demanda, ya que el porcentaje de la población con edades comprendidas entre 25 y 29 años aumentó sustancialmente durante los años ochenta. El fuerte crecimiento de la actividad y el empleo, sobre todo a finales de los años ochenta, así como el optimismo asociado a las expectativas de rentas futuras, probablemente hizo que aumentara aún más la demanda de viviendas. Asimismo, es probable que la psicología y las expectativas del mercado jugaran algún rol, ya que la gente, al haber asistido a subidas de precios en el pasado, llegó al mercado con la expectativa de que los precios continuarían subiendo.

En resumen, las tasas de ocupación de viviendas por propietarios subieron del 56 al 67 por 100 entre 1981 y 1991.

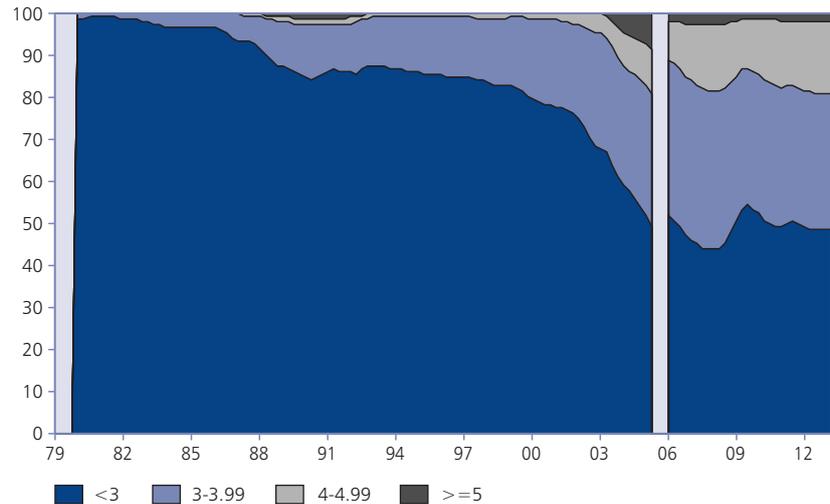
El fuerte crecimiento de la actividad también impulsó la demanda de inmuebles comerciales. Durante la segunda mitad de los años ochenta, los alquileres de los locales comerciales de primer nivel (*prime*) se incrementaron en cerca de un 25 por 100. La demanda de negocios especializados y de servicios financieros auxiliares creció de forma particularmente rápida en Londres, disparando la demanda de espacio para oficinas.

— La corrección de 1989-1992

El auge prolongado de los mercados inmobiliarios se vio acompañado por una acumulación de riesgos tanto entre prestatarios, que asumieron más deuda a ratios préstamos/renta y préstamo/valor cada vez más altos, como entre prestamistas, cuyos balances se vieron crecientemente restringidos por los préstamos adicionales. El desencadenante de la corrección de los precios de los inmuebles fue probablemente el brusco aumento del tipo de referencia del Banco de Inglaterra, que subió del 7,5 por 100 a un breve pico del 15 por 100 entre 1988 y 1990, en un intento por el Reino Unido de permanecer en el Mecanismo de Tipos de Cambio europeo y defender el tipo de cambio fijo de la libra esterlina con el marco alemán.

Este endurecimiento de la política monetaria trajo consigo una intensa recesión, con una contracción del PIB cercana al 2,5 por 100 y un aumento del desempleo por encima del 10 por 100. Los precios nominales de las viviendas cayeron en un 20 por 100 en los tres años posteriores a 1989, y no recuperaron sus máximos previos hasta 1998. Según estimaciones, en 1992 tal situación

GRÁFICO 7
RATIO DE PRÉSTAMO/RENTA EN HIPOTECAS DE PRIMERA VIVIENDA^{(a)(b)(c)(d)}
(Porcentaje sobre hipotecas)



Notas:

- (a) Los datos son medias móviles de cuatro trimestres para eliminar pautas estacionales.
 - (b) Los Product Sales Data (PSD) de la FCA solo están disponibles desde el segundo trimestre de 2005. Desde 1979 hasta el primer trimestre de 2005, los datos utilizados proceden de la antigua Survey of Mortgage Lenders (SML), que realizaba el Council of Mortgage Lenders. Las dos fuentes de datos no son directamente comparables. Los PSD tienen un tamaño de muestra mucho mayor, ya que abarca todos los préstamos hipotecarios regulados, mientras que la SML solo abarcaba en torno al 50 por 100 del mercado hipotecario.
 - (c) Los datos de ambas fuentes incluyen préstamos a compradores de primera vivienda (FTB), arrendatarios de viviendas sociales que ejercen su opción de compra y a propietarios de su vivienda que cambian de casa.
 - (d) El PSD incluye solo hipotecas reguladas y, por lo tanto, excluye otros productos de financiación de viviendas tales como los planes de compra de vivienda y las reversiones de vivienda, así como productos no regulados como préstamos de segunda hipoteca e hipotecas «comprar para alquilar».
- Fuentes: CML, FCA Product Sales Data y cálculos del Banco de Inglaterra.

había dejado al 11 por 100 de deudores hipotecarios con patrimonio negativo (4). Los precios de los inmuebles comerciales acumularon caídas del 40 por 100 y la tasa anual de liquidaciones de empresas se multiplicó por seis.

La combinación de pérdidas de empleos y de mayores costes financieros hizo que muchas hipotecas fueran inasumibles, disparándose la morosidad de los préstamos hipotecarios a partir de 1990. La proporción de hipotecas con pagos atrasados superiores a seis meses alcanzó su máximo a finales de 1992 en el 3,5 por 100 (gráfico 8). Los pres-

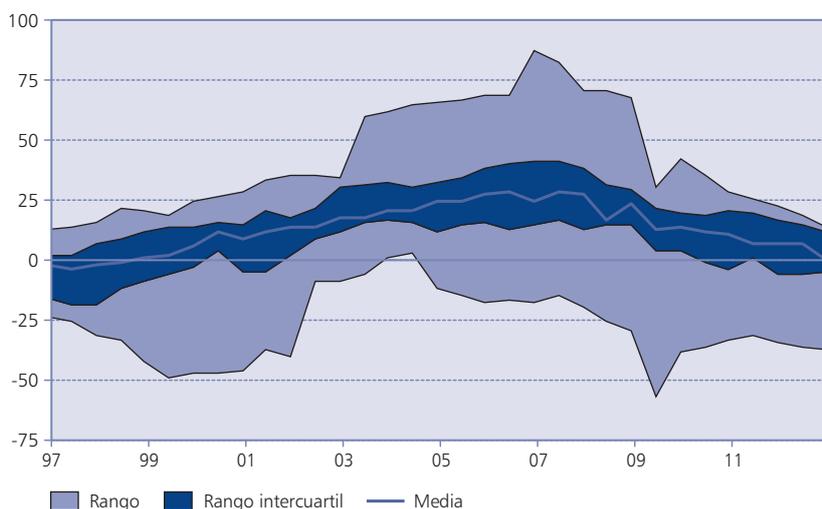
tamistas se apresuraron a embargar inmuebles, disparándose la tasa de embargos hasta el 0,4 por 100 del volumen de hipotecas por trimestre a finales de 1991, antes de iniciar el retroceso a medida que la liquidez en el mercado de la vivienda se agotó en un entorno de fuertes caídas en los precios. Durante el periodo, se estima que se saneó en torno al 3 por 100 de la deuda hipotecaria del Reino Unido (unos 9.000 millones de libras esterlinas), anotándose los bancos unos dos tercios de estas pérdidas y el otro tercio las compañías de seguros, que habían asegurado una proporción sustancial de

GRÁFICO 8
MOROSIDAD Y EMBARGO DE HIPOTECAS
(Porcentaje sobre hipotecas)



Fuentes: CML y cálculos del Banco de Inglaterra.

GRÁFICO 9
DÉFICIT DE FINANCIACIÓN DE CLIENTES^(a)
(Porcentaje sobre préstamos)



Nota: (a) El déficit de financiación de clientes muestra el déficit entre préstamos a clientes y financiación de clientes, siendo «clientes» todos aquellos prestatarios y depositantes no bancarios. Los contratos de recompra, si fueron declarados, están excluidos de los préstamos y depósitos.

Fuentes: Cuentas publicadas y cálculos del Banco de Inglaterra.

los préstamos hipotecarios con una elevada ratio préstamo/valor.

Los datos agregados que miden directamente las pérdidas incurridas en préstamos para inmuebles comerciales son más difíciles de determinar, si bien un examen de las cuentas publicadas por los bancos de Davis (1993) concluyó que una gran parte de las pérdidas de los bancos a comienzos de los noventa procedían de préstamos para inmuebles comerciales. El saneamiento acumulado de préstamos generales a empresas, que incluye préstamos garantizados con inmuebles comerciales, se situó en el 7 por 100 durante ese periodo.

2. De 1997 a 2010

— *Auges gemelos: 1997-2004 y 2005-2007*

Los diez años que van de 1997 a 2007 también conocieron subidas prolongadas de los precios de los inmuebles, no siendo menores los registrados en el mercado de la vivienda. Los precios de la vivienda subieron un 230 por 100 entre 1997 y 2007, con las transacciones aumentando desde una media de poco más de 100.000 al mes hasta un máximo de 135.000 en 2004. En el mercado inmobiliario comercial, los precios se incrementaron en un 120 por 100. Las valoraciones, medidas por los ratios precio de la vivienda/renta y precio del inmueble comercial/alquiler, alcanzaron niveles sin precedentes (gráficos 2 y 3). Al igual que en el episodio de los años ochenta, el crédito relacionado con inmuebles creció fuertemente.

Si examinamos el periodo más detenidamente, esta subida de los precios puede dividirse en dos fases. La primera, de 1997 a

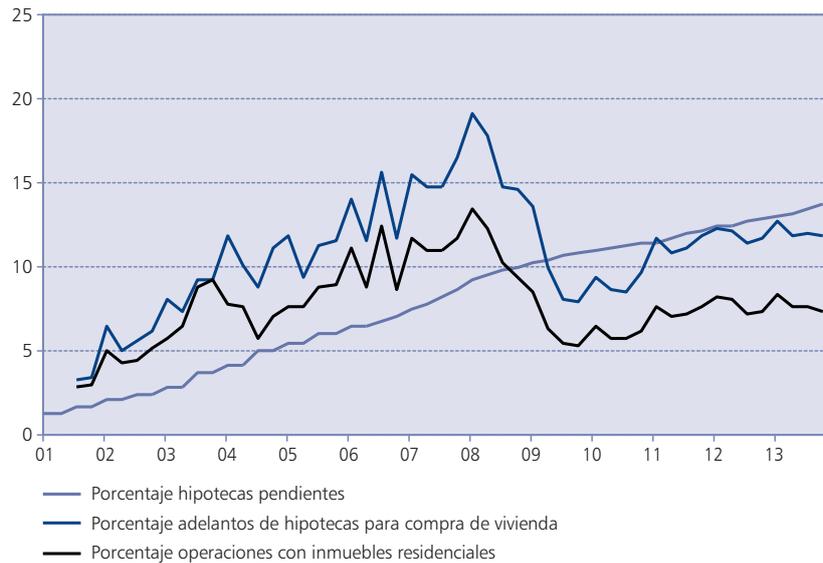
2004, conoció un periodo sostenido de encarecimiento rápido de la vivienda, que se produjo en línea con una caída constante de los tipos hipotecarios al ajustarse la economía a un entorno de baja inflación y al tipo del Banco, que cayó del 7,25 por 100 en 1997 al 3,5 por 100 en 2003. El periodo de subida rápida de los precios llegó a su fin en 2004, cuando comenzó a subir el nivel del tipo del Banco y los tipos hipotecarios a lo largo de 2003-2004. Durante la mayor parte de este periodo, las subidas de los precios de los inmuebles comerciales fueron relativamente contenidas. Los precios de la vivienda no volvieron a caer, sino que más bien se igualaron, ya que su crecimiento fue limitado.

Este breve interludio de crecimiento plano en los precios de la vivienda terminó a finales de 2005, cuando la caída de los tipos de interés reales en todo el mundo y la relajación de las condiciones de endeudamiento en los mercados de capitales globales imprimieron un renovado impulso en los mercados inmobiliarios del Reino Unido, con un crecimiento sostenido de los precios de los inmuebles tanto residenciales como comerciales. Este periodo llegó a su fin en 2007, con el estallido de la crisis financiera. Entre 2007 y 2009 los precios nominales de la vivienda en el Reino Unido cayeron en algo más de un 20 por 100 y las compraventas de viviendas se redujeron a la mitad, de 120.000 a 60.000 unidades al mes.

— Factores que influyen en la oferta de crédito

Los préstamos hipotecarios subieron desde el 50 por 100 del PIB en 1998, hasta un máximo del 80 por 100 en 2007 (gráfico 4).

GRÁFICO 10
SECTOR «COMPRAR-PARA-ALQUILAR»
(En porcentaje)

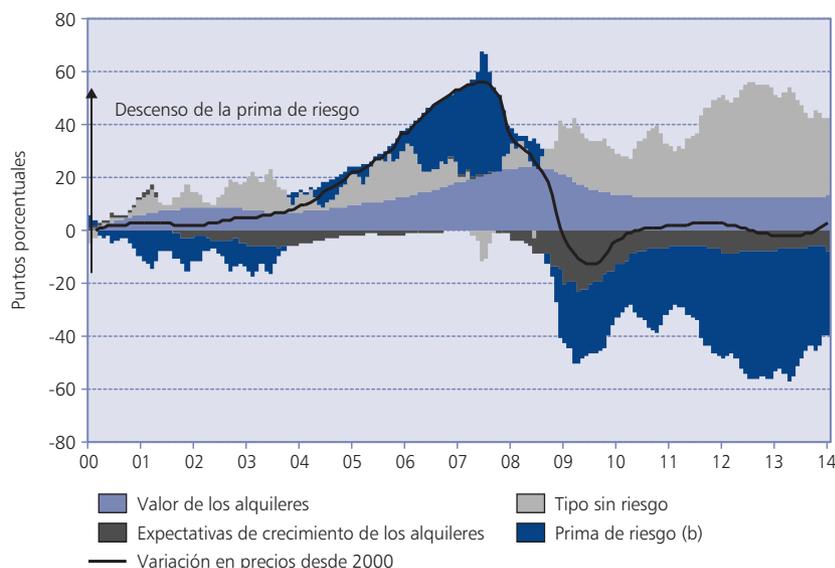


Fuentes: CML, HMRC y cálculos del Banco de Inglaterra.

Y el crédito al sector inmobiliario comercial se duplicó pasando del 10 al 20 por 100 sobre el PIB (gráfico 5). En un cierto grado, este crecimiento del crédito obedecía al efecto retardado de aumentos anteriores en los precios de los inmuebles y con nuevos entrantes en el mercado inmobiliario asumiendo más deuda en su primera compra. Estas subidas en los precios de los inmuebles y en el nivel de endeudamiento se vieron reforzados por el descenso de los tipos de interés a largo plazo en todo el mundo, provocado en parte por el denominado *savings-glut*, al registrar un buen número de países emergentes, economías avanzadas y exportadores de petróleo grandes superávits por cuenta corriente. En el caso del Reino Unido, que incurrió sistemáticamente en déficit por cuenta corriente durante el periodo, una buena parte de la contrapartida de las entradas de capital estuvo intermediada por

el sector bancario y protagonizada por transacciones de fondos de inversión en los mercados inmobiliarios residencial y comercial. Los bancos prestaron un volumen superior al que podían financiar con su base de depósitos. El denominado «Déficit de financiación de clientes» (la diferencia entre préstamos y depósitos a entidades no financieras) pasó de un pequeño superávit de depósitos en 1997 a un déficit medio, en el caso de los grandes bancos británicos, superior al 20 por 100 en 2007 (gráfico 9), con los prestamistas recurriendo a una combinación de financiación a corto plazo en los mercados mayoristas y de emisión de títulos respaldados por hipotecas para cubrir la diferencia. Una gran parte de esta financiación mayorista se obtuvo fuera del Reino Unido (5). A su vez, el prolongado periodo de condiciones relajadas en los mercados de financiación mayorista

GRÁFICO 11
DESCOMPOSICIÓN DE LOS PRECIOS DE LOS INMUEBLES COMERCIALES
APLICANDO EL MODELO DE DESCUENTO DE DIVIDENDOS^(a)



Notas:

(a) El modelo utilizado es un MDD de tres fases, como se explica en Panigirtzoglou y Scammell (2002). Las expectativas de alquileres están tomadas del Investment Property Forum.

(b) La «prima de riesgo» se calcula como el residuo de la descomposición del modelo. Una contribución positiva del residuo a las variaciones en los precios de los inmuebles comerciales representa un descenso en la prima de riesgo.

Fuentes: Investment Property Databank, Investment Property Forum y cálculos del Banco de Inglaterra.

provocó una fuerte competencia en los mercados de crédito y un periodo de relajación de las condiciones crediticias.

La mayor competencia en el mercado hipotecario quedó patente por el descenso continuado de los diferenciales de los préstamos nuevos, respecto del correspondiente tipo de interés sin riesgo. En algunos productos, el diferencial de los préstamos nuevos era cercano a cero en 2007. Al comprimirse los diferenciales, el foco de la competencia entre prestamistas se trasladó a los criterios de concesión. Las ratios préstamo/renta aumentaron fuertemente (gráfico 7), si bien, en contraste con los auges anteriores, las ratios préstamo/valor

de los compradores de primera vivienda cayeron ligeramente (gráfico 6). Es probable que, al llegar los prestatarios a límites máximos en las ratios préstamo/renta a los que los bancos estaban dispuestos a concederles un préstamo, algunos decidieran tener depósitos más grandes para poder comprar la vivienda deseada. También hubo un rápido crecimiento de las hipotecas con ingresos no comprobados, que en 2007 representaban casi el 50 por 100 de las nuevas hipotecas. Los precios de las viviendas compradas por compradores de primera vivienda (que tienden a tener restricciones crediticias) subieron más que los de las casas más caras compradas por prestatarios que cambiaban de casa

(que tienden a tener menos restricciones crediticias), lo que sugiere que la relajación de las restricciones en las ratios préstamo/renta para los compradores de primera vivienda influyó sustancialmente en el encarecimiento de la vivienda a lo largo de este periodo.

La relajación de los criterios de concesión de préstamos también fue evidente en el sector inmobiliario comercial. El recuerdo habitual del episodio entre los partícipes del mercado era de relajación en los criterios de concesión de préstamos bancarios, con un subconjunto de prestatarios con niveles de endeudamiento cada vez más altos y, tras las subidas de los precios de los inmuebles, extrayendo recursos propios para apalancarse nuevamente e invertir en más propiedades, creando una fuerte retroalimentación positiva (6). Además del creciente apalancamiento, algunos fondos de inversión en inmuebles comerciales parece que asumieron un riesgo de liquidez sustancial, comprando activos poco líquidos pero ofreciendo pasivos relativamente líquidos.

— *Factores que influyen en la demanda de crédito y viviendas en propiedad*

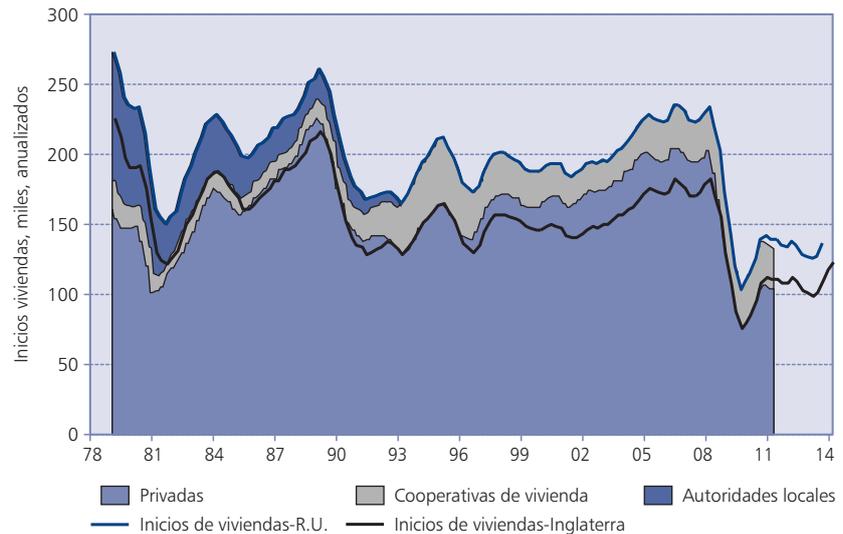
Por el lado de la demanda, las expectativas de subidas futuras de precios probablemente volvieron a influir de nuevo. En el mercado de la vivienda, dicha influencia puede apreciarse en la creciente proporción de préstamos al sector «comprar-para-alquilar» (gráfico 10) a pesar de los bajos rendimientos de los alquileres, al confiar los arrendadores en la revalorización de los inmuebles para obtener una rentabilidad. En efecto, el sector de

alquileres privados creció desde el 10 por 100 en 1997 hasta el 15 por 100 en 2007. Un fenómeno similar puede verse en el sector inmobiliario comercial, donde los precios se incrementaron en más de lo que justificarían los alquileres y los tipos de interés a largo plazo. Esto puede apreciarse en el gráfico 11, que trata de dar cuenta del aumento de los precios durante el periodo a través de un modelo de descuento de dividendos, como una función de los ingresos por alquileres y tipos de interés actuales y futuros esperados. En el modelo, estos factores pueden explicar solo un tercio del incremento en precios del 60 por 100 que se produjo entre 2000 y 2007. Al no explicarse una gran parte de dicho aumento, la implicación del modelo es que otros factores, tales como la relajación de las condiciones de endeudamiento y las expectativas de revalorizaciones adicionales, y por tanto de plusvalías, tiraron más de los precios que de los alquileres durante el periodo, lastrando la «prima de riesgo» sobre los precios de los inmuebles comerciales.

— Rol de la oferta

A diferencia del episodio de comienzos de los años noventa, el impacto de la fuerte demanda de casas en los precios de la vivienda durante este periodo se vio exacerbado por la limitada respuesta de la oferta. Las viviendas terminadas entre 1997 y 2007 rondaron las 200.000 unidades al año, solo un 10 por 100 más que a comienzos de los noventa y considerablemente menos que los niveles estimados necesarios para igualar el número de nuevos hogares (gráfico 12) (7). El Informe Barker (2004) concluyó que, dadas las tendencias en la formación de hogares, en

GRÁFICO 12
INICIO DE VIVIENDAS EN EL REINO UNIDO



Fuentes: Gobiernos local y regional.

Inglaterra se necesitaría un número adicional de 120.000 viviendas en el sector privado al año tan solo para reducir la tendencia de crecimiento en el precio real de la vivienda al 1,1 por 100. La oferta limitada se ha achacado en una gran medida a un sistema de planificación insensible y a los incentivos distorsionados de los gobiernos locales y promotores inmobiliarios.

— Hundimiento de 2007-2008

La corrección que siguió a este auge difirió sustancialmente del hundimiento anterior de los precios de la vivienda de comienzos de los años noventa. En el episodio anterior, los altos tipos de interés durante la crisis de la libra esterlina, la debilidad resultante de la economía real y el elevado desempleo provocaron impagos y pérdidas en el sistema bancario. Los precios nominales de las vi-

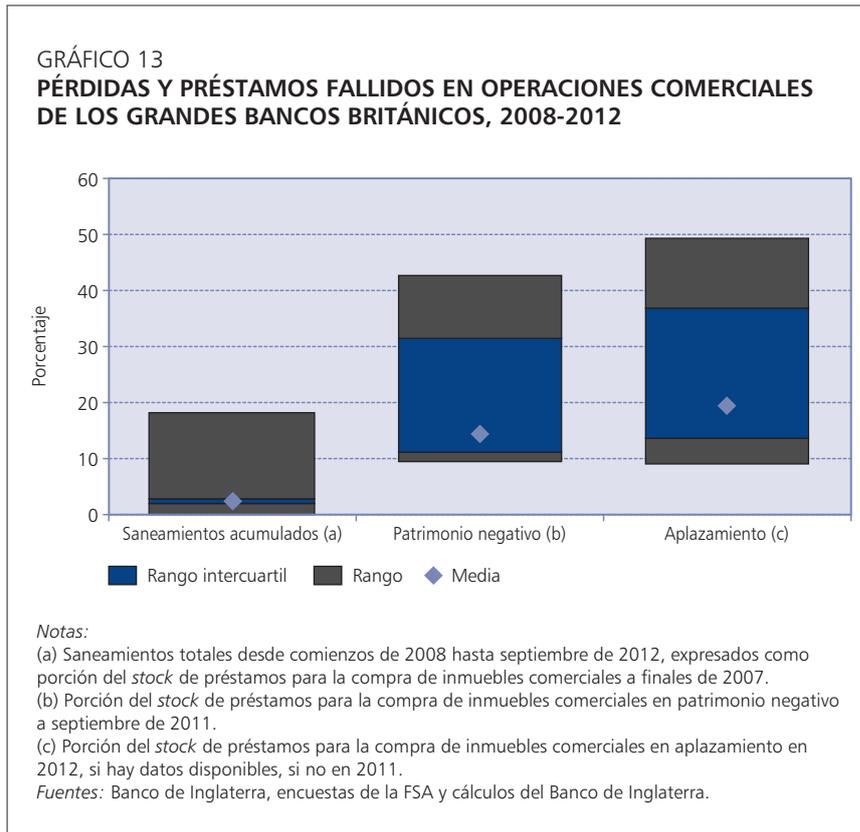
viviendas cayeron casi un 20 por 100 en los tres años que siguieron al pico de 1989. Sin embargo, la corrección de 2007-2008 vino provocada por una gran debilidad estructural en la solvencia y liquidez del sistema bancario (tanto en el Reino Unido como en el resto del mundo), que trajo consigo un sustancial endurecimiento de las condiciones de crédito y un duro *shock* para la confianza. La recesión resultante lastró los tipos de interés en la mayoría de las economías avanzadas hasta el límite inferior efectivo. En el Reino Unido, a pesar de una caída mucho mayor en la producción, el aumento del desempleo, del 5 al 8 por 100, fue mucho menor que en la recesión anterior, donde subió del 6 al 11 por 100. Los precios de las viviendas cayeron un 20 por 100 en los dieciocho meses siguientes al pico de 2007.

La primera gran víctima británica de la crisis fue Northern

Rock, que había recurrido de forma inusualmente intensa al mercado mayorista para financiar su abultada cartera de préstamos hipotecarios en el segmento de prestatarios de alta ratio préstamo/valor. Cuando la actividad de los mercados de titulización junto con la de otros mercados mayoristas quedó congelada, a raíz de la crisis de las hipotecas *subprime* de Estados Unidos en el verano de 2007, Northern Rock se quedó con un inventario de préstamos hipotecarios que era incapaz de financiar, lo que le obligó a pedir un préstamo de emergencia al Banco de Inglaterra. Más tarde, el banco necesitó una inyección de capital público para estabilizar su posición de capital.

Dificultades similares —achacables tanto al recurso inusualmente elevado a la financiación mayorista como a la débil posición de capital— surgieron en otras dos entidades de pequeño y mediano tamaño especializadas en préstamos hipotecarios: Bradford and Bingley (parcialmente nacionalizada en septiembre de 2008) y Alliance and Leicester (al final absorbida por el Grupo Santander en octubre de 2008).

El punto más bajo de la crisis vino, no obstante, con el surgimiento de problemas de liquidez y solvencia graves en varias de las grandes entidades bancarias del Reino Unido. Halifax Bank of Scotland (HBOS) y Royal Bank of Scotland (RBS) —a raíz de un largo periodo de préstamos agresivos en mercados inmobiliarios tanto dentro como fuera del Reino Unido y, en el caso del RBS, de una adquisición muy cara de una unidad de negocio de ABN AMRO— exhibían ambos un peligroso apalancamiento y una fuerte dependencia de la financiación mayorista. Las pérdidas en los préstamos inmobiliarios,



incluyendo posiciones en títulos ligados a hipotecas *subprime* de Estados Unidos, ocasionaron un rápido deterioro en sus posiciones de capital a lo largo de 2008. En ambos casos fueron necesarias grandes inyecciones de capital privado (incluyendo, en el caso del HBOS, su adquisición por Lloyds TSB) y público para estabilizar la situación.

La crisis en el sector bancario trajo consigo una reducción dramática de la disponibilidad de crédito, no solo para préstamos hipotecarios residenciales y comerciales, sino también del crédito general a empresas. La proporción de crédito hipotecario a prestatarios con una ratio préstamo/valor superior al 90 por 100 cayó desde cerca de un tercio a menos del 10 por 100. En cambio, durante la corrección del mercado de la vivienda de 1989-

1992, la proporción de crédito hipotecario de alta ratio préstamo/valor a compradores de primera vivienda se mantuvo prácticamente intacta.

En el mercado inmobiliario comercial, las entidades de crédito prácticamente duplicaron el depósito medio exigido para conceder préstamos para la adquisición de inmuebles comerciales *prime*. Unido a una contracción de la actividad económica del 7 por 100, este endurecimiento de las condiciones de crédito provocaron un brusco descenso de los precios de los inmuebles: los precios de la vivienda cayeron un 25 por 100 y los precios de los inmuebles comerciales un 50 por 100.

El impago de hipotecas se mantuvo relativamente bajo en el episodio más reciente. Aunque la morosidad, los embargos y los

saneamientos de préstamos hipotecarios repuntaron, se mantuvieron en niveles mucho más bajos que a comienzos de los años noventa (gráfico 8). Ello se debe sin duda a la fuerte bajada del tipo de referencia del Banco de Inglaterra hasta el 0,5 por 100, los aplazamientos concedidos por los prestamistas, así como al limitado aumento del desempleo en comparación con el registrado en los años noventa. Se saneó menos de un 0,5 por 100 del volumen de préstamos hipotecarios (unos 5.000 millones de libras esterlinas), frente al 3 por 100 en la corrección de comienzos de los años noventa. Ahora bien, las pérdidas en los préstamos para inmuebles comerciales fueron mucho más severas: se saneó en torno al 6 por 100 del *stock* de deuda (más de 15.000 millones de libras esterlinas), saneando algunos bancos hasta el 50 por 100 de su cartera británica de préstamos para la compra de inmuebles comerciales (gráfico 13). Asimismo, algunos prestatarios entraron en un periodo de aplazamientos, llegando a representar el valor de los préstamos aplazados cerca de un tercio del crédito destinado a la compra de inmuebles comerciales (CRE) de los bancos británicos en 2011 y hasta la mitad del valor de los préstamos de algunos bancos.

III. CONSECUENCIAS PARA LA ESTABILIDAD MACROECONÓMICA Y FINANCIERA

En el apartado anterior se ha relatado brevemente la evolución histórica de los mercados inmobiliarios del Reino Unido, prestando especial atención a los dos últimos ciclos. Antes de abordar el impacto de las oscilaciones del mercado inmobiliario en la actividad económica y en el sistema fi-

nanciero, convendría entrar a examinar la dinámica de precios de los bienes inmuebles.

1. Explicación de la dinámica de precios del mercado inmobiliario del Reino Unido

Entender la dinámica que determina los precios de los inmuebles puede ayudar a comprender cómo podría producirse el riesgo de una corrección posterior.

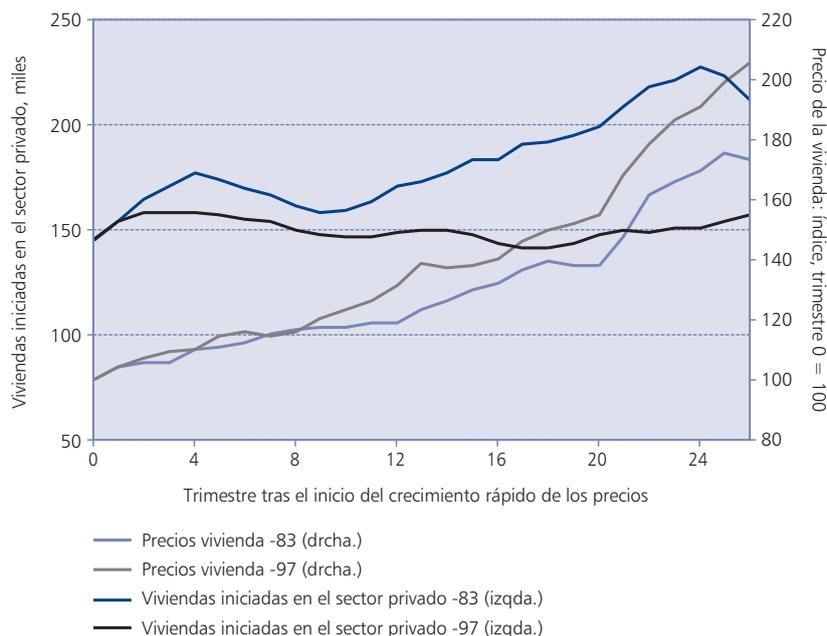
Algo fundamental para el valor de cualquier activo, financiero o real, es el valor neto presente, descontado al tipo de interés en vigor, del flujo de servicios que presta. En el caso de una inversión inmobiliaria, este sería el flujo de ingresos por alquileres de arrendar la vivienda o el local comercial. Como se ha indicado anteriormente, los movimientos en los precios de los inmuebles comerciales del Reino Unido en la primera década del siglo XXI no pueden explicarse por los alquileres y tipos de intereses corrientes y esperados, lo que deja un importante margen a otros factores tales como las expectativas de los inversores de plusvalías adicionales. Por el lado residencial, la ratio precios de la vivienda/alquileres subió casi un 60 por 100 en los diez años hasta 2007, sugiriendo de nuevo un cierto protagonismo para factores tales como expectativas de subidas de precios y plusvalías adicionales.

En muchos países uno de los motivos por los que los precios se desmarcan de los alquileres ha sido el ciclo de inversión. Cuando suben los precios de los inmuebles en el mercado secundario, los propietarios de terrenos tienen un incentivo para promover nuevos inmuebles para la venta. Cuando los precios de los inmue-

bles bajan, ese incentivo desaparece. Esto hace que la oferta aumente en respuesta a los precios, al igual que en otros mercados de bienes y servicios, y es un ejemplo del *feedback negativo* sobre los precios. Ahora bien, existen diferencias notables con otros mercados: los inmuebles no son bienes homogéneos y los tiempos de espera en la construcción son mucho más largos que para muchos otros bienes y servicios. Esto puede provocar que la oferta se vea limitada a corto plazo, ejerciendo un impacto positivo en los precios seguido por una sobrerreacción en respuesta a precios más altos con el eventual aumento, contribuyendo posteriormente a un desplome al producirse un exceso de oferta de inmuebles. En general, se piensa que esta dinámica explicaría las caídas de precios posteriores a la crisis en España, Irlanda y algunas regiones de Estados Unidos. Sin embargo, en el caso del Reino Unido, la importancia del ciclo de inversión en el pasado reciente se ha visto limitada por una oferta relativamente inelástica de viviendas nuevas: a pesar de que los precios de las viviendas se duplicaron entre finales de los años noventa y comienzos de la siguiente década, la licitación de viviendas se mantuvo prácticamente sin cambios hasta 2003 (gráfico 14). La oferta comenzó a responder a partir de 2004 y, aunque el incremento global de la licitación de viviendas alcanzó el 20 por 100, fue poco si se compara con el registrado a lo largo de los años ochenta. Probablemente, eso frenó la caída de los precios después de 2007.

Mientras que el ciclo de inversión puede añadir un *feedback negativo* a la dinámica del mercado de la vivienda, si bien con un retraso tan largo que hace que no necesariamente impida

GRÁFICO 14
PRECIOS NOMINALES DE LA VIVIENDA Y VIVIENDAS INICIADAS
DEL SECTOR PRIVADO, COMPARACIÓN ENTRE LOS PERIODOS
1983-1989 Y 1997-2003



Fuentes: Gobierno local y regional, Nationwide y cálculos del Banco de Inglaterra.

el desarrollo de auges, el ciclo de crédito es un ejemplo de *feedback positivo* que puede amplificar tanto los auges como los hundimientos. En efecto, a medida que suben los precios de los inmuebles, los prestatarios tienen más patrimonio con el que apalancarse, lo que les permite invertir más en inmuebles. Si lo hacen, ello puede hacer subir más los precios de los inmuebles, en particular, si la oferta no puede responder fácilmente. Del mismo modo, una relajación de las condiciones de crédito permite a los prestatarios endeudarse más para comprar inmuebles, lo cual, a su vez, incrementa adicionalmente el valor de los inmuebles. En el Reino Unido, el periodo de 2005-2007 ilustra la importante influencia que pueden tener las

condiciones de los mercados financieros globales en la dinámica de precios de los inmuebles. La caída de los tipos de interés a largo plazo globales, junto con un periodo de condiciones relajadas en los mercados de deuda mayoristas, generó un fuerte bucle de *feedback positivo* entre subida de precios de los inmuebles y crecimiento del crédito que se vio sostenido hasta que se endurecieron espectacularmente las condiciones crediticias a raíz de la crisis financiera mundial y la recesión subsiguiente.

Las expectativas de prestatarios y prestamistas pueden desempeñar una función importante en esta dinámica. Si las subidas de precios llevan a inversores o tenedores de vivienda a

incrementar su demanda, en anticipación a subidas de precios adicionales, o hacen que los prestamistas se sientan más cómodos con las garantías reales y relajen las condiciones de crédito, el bucle de *feedback positivo* puede volverse incluso más fuerte. Esta dinámica autorreforzada entre precios crecientes y fuerte crecimiento del crédito es fundamentalmente frágil. Si se produce un acontecimiento que hace caer los precios o lleva a los prestamistas a endurecer las condiciones de crédito, el *feedback positivo* puede invertirse rápidamente, lastrando adicionalmente los precios y reduciendo el patrimonio de los prestatarios. Las expectativas de precios decrecientes hace que prestatarios y prestamistas se replieguen aún más e intensifiquen el *feedback*.

2. Repercusión de los ciclos de los mercados inmobiliarios en la actividad y estabilidad financiera

Es esta interacción entre inmuebles y estabilidad económica y financiera la que reviste especial interés para el Banco de Inglaterra. En este apartado se aborda esta cuestión, examinando primero el nexo con la actividad económica y, seguidamente, la conexión con la estabilidad financiera. Por supuesto, ambos se solapan de manera sustancial: los episodios de inestabilidad financiera afectan invariablemente a la actividad económica.

2.1. El nexo de los mercados inmobiliarios con la actividad económica

Por lo general, se piensa que el nexo más significativo entre los inmuebles y la economía se

halla más en el mercado de la vivienda que en el de inmuebles comerciales. En este apartado, se examinan los canales a través de los cuales se piensa que ambos mercados inmobiliarios afectan a la actividad económica, y se muestran algunas evidencias en el Reino Unido sobre la importancia de cada canal. Dividimos los canales entre los que afectan al consumo y los que inciden en la inversión.

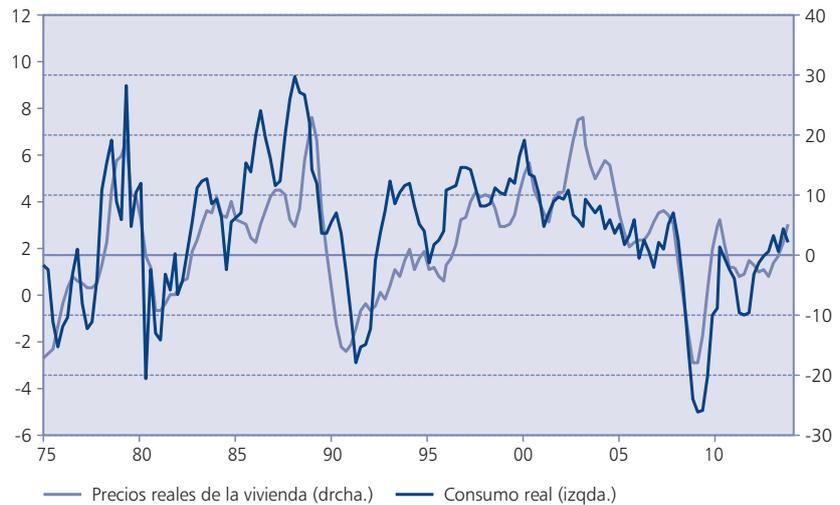
— Mercados inmobiliarios y consumo

La evidencia empírica ha constatado una clara correlación entre los precios de la vivienda y el consumo a lo largo de muchos periodos (gráfico 15), aunque no está claro que exista un nexo causal sólido entre ambas variables. A continuación, abordamos las posibles explicaciones de dicha correlación y presentamos las evidencias de cada una de ellas.

El primer canal es el «canal colateral» a través del cual los crecientes (decrecientes) precios de la vivienda aumentan (reducen) el patrimonio inmobiliario que los hogares pueden usar como garantía de préstamos para el consumo.

Un segundo canal sería el «efecto riqueza» en virtud del cual los propietarios de inmuebles que no tienen previsto comprar más inmuebles en el futuro previsible usan el mayor patrimonio resultante del incremento de los precios de la vivienda para consumir más. Este incremento en el consumo puede verse contrarrestado, en parte, por el mayor ahorro de los hogares que sí prevén comprar una casa o mudarse a una más grande y que se ven empobrecidos como resultado de esa misma subida de los precios de la vivienda.

GRÁFICO 15
PRECIOS DE LA VIVIENDA Y CONSUMO
(Variación interanual, en porcentaje)

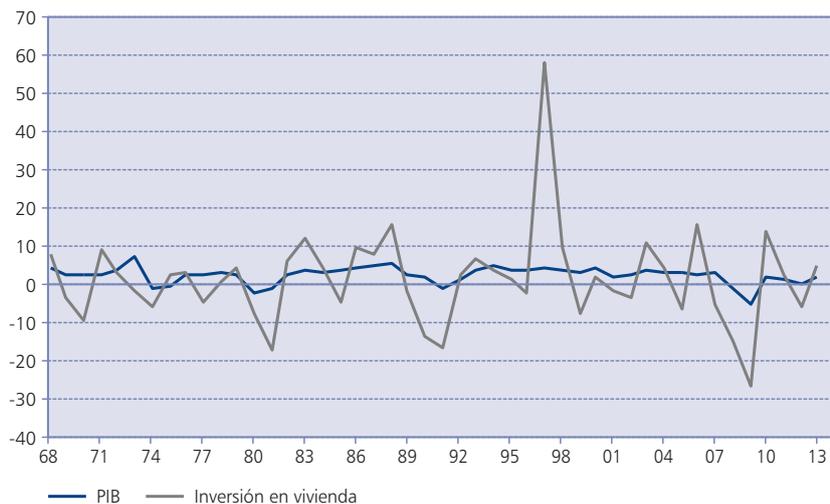


Fuentes: Nationwide y ONS.

Ambos canales, efecto riqueza y colateral, entrañan una relación más estrecha entre precios de la vivienda y consumo para los propietarios que para los arrendatarios de viviendas. Regresiones simples de los cambios en los precios de la vivienda sobre el consumo no de vivienda tanto de propietarios como de arrendatarios con datos del Reino Unido entre 1995 y 2011 (un periodo en el que, en su mayor parte, los precios de la vivienda estuvieron subiendo) sugieren una respuesta más fuerte de los propietarios, lo que respalda un pequeño efecto colateral y de riqueza. Si suponemos que la totalidad de la sensibilidad adicional de los propietarios, en comparación con los arrendatarios, se debe a los efectos colateral y de riqueza, estas regresiones apuntan a que un incremento del 20 por 100 en los precios de la vivienda podría aumentar el nivel de consumo en torno a un 0,5 por 100. Esto es compatible con las conclusiones de Benito (2007).

El canal «factores comunes» conlleva que una tercera variable, a saber, las expectativas de rentas futuras, o la incertidumbre con respecto a la renta, podrían estar influyendo tanto en los precios de la vivienda como en el consumo. La falta de evidencia sobre la existencia de efectos de colateral o de riqueza intensos en el Reino Unido, a pesar de la asociación de los aumentos del consumo y de vivienda en algunos periodos, apunta a que son los factores comunes los que determinan la relación entre consumo y precios de la vivienda. Ahora bien, la importancia de los factores comunes parece variar a lo largo del tiempo. Por ejemplo, en el auge de los años ochenta se observa una relación entre consumo y precios de la vivienda más intensa que en el auge de los años 1997-2007. Probablemente esto se deba a que, en el primer periodo, las expectativas impulsaron tanto los precios de la vivienda como el consumo, mientras que en el se-

GRÁFICO 16
INVERSIÓN EN VIVIENDA Y PIB
 (Variación interanual, en porcentaje)



Fuente: ONS.

gundo no existe evidencia clara de un aumento significativo en las expectativas de renta, y otros factores, tales como la interacción entre relajación de las condiciones de crédito y las restricciones sobre la oferta, fueron más determinantes en la subida de los precios de la vivienda.

La actividad del mercado de la vivienda, en contraposición a los precios, también podría haber tenido un pequeño impacto en el consumo ya que los hogares serían más proclives a comprar ciertos tipos de bienes duraderos, como electrodomésticos y muebles, cuando cambian de casa. Aunque existe cierta evidencia de que el mercado de la vivienda puede incidir en el consumo a través de este canal, los efectos parecen ser pequeños y poco sólidos. Análisis del Banco realizados desde 2005 (8) utilizando datos micro muestran que los hogares son entre dos y tres veces más proclives a comprar

ciertos bienes duraderos cuando se mudan de casa. Pero dado que solo una pequeña proporción de hogares cambia de casa a la vez, el impacto en el gasto total en bienes duraderos es modesto. Datos más recientes del Reino Unido arrojan que, si bien el gasto de los hogares en electrodomésticos y muebles cayó bruscamente en 2009 cuando se desplomaron las compraventas de viviendas, se recuperó en 2010, a pesar de que las operaciones inmobiliarias siguieron siendo muy inferiores a los niveles previos a la crisis.

El impacto de la evolución del mercado inmobiliario comercial en la actividad económica ha suscitado una menor atención en la literatura. Quizá ello se deba a que cualquier impacto en el consumo será probablemente muy indirecto, ya que la exposición directa de los hogares seguramente estará concentrada en un reducido número de grandes pa-

trimonios, y su exposición indirecta, vía fondos de pensiones, será probablemente muy oscura para la mayoría de los partícipes de dichos fondos. No obstante, el sector inmobiliario comercial es más susceptible de tener un mayor impacto en la inversión, como se verá en el siguiente apartado.

— *Mercados inmobiliarios e inversión*

Si bien la inversión en vivienda representa una parte pequeña de la actividad económica en el Reino Unido (un 4 por 100 de media entre 1997 y 2013), ha sido volátil, con una tendencia a caer pronunciadamente durante las desaceleraciones de mercado y, por tanto, a contribuir de manera significativa a los ciclos económicos del Reino Unido (gráfico 16) (9). Esta volatilidad se produce en parte debido a que pequeños cambios en el parque de viviendas deseado requieren grandes cambios en la inversión en vivienda. Las restricciones crediticias que sufren los promotores de viviendas también pueden poner freno a los inicios de viviendas durante una ralentización.

La construcción privada de inmuebles comerciales ha supuesto aproximadamente el 3 por 100 del PIB en las últimas décadas y también ha sido muy cíclica. Es probable que los efectos de colateral también presenten una consideración importante para la inversión del sector corporativo. Según estudios pasados del Banco, se estima que alrededor de un 50 por 100 del endeudamiento no dedicado a inmuebles comerciales de las pymes está garantizado con bienes inmuebles, siendo esta proporción ligeramente inferior en el caso de las grandes empresas. Asimismo, incluso la capacidad de las empre-

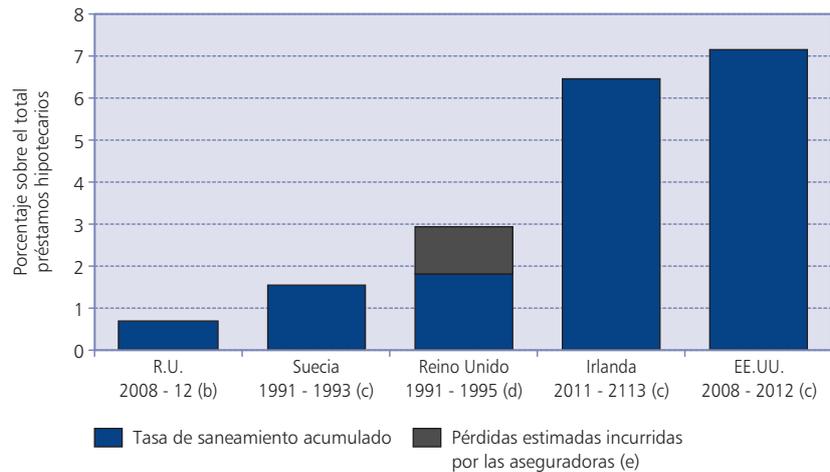
sas para endeudarse sin aportar garantías se ve afectada por el valor de su patrimonio inmobiliario, ya que forma parte de su valor neto global. De modo que el valor de los inmuebles comerciales podría ser una consideración importante para determinar las condiciones de crédito para las empresas que no son sociedades inmobiliarias.

Considerados conjuntamente, el descenso de la inversión en vivienda e inmuebles comerciales durante la desaceleración de 2008 explica más de la mitad de la amplitud del ciclo en el crecimiento del PIB durante el periodo. La inversión en vivienda (0,7 puntos porcentuales) y en inmuebles comerciales (0,4 puntos porcentuales) explicó en cerca de un punto porcentual del 3 por 100 del crecimiento medio anual del PIB registrado entre 2005 y 2006. Entre 2008 y 2009, el PIB se contrajo anualmente una media del 3 por 100, siendo achacable a la inversión inmobiliaria un efecto negativo medio anual sobre el crecimiento del 2,5 por 100 (repartido en una caída del 2 por 100 de la inversión en vivienda y una reducción del 0,6 por 100 de la inversión en inmuebles comerciales). Así pues, comparando los dos periodos, el crecimiento del PIB cayó en 6 puntos porcentuales, correspondiendo 3 de ellos a la brusca reducción en la tasa de crecimiento de la inversión inmobiliaria.

2.2. Los vínculos directos del mercado de la vivienda con la estabilidad financiera

El riesgo más obvio que plantea el sector inmobiliario a la estabilidad financiera procede de las pérdidas directas en que pueden incurrir los bancos por créditos fallidos, si bien la experiencia

GRÁFICO 17
ESTIMACIONES DE LAS PÉRDIDAS ACUMULADAS EN LOS CRÉDITOS HIPOTECARIOS^(a)



Notas:

(a) Las pérdidas acumuladas se estiman como el total de saneamientos realizados durante el periodo analizado en el gráfico dividido por el stock inicial de préstamos.

(b) Los datos del Reino Unido de 2008-2012 cubren todos los préstamos hipotecarios regulados y son recabados por el Banco de Inglaterra y la Financial Conduct Authority (FCA) del Reino Unido.

(c) Las pérdidas suecas están basadas en entidades de crédito a la vivienda. La pérdidas irlandesas son las registradas entre 2011 y mediados de 2013 por Banco de Irlanda, Allied Irish Bank y Permanent TSB. Las pérdidas de Estados Unidos hacen referencia a todas las entidades aseguradas por la FDIC. Todas las pérdidas están escaladas por la proporción de los préstamos al inicio del periodo.

(d) Las estimaciones de pérdidas en que incurrir los bancos y sociedades hipotecarias del Reino Unido entre 1991 y 1995 se basan en datos del Banco de Inglaterra, en los saneamientos declarados por una muestra de sociedades hipotecarias británicas y en los datos de embargos de la CML. Estas estimaciones se basan en cálculos del personal del Banco y están sujetas a cambio.

(e) Estimación de las pérdidas en que incurrir el sector asegurador en concepto de préstamos concedidos por bancos y sociedades hipotecarias. Se basa en datos publicados por MIAC-Acadametrics.

Fuentes: Banco de Inglaterra, Building Societies Association, Council of Mortgage Lenders, FDIC, Financial Conduct Authority, Glas Securities, Halifax, MIAC-Acadametrics, Nordic Council of Ministers, Statistics Sweden.

en el mercado de la vivienda ha demostrado que los préstamos hipotecarios pueden provocar una crisis sistémica aun cuando las pérdidas por créditos fallidos sigan siendo bajas. En este apartado, primero nos centramos en los riesgos de crédito directos derivados de los mercados inmobiliarios, para luego abordar los riesgos a través de canales no crediticios que en la reciente crisis se han revelado sustanciales.

— Riesgos de crédito

Históricamente, las pérdidas por hipotecas residenciales do-

mésticas del sistema bancario británico han sido bajas en comparación con los sistemas bancarios de otros países (gráfico 17). Por ejemplo, las pérdidas sufridas por los mayores prestamistas hipotecarios del Reino Unido en la crisis financiera más reciente ascendieron al 0,6 por 100 de sus préstamos hipotecarios. Junto con un exceso relativamente pequeño en la oferta inmobiliaria poscorrección (y, por ende, una corrección de precios más pequeña), el nivel relativamente bajo de pérdidas refleja en parte el predominio en el Reino Unido de las hipotecas con recurso pleno. Tales hipotecas suponen desincentivos

muy poderosos al impago de los prestatarios e incrementan la capacidad del banco para recuperar las pérdidas de quienes sí incurren en impago. Las pérdidas fueron mayores en el «desplome» de comienzos de los años noventa. Entre 1991 y 1995, el sistema bancario británico incurrió en pérdidas equivalentes a una tasa estimada del 1,8 por 100 del total de préstamos hipotecarios del Reino Unido. Y la industria aseguradora sufrió pérdidas equivalentes a una tasa estimada del 1,1 por 100 del total de préstamos hipotecarios del Reino Unido, por su provisión de seguros para hipotecas (habitualmente con una mayor ratio préstamo/valor) originadas por el sector bancario. Cabe achacar estas pérdidas más altas de los años noventa a los elevados tipos de interés y a las pésimas condiciones macroeconómicas, en particular, el elevado desempleo durante este periodo.

De una forma creciente, desde la desregulación de los sistemas bancarios en los años setenta y ochenta, los auges y hundimientos de la vivienda han coincidido con auges y hundimientos en el mercado inmobiliario comercial, provocando estos últimos pérdidas en los préstamos a la construcción y otros créditos comerciales ligados al sector inmobiliario que han sido mucho más elevadas que las pérdidas incurridas por hipotecas residenciales. Las tasas de pérdidas en préstamos para la compra de inmuebles comerciales habitualmente superaron las tasas de pérdidas de préstamos para vivienda, en parte porque los bancos no tienen más recurso contra las sociedades inmobiliarias que el colateral subyacente y, por lo general, estas sociedades inmobiliarias no tienen ningún interés en poseer un inmueble sin plus-

valía financiera (a diferencia de los hogares). La crisis reciente del Reino Unido es un ejemplo relevante, al haber ascendido las pérdidas al 6 por 100 de los préstamos y estimarse que hay otro tercio de los préstamos en aplazamiento en 2011.

— Riesgos no crediticios

Si bien las eventuales pérdidas crediticias derivadas del mercado de la vivienda fueron relativamente pequeñas en la crisis reciente, varios bancos británicos con balances dominados por hipotecas tuvieron problemas, como se indicó en la sección II. Ahora examinaremos cómo factores comunes al crédito hipotecario en particular pueden llevar a riesgos en el sistema financiero a través de varios canales no crediticios.

Riesgo de renta: En las hipotecas los precios tienden a fijarse de forma bastante competitiva y el plazo contractual es largo. Esto significa que pueden convertirse en un lastre significativo para el resultado neto de los bancos si están valoradas a niveles que posteriormente no resultan rentables. En 2008 y 2009 varios bancos del Reino Unido sufrieron fuertes descensos en el resultado financiero neto al rebajarse el tipo de referencia del Banco de Inglaterra del 5,75 al 0,5 por 100 y verse algunos contractualmente obligados a trasladar tales reducciones a sus tipos hipotecarios, pero no pudiendo ellos mismos hacer recortes similares en sus tipos de depósito. El impacto en el resultado de algunos prestamistas fue tan grave que llevó al Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra, en su reunión de noviembre de 2012, a concluir que no era deseable hacer más recortes en el tipo de

referencia del Banco de Inglaterra por debajo del 0,5 por 100 en el futuro previsible.

Riesgo de liquidez: Ciertas características de los préstamos hipotecarios pueden hacer que a algunos prestamistas les resulte atractivo financiar las hipotecas en los mercados de financiación mayorista. Entre estas características figuran las bajas pérdidas crediticias históricas en los activos hipotecarios y su relativa homogeneidad que facilita su seguimiento y titulización. Ahora bien, si el endeudamiento es a corto plazo, esto puede entrañar un desajuste de vencimientos en los libros de los prestamistas que les dificultará refinanciarse si los acreedores tienen dudas sobre la viabilidad de sus negocios a largo plazo. La gran dependencia de la financiación mayorista a corto plazo y el elevado apalancamiento eran comunes entre los prestamistas hipotecarios del Reino Unido que precisaron ayuda a raíz de la crisis financiera de 2007-2008.

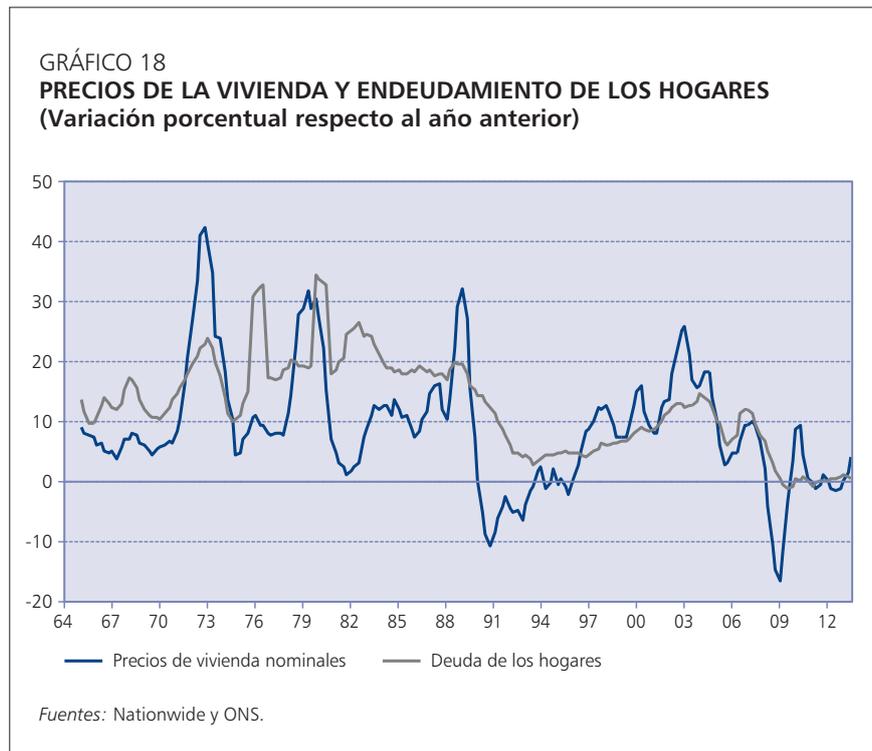
2.3. Vínculos a medio plazo e indirectos entre el mercado de la vivienda y la estabilidad financiera

Todos los episodios en los que se ha registrado un periodo de incrementos rápidos y sostenidos de los precios de la vivienda en el Reino Unido se han visto seguidos de un incremento sustancial del endeudamiento de los hogares (gráfico 18). La evidencia internacional sugiere que esto puede ser importante. Varios estudios han concluido que los países que han experimentado un crecimiento rápido del crédito y de los precios de la vivienda han tendido a sufrir recesiones más largas y profundas en la crisis

subsiguiente (10). Por ejemplo, un trabajo del FMI (2011) encontró que, en todos los países, las recesiones asociadas a hundimientos de la vivienda llevaron consigo un descenso de la producción del 10 por 100 con respecto a la senda anterior: más del doble de la caída registrada en recesiones sin hundimiento del sector de la vivienda.

El peor comportamiento macroeconómico es susceptible, en parte, por el mayor impacto macroeconómico de las perturbaciones de la oferta crediticia que se produce cuando una ralentización en el mercado inmobiliario pone de manifiesto posiciones de capital y de liquidez débiles en el sistema financiero. Cuando los prestamistas intentan mejorar sus posiciones de capital mediante operaciones de desapalancamiento, en un esfuerzo por reducir el denominador de sus ratios de capital, colectivamente las acciones pueden revelarse autodestructivas: la reducción de la oferta de crédito deja a la economía en una recesión más profunda y, en consecuencia, los prestamistas soportan pérdidas crediticias más altas.

Eso es parte de la motivación para la incorporación de *buffers* en el marco de capital revisado (Basilea III). Se garantizaría que, durante periodos de buenas condiciones económicas, los prestamistas mantengan un *buffer* de capital que pueda utilizarse con más seguridad cuando se producen pérdidas y existe así menos riesgo de que la oferta de crédito se recorte cuando las condiciones cambian. Como se explorará con más detalle a continuación, Basilea III permite a las autoridades macroprudenciales exigir un *buffer* de capital adicional durante periodos de riesgos crecientes en los sistemas financieros, que



luego puede liberarse cuando y conforme remitan los riesgos.

Más difícil de cuantificar son los efectos macroeconómicos de un sobeendeudamiento entre algunos hogares tras una corrección de precios. Los hogares que compraron con unas ratios préstamo/valor elevadas en los momentos álgidos del mercado experimentarán, tras una caída en los precios, patrimonios negativos, sufriendo una fuerte *shock* en sus patrimonios y, aun sin contracción general en la oferta de crédito, una merma enorme en su acceso al crédito. Estos altos niveles de endeudamiento también dejan a los hogares más vulnerables ante *shocks* de renta y cambios en los tipos de interés, por lo que se magnifica el impacto de un determinado cambio en la política monetaria o cambios en la renta, el consumo y la actividad al igual que en el riesgo de crédito. Análisis preliminares del Banco de Inglaterra usando datos

micro sugieren que hogares británicos altamente endeudados hicieron ajustes en el gasto mucho más grandes de lo que requería su renta a raíz de la crisis financiera. Los cálculos iniciales sugieren que este efecto podría dar cuenta de una reducción de hasta el 2 por 100 en el nivel de consumo inmediatamente después de la crisis.

Estos vínculos entre bancos, mercados inmobiliarios y la economía general pueden combinarse y transformarse en un círculo vicioso durante la desaceleración. La ralentización del mercado inmobiliario debilita las posiciones financieras tanto de los prestatarios como de los bancos, dando lugar a un fuerte endurecimiento de las condiciones crediticias, un *shock* para la confianza y, consiguientemente, una debilidad adicional en la economía al replegarse los prestatarios. La conjunción de endurecimiento de las condiciones crediticias y de debi-

lidad en los mercados inmobiliarios también provoca fuertes caídas en la inversión inmobiliaria, lo que contribuye aún más a la ralentización económica. Un elevado desempleo y debilidad generalizada en el sector corporativo pesa aún más en los bancos, lastrando nuevamente las condiciones de crédito y la confianza. La recuperación de las condiciones de crédito y la confianza puede tardar tiempo en llegar y quizá demorarse hasta después del saneamiento de los balances.

IV. OBJETIVOS DE POLÍTICA E INTERACCIONES

Con la aprobación de la Ley de Servicios Financieros (2012) el 1 de abril de 2013 y la creación de la Autoridad de Regulación Prudencial (Prudential Regulation Authority, PRA) y un Comité de Política Financiera (Financial Policy Committee, FPC) que estatutariamente forman parte del Banco de Inglaterra, este tiene ahora un abanico de competencias y responsabilidades sin precedentes en su historia. A través de la Autoridad de Regulación Prudencial, es responsable de la supervisión de bancos, compañías de seguros y grandes sociedades de inversión. A través del Comité de Política Financiera, tiene bajo su responsabilidad la política macroprudencial y, a través del Comité de Política Monetaria, la responsabilidad de la política monetaria. También se encarga de la supervisión y el control de la Infraestructura del Mercado Financiero y es la autoridad de resolución del Reino Unido.

El marco en el que el Banco de Inglaterra ejerce estas competencias viene definido en normas legales y, en cuanto a la estabilidad financiera y monetaria, clarifi-

cado mediante un intercambio periódico de cartas entre el Chancellor of the Exchequer (Ministro de Economía y Hacienda) y el Banco de Inglaterra. Dentro de ese marco, el Banco de Inglaterra goza de independencia operativa para desempeñar sus competencias de la manera que estime más pertinente para el cumplimiento de los objetivos que tiene encomendados por el Parlamento y el Gobierno.

Los objetivos estatutarios del Comité de Política Monetaria son mantener la estabilidad de precios y, sin perjuicio de la misma, prestar apoyo a las políticas económicas del gobierno, incluidos sus objetivos de crecimiento y empleo. La definición exacta de estabilidad de precios y de las políticas económicas del gobierno se establecía anualmente por el Chancellor of the Exchequer en una carta de mandato anual, siendo actualmente su objetivo lograr una tasa de inflación medida por el IPC del 2 por 100. No obstante, el marco de acción reconoce que la inflación puede desviarse del objetivo debido a *shocks* y perturbaciones y que, en tales circunstancias, intentar mantenerlo podría dar lugar a una volatilidad indeseable en la producción.

De conformidad con sus estatutos, los objetivos (11) primordiales de la PRA son promover la seguridad y la salud financiera de las antedichas entidades y, en el caso específico de las aseguradoras, contribuir a garantizar un grado de protección adecuado para los asegurados. El Consejo de Gobierno de la PRA controla el cumplimiento de estos objetivos y adopta las decisiones de supervisión más significativas y trata de aplicar una estrategia de supervisión de futuro basada en el buen juicio de las entidades que plantean el mayor riesgo a

los objetivos de la PRA, asegurando también un régimen de supervisión apropiado para las entidades de menor tamaño.

El Banco no es responsable de la conducta del mercado, lo cual incumbe a la Autoridad de Conducta Financiera (FCA).

El Comité de Política Financiera (FPC) tiene encomendados los objetivos de contribuir a proteger y mejorar la estabilidad del sistema financiero del Reino Unido y, sin perjuicio de la misma, apoyar las políticas económicas del Gobierno británico, incluidos sus objetivos de crecimiento y empleo. La estabilidad financiera es definida adicionalmente a través de un intercambio de cartas entre el Chancellor of the Exchequer y el FPC con vistas a mantener y reforzar la resistencia del sistema financiero y, asegurando esto, ayudar a evitar perturbaciones graves en las funciones vitales que desempeña el sistema financiero en su conjunto en nuestra economía: en concreto, la prestación de servicios de pago y liquidación, intermediar entre ahorradores y prestatarios, así como asegurar riesgos.

El Comité de Política Financiera tiene la potestad de ordenar a los reguladores microprudenciales (la PRA y la FCA) que lleven a cabo acciones mediante el establecimiento de instrumentos macroprudenciales designados. Actualmente, entre estos instrumentos figura un poder general —a través del denominado «*buffer* anticíclico»— para incrementar los requisitos de capital de todas las operaciones de préstamo de bancos del Reino Unido, sociedades de inversión y sociedades hipotecarias, al igual que una potestad de dirección específica para incrementar los requisitos de capital de las operaciones

de préstamo a sectores concretos (a través de requisitos de capital sectoriales). El Comité de Política Financiera también tiene la facultad de formular recomendaciones a los reguladores microprudenciales del Reino Unido (la Autoridad de Regulación Prudencial y la Autoridad de Conducta Financiera) con requerimientos de cumplimiento o de explicación, así como para hacer recomendaciones más generales sobre estabilidad financiera cuando lo estime pertinente.

La estabilidad financiera es relevante para los tres comités de política y consejos del Banco de Inglaterra, a saber: el Comité de Política Financiera, el Comité de Política Monetaria y la Autoridad de Regulación Prudencial. La experiencia de la crisis ha mostrado que un sistema financiero resistente es una condición previa vital para la estabilidad de los precios y ayuda a asegurar que los cambios en la política monetaria se transmitan a la economía de manera efectiva y previsible.

La forma en la que estos tres organismos se dividen el trabajo de mitigar los riesgos para la estabilidad financiera probablemente evolucionará a lo largo del tiempo conforme cambien las circunstancias prevalecientes. Por el momento, el Comité de Política Financiera y el Comité de Política Monetaria han acordado que incumbirá al primero y a otros reguladores formar la primera línea de defensa contra los riesgos para la estabilidad financiera. Este acuerdo se ha formalizado en los últimos intercambios de cartas entre esos dos Comités y el Chancellor of the Exchequer. Esto coloca al Comité de Política Financiera, junto con los reguladores, al frente de la mitigación de los riesgos resultantes de cualquier impulso renovado en los mercados

inmobiliarios, dejando al Comité de Política Monetaria libre para centrarse primordialmente en la tarea de gestionar activamente la demanda agregada en un nivel compatible con el mantenimiento de la estabilidad de los precios.

Esto deja al Comité de Política Financiera la realización de una serie de juicios potencialmente difíciles y controvertidos sobre cuándo y cómo actuar si se produce un nuevo auge en el mercado inmobiliario. Es evidente que este Comité, junto con los reguladores prudenciales, debe actuar para mantener la fortaleza del sistema, en particular, asegurándose de que el sistema mantenga los importes de capital y liquidez en niveles comparables a las amenazas emergentes. Los reguladores microprudenciales necesitan asegurarse que la gestión de riesgos y los criterios de concesión de crédito de las empresas financieras garantizan su resistencia a cualquier corrección en el mercado en fechas posteriores.

La difícil decisión que incumbirá al Comité será precisar el alcance y la rapidez de su actuación para comprobar si el mercado inmobiliario está cobrando impulso y si debe actuar antes de que se detecte una amenaza clara y directa para la resistencia del sistema. Volveremos a esta cuestión en el contexto de los recientes desarrollos en el mercado inmobiliario del Reino Unido, donde observamos una vuelta a un rápido crecimiento en precios y transacciones.

V. EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS MERCADOS INMOBILIARIOS DEL REINO UNIDO

Desde el comienzo de 2013, ha habido un repunte sostenido

en los mercados inmobiliarios residencial y comercial *prime*. Esta evolución llevó al Comité de Política Financiera en noviembre de 2013 a emprender acciones, ya ejecutadas o en curso de ejecución, que deberían servir para mitigar los riesgos potenciales para la estabilidad financiera resultantes del creciente impulso en los mercados inmobiliarios. También ha diseñado algunas medidas adicionales que podrían adoptarse si los riesgos se intensifican. En este apartado se analiza esta evolución reciente y las acciones de política adoptadas por el Comité de Política Financiera.

1. Evolución reciente de los precios y de la actividad

Los precios de la vivienda del Reino Unido han subido un 9 por 100 en el año hasta marzo y la mayoría de las encuestas arrojan que las tasas de aumento recientes probablemente continuarán al menos varios meses. La ratio precio de la vivienda/renta media, una referencia clave de asequibilidad, situada en siete veces la renta, se mantiene cerca de un múltiplo por debajo de su pico de 2007 (gráfico 2). Si bien la ratio ha regresado al nivel registrado en 2003, sigue alrededor de 1,5 múltiplos por encima de su media a largo plazo. La actividad también ha repuntado con fuerza a lo largo de los últimos doce meses, con un incremento en la aprobación de préstamos para la compra de vivienda superior al 30 por 100 en el año hasta febrero, aunque su nivel, en 70.000 al mes, sigue siendo un 20 por 100 inferior al registrado desde 1993.

Todas las regiones del Reino Unido registraron subidas de precios a lo largo de 2013, si bien su

ritmo no fue uniforme en todo el país. En el conjunto del año, 10 de las 14 regiones registraron incrementos de precio de entre el 5 y el 10 por 100; en Londres los precios subieron alrededor de un 15 por 100. En el último trimestre del año, el impulso cobraba más fuerza y ya eran 7 regiones las que registraban subidas de precio superior al 10 por 100.

Esta fuerte recuperación del mercado de la vivienda puede atribuirse a varios factores: mejora de la confianza en la recuperación económica y, por ende, en las expectativas de renta; relajación de las restricciones de financiación de los bancos apoyada en parte por el plan de Financiación de Préstamos del Banco de Inglaterra y el Tesoro británico (Funding for Lending Scheme). Junto con las medidas adoptadas para recapitalizar los bancos, estas mejoras han propiciado una relajación de las condiciones crediticias. Conjuntamente, estos factores parecen haber comenzado a liberar la demanda latente de muchos hogares de mudarse a una casa nueva tras un periodo de cinco años de escasa rotación en el parque de viviendas, con propiedades cambiando de dueño a un ritmo de solo una vez cada 25 años (frente a la tasa media, desde 1980, cercana a una vez cada 15 años).

El Gobierno también ha introducido planes diseñados para ayudar a los hogares con bajos depósitos a que accedan al mercado. Los programas HtB:MG (Help to Buy Mortgage Guarantee, Ayuda a la Compra: Aval Hipotecario) y HtB:EL (Help to Buy: Equity Loan, Ayuda a la Compra: Préstamo Patrimonial) fueron puestos en marcha en 2013 en respuesta a la falta de disponibilidad de hipotecas para compradores con una alta ratio

préstamos/valor, una situación que venía caracterizando al mercado hipotecario del Reino Unido desde la crisis. En virtud del programa HtB:EL, el Estado promueve el acceso con préstamos patrimoniales a personas que compran viviendas de nueva construcción. Mediante el programa HtB:MG el gobierno trata de impulsar la disponibilidad de hipotecas con ratios LTV del 80-95 por 100 aportando a los prestamistas un aval estatal para cubrir la mayoría de las pérdidas sobre los préstamos en las hipotecas con mayor LTV en caso de impago. Si bien el volumen de préstamos generado por el HtB:MG, el mayor de los dos programas, ha sido reducido hasta la fecha. De hecho, muchos de los partícipes del mercado han sugerido que el impacto indirecto del programa en la confianza podría haber impulsado los precios al alza.

El reciente repunte de la demanda de viviendas se produce en un contexto de muy bajo aumento de la oferta, lo que añade presión adicional sobre los precios. La construcción de vivienda nueva cayó desde cerca de 230.000 unidades en 2008, a 130.000 al año en el periodo 2010-2012 (gráfico 12), aunque recientemente ha comenzado a recuperarse. La incapacidad de la construcción de viviendas para seguir el ritmo de la demanda desde la crisis ha sido achacada a una financiación limitada para la promoción inmobiliaria y a la incertidumbre sobre la demanda a la vista del restrictivo mercado hipotecario, además de la falta de respuesta del sistema de planificación y de los incentivos distorsionados de los gobiernos locales, que han persistido desde antes de la crisis. El repunte reciente puede atribuirse a la relajación de las dificultades de financiación y a la mayor demanda.

Hasta la fecha, este aumento del impulso en precios y transacciones aún no ha generado una subida sustancial en la tasa de crecimiento del *stock* de deuda hipotecaria. Si bien las operaciones a precios más altos han hecho subir el volumen bruto de préstamos hipotecarios, de momento este aumento está siendo menor que en ciclos anteriores ya que los prestamistas han mantenido unas ratios LTV bajas (con solo alrededor de un 15 por 100 del nuevo préstamo hipotecario concedido a compradores de primera vivienda con una ratio LTV superior al 90 por 100, frente a más de un 30 por 100 antes de la crisis) y procediendo parte del mayor número de transacciones de un aumento de los compradores al contado en el mercado londinense. Además, el impacto del aumento del crédito hipotecario bruto sobre el *stock* de hipotecas se ha visto compensado en gran medida por un aumento de las amortizaciones de deuda, al haberse registrado durante el pasado año un repunte en los reembolsos periódicos de préstamos hipotecarios.

Con todo, las aprobaciones de préstamos para comprar vivienda aún están lejos de alcanzar los niveles observados durante los periodos anteriores de rápido crecimiento del endeudamiento hipotecario. A lo largo del episodio de la primera década del presente siglo (2000-2007), las aprobaciones de préstamos para comprar casa rondaron de media las 100.000 al mes, llegando a 120.000 en el momento más álgido del mercado. En aquel momento, la combinación de un nivel más elevado en los precios de la vivienda y de un mayor volumen de transacciones provocó un rápido y sustancial aumento en el nivel de endeudamiento de los hogares al rotar el parque

de viviendas. Si las transacciones aumentaran en 2014 a la tasa registrada en 2013, el nivel de operaciones se colocaría en el umbral que desencadenó el auge del crédito en este episodio previo.

La recuperación del mercado inmobiliario comercial también ha sido segmentada. Los precios en el mercado *prime* (definido en términos amplios como inmuebles de buena calidad en una buena ubicación —a menudo en el centro de Londres— y alquilados a arrendatarios solventes) subieron un 6 por 100 durante el año pasado y se encuentran ya al 80 por 100 de sus máximos de 2007 (gráfico 1). En 2013, cerca de tres cuartas partes de la inversión bruta en Londres procedieron de compradores extranjeros. Sin embargo, los precios en el mercado secundario (definido en términos amplios como inmuebles «no *prime*», aunque abarcando un gran espectro de calidades) solo comenzaron a recuperarse en el último trimestre de 2013 y continúa un 50 por 100 por debajo de sus máximos de 2007. Las transacciones y la disponibilidad de crédito también se han recuperado más rápidamente en el mercado *prime* y el volumen de operaciones de inmuebles comerciales en Londres ya ha superado el máximo previo a la crisis.

La recuperación del mercado inmobiliario comercial *prime* también puede atribuirse a la mejora de la confianza en la recuperación económica. No obstante, también existen factores adicionales tales como el aumento de la demanda de exposición al sector inmobiliario comercial de los inversores de cartera, en particular compañías de seguros y de fondos de pensiones, así como soberanos extranjeros que se han visto atraídos por la percepción

de «seguridad» relativa del mercado británico y los bajos rendimientos de sus mercados domésticos. Este flujo de fondos hacia el mercado *prime* acaba de comenzar a afectar al mercado secundario, traduciéndose en un pequeño repunte en sus precios. Sin embargo, la velocidad de la potencial recuperación de este mercado se ha visto en cierta medida frenada por la vasta exposición pasada de los bancos británicos a un mercado secundario del que desean salir.

2. Riesgos

Los mercados inmobiliarios siguen en las primeras fases de recuperación. Aunque cabía esperar un cierto rebote dada la recuperación generalizada de la economía británica, el impulso de los mercados inmobiliarios ha repuntado con una gran rapidez. Las aprobaciones de créditos para comprar casa han subido un 30 por 100 con respecto a su nivel de hace un año, igualando el ritmo de cambio observado en los repuntes de actividad en el mercado de la vivienda a comienzos y mediados de los años 2000. Es probable que las crecientes expectativas de renta estén influyendo en este despegue de la actividad.

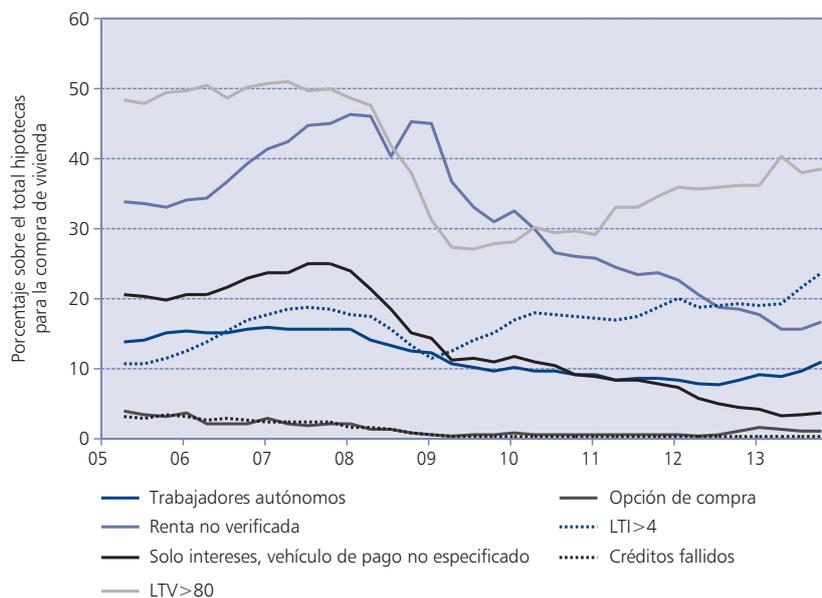
La relajación de las condiciones de crédito también parece haber liberado la demanda latente de los propietarios de vivienda que deseaban cambiar de casa. Desde 2008, las aprobaciones mensuales de préstamos para la adquisición de vivienda venían siendo unas 30.000 menos al mes que el promedio registrado desde 1993. Si se suman estas cantidades no realizadas, habría más de 2 millones de operaciones «pendientes», lo que augura un potencial sustancial de repun-

te sostenido en las transacciones. Dado el largo periodo de escasa construcción de viviendas, así como el potencial limitado de que la nueva oferta llegue rápidamente al mercado, si dicha demanda se materializara rápidamente existiría un riesgo real de que el aumento de la actividad generara incrementos adicionales significativos en los precios de la vivienda. En este contexto, es probable que las expectativas también jueguen cierto papel en la conformación del mercado ya que los compradores tratarán de cerrar las operaciones cuanto antes para evitar tener que comprar a precios más caros en el futuro.

No está claro dónde terminará esta historia. De un lado, a medida que suban los precios, las restricciones de asequibilidad podrían empezar a hacer mella en el número de operaciones, actuando así como un freno natural a la generación de impulso en el mercado. Ahora bien, si se suavizan las condiciones de concesión de préstamos, el periodo de subidas rápidas de los precios podría durar más tiempo, viéndose probablemente acompañado de un aumento sustancial del apalancamiento de los hogares.

Las medidas adoptadas a raíz de la crisis para estabilizar el sistema han dejado al sistema bancario en mejor forma que en el periodo previo a la crisis. Los grandes bancos del Reino Unido disponen ahora de 150.000 millones de libras esterlinas más de capital y su apalancamiento ha caído casi a la mitad. En conjunto, se ha cerrado el déficit de financiación de clientes, y sus posiciones en activos líquidos se han triplicado. Incluso la mayor brecha de financiación de clientes del grupo, que representan un 15 por 100 de los préstamos pendientes, es pequeña y mucho

GRÁFICO 19
CRITERIOS DE CONCESIÓN DE PRÉSTAMOS HIPOTECARIOS NUEVOS^{(a)(b)}



Notas:

(a) Incluye préstamos a compradores de su primera vivienda (FTB), arrendatarios de viviendas sociales que ejercen su opción de compra y prestatarios que ya son propietarios de una vivienda y adquieren otras para cambiar de casa.

(b) Los datos incluyen solo hipotecas reguladas y, por lo tanto, excluyen otros productos de financiación de viviendas regulados tales como los planes de compra de vivienda y las reversiones de vivienda, así como los productos no regulados tales como préstamos de segunda hipoteca e hipotecas «comprar para alquilar».

Fuentes: Product Sales Data de la FCA y cálculos del Banco de Inglaterra.

más reducida que en la posición previa a la crisis.

Por el momento, a juzgar por un buen número de parámetros, los criterios de concesión de préstamos hipotecarios parecen haber mantenido su solidez hasta este último repunte.

Eso refleja el repliegue del apetito por el riesgo de los prestamistas a raíz de la crisis financiera y, más recientemente, la anticipación de normas más estrictas de concesión de créditos con la Mortgage Market Review (MMR), que entró en vigor el 26 de abril de 2014. A partir de ahora, los prestamistas estarán

obligados a valorar la capacidad de endeudamiento total y asequibilidad de la hipoteca de los prestatarios, incluyendo tipos de interés más altos. Esto debería ayudar a mantener las ratios préstamo/renta en un nivel asequible para los prestatarios a lo largo del tiempo y prohíbe efectivamente las hipotecas *self-certified* o *sub-prime*. Y las normas sobre préstamos con amortización de intereses solo al vencimiento deberían reducir su predominio en el mercado y limitar el riesgo que puede resultar inasequible al vencimiento (12). A la vista de una amplia variedad de parámetros, incluido el número de hipotecas autocertificadas con renta y la in-

cidencia de las hipotecas con amortización de intereses al vencimiento, los préstamos con características de mayor riesgo identificados por la Mortgage Market Review (MMR) de la Financial Service Authority del Reino Unido asociados a préstamos fallidos, sigue siendo baja (gráfico 19) (13).

Ahora bien, hay indicios de que las características de riesgo de los nuevos créditos hipotecarios a los hogares estarían aumentando.

La proporción de hipotecas con una elevada ratio préstamo/valor sigue siendo baja en comparación con las medias históricas, pero las ratios préstamo/valor de los nuevos préstamos están subiendo y parece que lo seguirán haciendo tras el fuerte incremento del número de productos nuevos de elevada ratio préstamo/valor en el mercado. Solo algunos de estos productos forman parte del programa HtB:MG, donde las pérdidas de los bancos estarían limitadas por el seguro del gobierno.

Las hipotecas con una ratio préstamo/renta superior a 4,5 suponen el 8 por 100 del nuevo volumen de préstamos, un nivel idéntico al registrado en los tiempos previos a la crisis; en cuanto a los préstamos con garantía real en Londres, más del 16 por 100 del volumen nuevo exhibe una ratio préstamo/renta superior a 4,5. Aunque las ratios préstamo/renta no fueron identificadas en el estudio de la MMR como predictor fiable de impagos futuros, hay que tener en cuenta que el estudio se llevó a cabo con datos de 2005-2010, periodo durante el cual la subida más alta del tipo de referencia del Banco de Inglaterra fue de apenas 1,25 puntos porcentuales. Esa conclusión podría no ser robusta en el

caso de que los tipos de interés se incrementen significativamente.

En el segmento comercial, el repunte de la inversión en inmuebles comerciales *prime* ha venido impulsado en su mayor parte por la inversión de capital, y no tanto por la deuda bancaria. Y el crédito para adquirir inmuebles comerciales sigue exhibiendo unas ratios préstamo/valor muy conservadoras.

3. Respuestas políticas

En su *Informe de Estabilidad Financiera* de noviembre de 2013, el Comité de Política Financiera advertía de que la recuperación del mercado de la vivienda podría plantear riesgos a la estabilidad financiera si se veía acompañado de subidas sustanciales y rápidas en los precios de las viviendas y de un mayor apalancamiento de los hogares. El Comité de Política Financiera dejó clara su intención de realizar un estrecho seguimiento del mercado de la vivienda, incluida la evolución de los precios de las viviendas en comparación con indicadores de accesibilidad y sostenibilidad. Señaló que controlaría estrictamente las exposiciones de los bancos a prestatarios altamente endeudados, los criterios de concesión de préstamos tanto en el mercado hipotecario residencial como en los sectores de inmuebles comerciales y de construcción afín, así como el recurso de los prestamistas a la financiación mayorista a corto plazo. El Comité se reafirmó en esta opinión en una declaración tras sus reuniones de marzo de 2014 (14).

El Comité de Política Financiera señaló en noviembre que ya se estaban ejecutando varias medidas que probablemente ayudarían a mitigar los riesgos:

— Los pasos (antes señalados) que ya se han dado para reforzar el capital agregado y la posición de liquidez de los bancos.

— Las medidas ya puestas en marcha por la Autoridad de Conducta Política para ayudar a mantener criterios de concesión de hipotecas sólidos. Tales medidas constituyen un elemento importante de la implementación de la Mortgage Market Review (MMR) de abril de 2014 (15).

— La política, puesta en marcha en respuesta a la crisis financiera, de permitir a los bancos con crecientes préstamos a los hogares acogerse al Funding for Lending Scheme (FLS), para solicitar una compensación en sus requisitos de capital, se terminaría y los términos del FLS se modificarían para eliminar los incentivos directos que han incrementado los préstamos a los hogares en 2014 (16).

— El ejercicio anual de pruebas de resistencia concurrentes para los grandes bancos del Reino Unido se centrarían en los riesgos relacionados con la vivienda. El test forma parte del ejercicio de pruebas de resistencia de la Unión Europea previsto para 2014. El Comité de Política Financiera anunció en marzo de 2014 que la variante británica de las pruebas de resistencia examinaría la resistencia de los bancos británicos a un *shock* en el mercado de la vivienda, a una brusca subida de los tipos de interés y a un aumento pronunciado en el desempleo.

— En adelante, a la hora de llevar a cabo los test de accesibilidad, los prestamistas hipotecarios deberán tener en cuenta las recomendaciones del Comité de Política Financiera sobre los tipos

de interés que son apropiados usar en su valoración.

En noviembre de 2013, el Comité de Política Financiera también avanzó las acciones adicionales que emprendería para mitigar los riesgos para la estabilidad financiera derivados del mercado de la vivienda:

— Recomendaciones al Tesoro británico sobre el programa HTN:MG. Entre ellas podría figurar si la fijación de precios y el techo de 600.000 libras esterlinas a los precios de los inmuebles es apropiado.

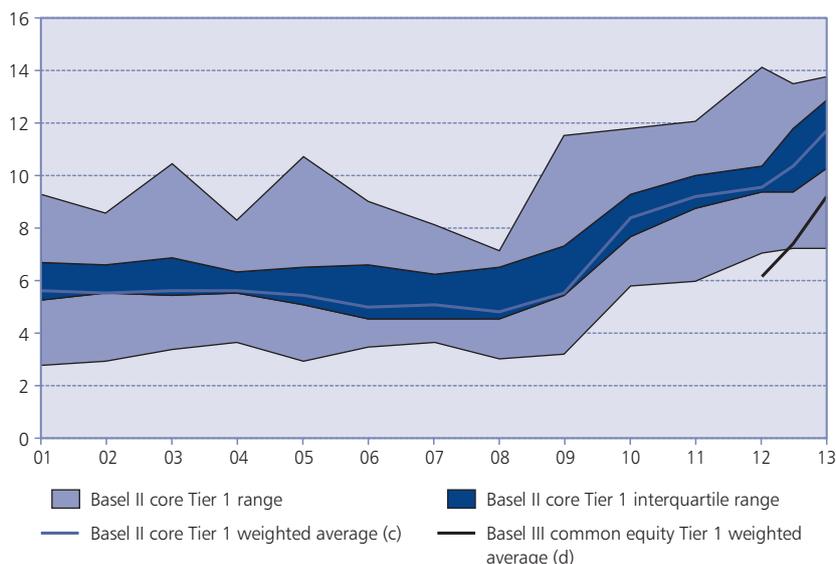
— Recomendaciones para asegurarse de que los criterios de concesión de créditos son estrictos. Entre ellas puede haber recomendaciones a prestamistas sobre el tipo de interés que es adecuado usar en sus evaluaciones.

— Recomendaciones u órdenes a la Autoridad de Regulación Prudencial para incrementar los requisitos de capital del sector para que los bancos con préstamos hipotecarios amplíen directamente las provisiones para pérdidas que mantienen contra pérdidas de tales préstamos.

— Incrementar el *buffer* de capital anticíclico para ampliar el capital de absorción de pérdidas en todo el sistema con vistas a mejorar la resistencia general de los bancos al impacto de una desaceleración de la economía británica provocada por el mercado de vivienda (gráfico 20).

— Recomendaciones a la Autoridad de Conducta Financiera y/o la Autoridad de Regulación Prudencial, en forma de requerimientos tanto de cumplimiento como de explicación, para establecer límites a las ratios préstamo/valor, préstamo/renta, deuda

GRÁFICO 20
RATIOS DE CAPITAL DE LOS BANCOS BRITÁNICOS^{(a)(b)(c)(d)}



Notas:

(a) Capital básico de Tier 1 de los grandes bancos británicos como porcentaje de sus activos ponderados por el riesgo. La serie emplea el grupo de grandes bancos británicos a 2014 y sus anteriores integrantes. Los datos excluyen Northern Rock/Virgin Money a partir de 2008.

(b) Desde 2008, el gráfico muestra los ratios Tier 1 publicadas por los bancos, excluyendo los instrumentos de capital híbrido y haciendo deducciones de capital basadas en las definiciones de la FSA. Antes de 2008 ese parámetro no solía revelarse; el gráfico muestra los cálculos del Banco que se aproximan a los publicados anteriormente en el FSR.

(c) La media está ponderada por los activos ponderados por el riesgo.

(d) La «ratio de capital del capital social ordinario de Tier 1 Basilea III» se calcula como niveles agregados del capital ordinario Tier 1 de un grupo comparable sobre los activos ponderados por riesgo agregados, de acuerdo con la definición propuesta Basilea III. La muestra Basilea III incluye Barclays, HSBC, Lloyds Banking Group, RBS, Nationwide, Santander UK y Co-operative Banking Group.

Fuentes: Cuentas publicadas, rentabilidad regulada PRA y cálculos del Banco de Inglaterra.

total/renta o a los vencimientos de la hipoteca, a fin de restringir la disponibilidad de hipotecas de un tipo concreto.

— Recomendaciones al Tesoro británico para otorgar al Comité de Política Financiera una potestad de dirección sobre el valor máximo permitido a estos términos y condiciones del crédito hipotecario.

La respuesta del Comité de Política Financiera a la evolución de los riesgos del mercado inmobiliario británico debe depender de la naturaleza de dichos ries-

gos. Por ejemplo, si las pruebas de resistencias revelaran que los requisitos de capital para hipotecas son insuficientes para cubrir las pérdidas potenciales, incrementar los requisitos de capital podría ser un curso de acción natural. Si los riesgos radican primordialmente en el endeudamiento de los hogares, serían más apropiadas acciones que se centraran en reforzar las restricciones de accesibilidad.

En el pasado, los periodos de un rápido impulso en el crecimiento del mercado se han asociado a deterioros en los criterios

de concesión y a un alto nivel de financiación de deuda hipotecaria, seguidos por aumentos sustanciales y rápidos en el *stock* de deuda, que más tarde resultó inasequible para una gran parte de los prestatarios. Si se apreciaran indicios de relajación de los criterios de concesión, incluidas indicaciones de que los prestatarios están asumiendo deuda que más tarde podría revelarse inasequible, eso representaría una razón para que el Comité de Política Financiera considerara acciones adicionales para reforzarlos.

Asimismo, aun cuando los prestamistas no alterasen de manera perceptible las condiciones en las que acceden a conceder crédito, el incremento del *stock* de créditos podría verse impulsado por una simple subida de las valoraciones. Tal incremento del *stock* de deuda podría resultar especialmente peligroso ahora que los tipos de interés están inusualmente bajos, ya que es probable que los mismos vuelvan a subir en algún momento. Si llegara a preocupar más al Comité de Política Financiera el gran número de prestatarios que asume préstamos que más tarde podrían resultar inasequibles durante un periodo prolongado en el que los tipos de interés hayan vuelto a niveles más normales, el curso de acción más natural sería recomendar pruebas de estrés de tipos de interés como los usados en las pruebas de accesibilidad.

La psicología del mercado de la vivienda del Reino Unido podría ser especialmente peligrosa si los prestatarios o prestamistas extrapolan los recientes repuntes de los precios de los inmuebles y prevén subidas adicionales en el futuro. Es posible que arraigue este tipo de mentalidad «especuladora». La experiencia pasada sugiere que esto resultaría muy

difícil de combatir sin una ralentización abrupta y desestabilizadora en el mercado. Si se ve acompañada por crédito y endeudamiento crecientes susceptibles de reclamar una respuesta graduada y proporcionada a los riesgos resultantes del mercado inmobiliario conforme empiecen a emerger, en lugar de actuar de forma más repentina, al final del ciclo, de nuevo se habría generado una vulnerabilidad sustancial y directa para el sistema.

VI. CONCLUSIÓN

Con las reformas que siguieron a la crisis financiera, el Banco de Inglaterra ahora ostenta una responsabilidad sustancial, realmente sin precedentes, así como los poderes pertinentes para gestionar los riesgos que amenacen la estabilidad financiera del país, incluidos los derivados de los mercados inmobiliarios. Ahora bien, un mayor poder conlleva una mayor responsabilidad. El Reino Unido muestra una historia de periodos de rápido aumento de los precios de los inmuebles y financiado con deuda y de operaciones crediticias que generan un riesgo dentro del sistema y correcciones que se han visto acompañadas de contracciones de la actividad económica dolorosas y más profundas de lo habitual, así como de episodios de debilidad dentro del sistema bancario. Las medidas puestas en marcha desde la crisis han hecho al sistema más resistente, con volúmenes de capital y liquidez más grandes y criterios de concesión de crédito más prudentes. Sin embargo, el impulso de los mercados inmobiliarios del Reino Unido está creciendo nuevamente con rapidez, lo cual, si es sostenido podría traer consigo un incremento rápido y sustancial del endeudamiento. Es posible

que el impulso pierda fuerza si las restricciones de accesibilidad empiezan a hacer mella. Sin embargo, si los prestamistas permiten a los prestatarios asumir volúmenes de deuda cada vez mayores en comparación con sus ingresos, es probable que el impulso se sostenga durante más tiempo. Un impulso rápido en el mercado inmobiliario puede traer consigo aumentos rápidos y sustanciales del endeudamiento que más tarde se revele inasequible, lo cual, a su vez, puede acarrear riesgos directos e indirectos para el sistema. El Comité de Política Financiera del Banco de Inglaterra está haciendo un seguimiento muy estrecho de la posible evolución de dichos riesgos y está preparado para emprender las acciones que sean necesarias para proteger la estabilidad.

NOTAS

(*) El artículo fue preparado y terminado sobre la base de la información disponible al final de marzo de 2014.

- (1) Véase BANCO DE INGLATERRA (1989).
- (2) Véase BANCO DE INGLATERRA (1989 y 1992).
- (3) Véase RENAUD (1995).
- (4) Véase HELLEBRANDT *et al.* (2013).
- (5) Véase BANCO DE INGLATERRA (2008).
- (6) Véase BENFORD y BURROWS (2013).
- (7) Véase BARKER (2004).
- (8) Véase BENITO y WOOD (2005).
- (9) Véase CORDER y ROBERTS (2008).
- (10) Véase CROWE *et al.* (2013).

(11) La PRA tiene igualmente un objetivo secundario, subordinado a sus objetivos generales, de promover la competencia efectiva en los mercados de servicios prestados por las sociedades autorizadas por la PRA.

(12) Las normas en materia de hipotecas «solamente intereses» obligan a los prestamistas a asegurarse de que el prestatario cuenta con una estrategia de reembolso creíble, o bien, a llevar a cabo un test completo de accesibilidad del préstamo «solo intereses» como si fuera a ser reembolsado abonando intereses y capital.

(13) Estos incluyen los siguientes factores de riesgo, identificados en la Mortgage Market Review de la Financial Service Authority del Reino Unido: préstamos a prestatarios con un historial del crédito deteriorado; préstamos con una elevada ratio préstamo/valor; donde el prestatario es trabajador autónomo; donde la rehipoteca es para consolidar deudas; donde la hipoteca es para el arrendador de una vivienda social que ejerce la opción de compra; donde la renta del prestatario hipotecario es *self-certified*; e hipotecas «solo intereses» con una dependencia elevada en el producto de la venta del inmueble para hacer el reembolso del capital.

(14) Para acceder a la declaración del FPC posterior a sus reuniones de marzo, véase: <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Pages/news/2014/025.aspx>

(15) Para más información sobre las normas de la MMR, véase: <http://www.fca.org.uk/firms/firm-types/mortgage-brokers-and-home-finance-lenders/mortgage-market-review>

(16) Para más información sobre el FLS, véase: <http://www.bankofengland.co.uk/markets/Pages/FLS/default.aspx>

BIBLIOGRAFÍA

- ASHCRAFT, A., y SCHUERMANN, T. (2008), «Understanding the securitization of subprime mortgage credit». Staff Report, Federal Reserve Bank of New York, número 318.
- ATTANASIO, O.; BLOW, L.; HAMILTON, R., y LEICESTER, A. (2005), «Consumption, house prices and expectations», «Booms and busts: consumption, house prices and expectations», *Economica*, 71: 20-50.
- BANCO DE INGLATERRA (1989), «The housing market», *Quarterly Bulletin*, February 1989. Disponible en: <http://www.bankofengland.co.uk/archive/Documents/historicpubs/qb/1989/qb89q16677.pdf>
- (1992), «House prices, arrears and possessions», *Quarterly Bulletin*, May 1992. Disponible en: <http://www.bankofengland.co.uk/archive/Documents/historicpubs/qb/1992/qb92q2173179.pdf>
- (2008), «Financial Stability Report, October 2008», Issue n.º 24. Disponible en: <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/fsr/2008/fsrfull0810.pdf>
- (2013), «Financial Stability Report, November 2013», n.º 34. Disponible en: <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/fsr/2013/fsrfull1311.pdf>
- BARKER, K. (2004), «Barker review of housing supply. Delivering stability: Securing our future housing needs». Disponible en: http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/+http://www.hm-treasury.gov.uk/consultations_and_legislation/barker/consult_barker_index.cfm

<p>BENFORD, J., y BURROWS, O. (2013), «Commercial Property and financial stability», <i>Quarterly Bulletin del Banco de Inglaterra</i>, 2013 (Q1). Disponible en: http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/quarterlybulletin/2013/qb130105.pdf</p> <p>BENITO, A. (2007), «Housing equity as a buffer: evidence from UK households». Documento de trabajo del Banco de Inglaterra, n.º 324.</p> <p>BENITO, A., y WOOD, R. (2005), «How important is housing market activity for durables spending?», <i>Quarterly Bulletin del Banco de Inglaterra</i>, Verano de 2005.</p>	<p>Disponible en: http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/quarterlybulletin/qb050202.pdf</p> <p>CORDER, M., y ROBERTS, R. (2008), «Understanding dwellings Investment», <i>Quarterly Bulletin del Banco de Inglaterra</i>, 2008 (Q4). Disponible en: http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/quarterlybulletin/qb080402.pdf</p> <p>CROWE, C.; DELL'ARICCIA, G.; IGAN, D., y RABANAL, P. (2013), «How to deal with real estate booms: Lessons from country experiences», <i>Journal of Financial Stability</i>, 9: 300-319.</p>	<p>DAVIS, E.P. (1993), «Bank Credit Risk». Documento de trabajo del Banco de Inglaterra, número 8.</p> <p>HELLEBRANDT, T.; KAWAR, S., y WALDRON, M. (2009), «The economics of negative equity», <i>Quarterly Bulletin del Banco de Inglaterra</i>, 2009 (Q2).</p> <p>MINSKY, H. (1987), <i>Stabilising and unstable economy</i>, McGraw-Hill.</p> <p>RENAUD, B. (1995), «The 1985-94 global real estate cycle. Its causes and consequences». World Bank Policy Research Working Paper número 1452.</p>
---	--	--

Resumen

En este artículo se revisa la política monetaria del Banco de Japón (BDJ) desde 1999 con especial atención a las medidas adoptadas después de la quiebra de Lehman. El BDJ comenzó la política del tipo de interés cero en 1999, seguida de la introducción de la expansión cuantitativa de 2001 a 2006. Después de la crisis financiera internacional, introdujo iniciativas de política nuevas; algunas en conjunto con otros bancos centrales, y otras para combatir la deflación. En abril de 2013 empezó con la política de expansión monetaria cuantitativa y cualitativa y desde entonces ha habido una evolución favorable en la actividad económica y los precios.

Palabras clave: política monetaria, tipos de interés, deflación, expansión monetaria cuantitativa y cualitativa.

Abstract

This article reviews the evolution of the Bank of Japan (BOJ)'s monetary policy since 1999, with particular focus on policy measures adopted after the Lehman shock. The BOJ started the zero interest rate policy in 1999, followed by the introduction of quantitative easing in 2001-06. After the global financial crisis, it introduced a number of new policy initiatives; some of them jointly with other central banks, others to combat deflation. Most recently, it embarked on a new policy framework of quantitative and qualitative monetary easing (QQE) in April 2013, and since then there have been favorable developments in economic activity and prices.

Key words: monetary policy, interest rate, deflation, quantitative and qualitative monetary easing.

JEL classification: E31, E40, E50.

LA POLÍTICA MONETARIA DESPUÉS DE LA GRAN RECESIÓN: LA EXPERIENCIA DE JAPÓN

Kazuo MOMMA

Shuji KOBAYAKAWA

Banco de Japón

I. INTRODUCCIÓN

EN este artículo se revisa la evolución de la política monetaria del Banco de Japón (BDJ) desde 1999 con especial atención a las medidas adoptadas después de la quiebra de Lehman. Como ejemplo aventajado de política monetaria no convencional, el BDJ comenzó la política del tipo de interés cero en 1999, seguida de la introducción de la expansión cuantitativa de 2001 a 2006 (gráfico 1). Después de la crisis financiera internacional, introdujo además una serie de iniciativas de política nuevas; algunas de ellas en conjunto con otros bancos centrales, y otras con el único fin de reforzar sus esfuerzos para combatir la deflación. Más recientemente, en abril de 2013, empezó con un nuevo marco de política de expansión monetaria cuantitativa y cualitativa y desde entonces ha habido una evolución favorable en la actividad económica y los precios.

Para entender dónde se encuentra actualmente el BDJ y lo que se pretende lograr a través de la expansión monetaria agresiva, es importante revisar sus esfuerzos en diversas iniciativas a largo plazo para superar la deflación. Ello se debe a que la experiencia que ha acumulado desde los años noventa establece las bases para las medidas adoptadas después de la Gran Recesión. Basándose en tal motivación,

este artículo se inicia con los primeros años de la política monetaria no convencional hasta la quiebra de Lehman. A continuación, se explica la evolución de la política monetaria en tres etapas: la primera corresponde con las acciones adoptadas poco después y durante la crisis; la segunda es la llamada expansión monetaria exhaustiva de 2010 a 2013 junto con otras medidas en el ámbito del estímulo a los créditos; y la tercera es la nueva fase de la expansión monetaria cuantitativa y cualitativa desde 2013.

II. PRELUDIO: LOS PRIMEROS AÑOS DE LA POLÍTICA MONETARIA NO CONVENCIONAL

El Banco de Japón ya había irrumpido en la política monetaria no convencional a finales de los años noventa, mucho antes de que la quiebra de Lehman afectase a la economía mundial en 2008. En esta sección revisaremos brevemente la experiencia del BDJ en virtud de la política del tipo de interés cero (1999-2000) y la política de la expansión cuantitativa (2001-2006) como un prelude de lo que se describe en las secciones posteriores.

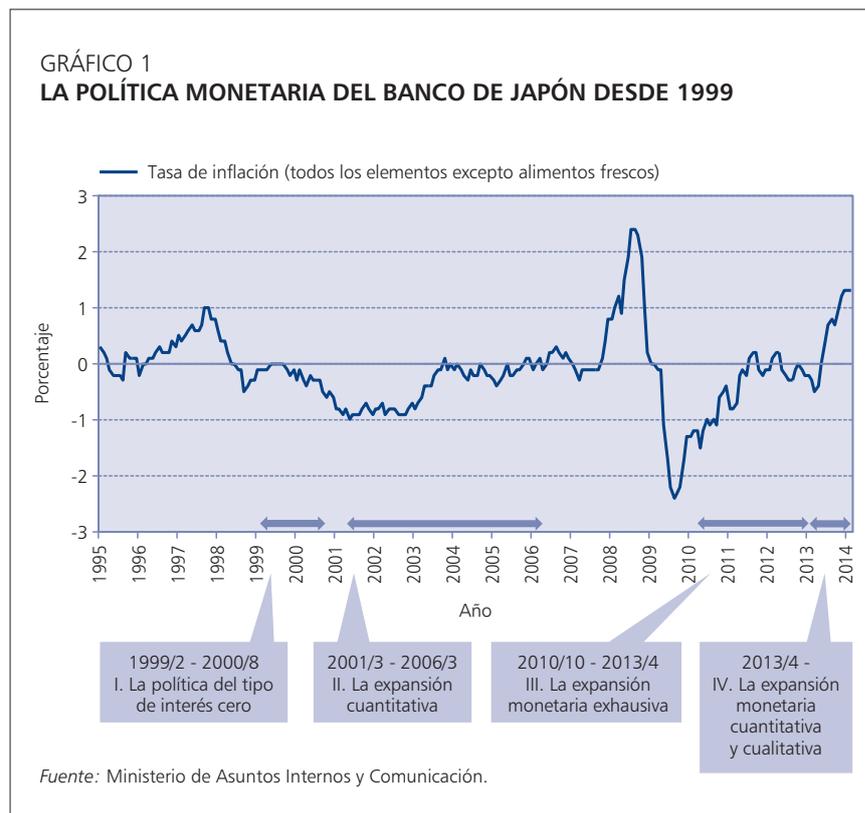
1. La política del tipo de interés cero (1999-2000)

En 1999, la actividad económica seguía siendo tenue y la

confianza del consumidor y del sector empresarial era persistentemente débil. Este fue el periodo en que el sistema financiero de Japón era frágil y la preocupación por la disponibilidad de fondos para los bancos japoneses se extendió al extranjero, lo cual provocó la aparición de la denominada prima de Japón.

En este contexto, el BDJ reconoció la necesidad de contrarrestar la posibilidad de la presión deflacionaria creciente y de prevenir un mayor deterioro de las condiciones económicas. En febrero de 1999 introdujo la «política del tipo de interés cero», que esencialmente consistía en tres características. En primer lugar, alentó a que el tipo a un día sin garantía —el objetivo operativo para las operaciones del mercado monetario— bajara todo lo posible proveyendo amplios fondos. La cantidad de excesos de reservas que el BDJ proporcionó para fomentar que el tipo a un día estuviese cerca del 0 por 100 fue relativamente pequeña —menos de un billón de yenes—, que con las reservas requeridas sumaba un valor cercano a 4 billones de yenes. En segundo lugar, prestó la debida atención a mantener el buen funcionamiento del mercado monetario a corto plazo con el fin de evitar la volatilidad excesiva que podría surgir por los bajos niveles de los tipos de interés sin precedentes. Inicialmente mantuvo el tipo a un día en torno al 0,15 por 100 y después indujo un descenso del tipo que controlaba cuidadosamente la evolución del mercado; para abril de 1999, el tipo de interés interbancario se había reducido hasta un mínimo del 0,03 por 100.

Por último, el BDJ anunció que continuaría con la política del tipo de interés cero «hasta que las preocupaciones defla-



cionarias desapareciesen». Ello se convirtió en, efectivamente, su primera orientación futura de la política monetaria. Como veremos en breve, desde entonces ha utilizado tales orientaciones en varias ocasiones: una vez durante la expansión cuantitativa monetaria de 2001 a 2006, otra vez durante la expansión monetaria exhaustiva de 2010 a 2013 y, más recientemente, con la cuantitativa y cualitativa desde 2013.

Mientras que la primera generación de la orientación hacia el futuro no se incluyó en la declaración de política monetaria que se emitió poco después de dicha reunión, la intención del BDJ en cuanto al comportamiento de esa política para los periodos venideros fue transmitida al público mediante los discursos del gobernador y las declaraciones de política.

En octubre de 1999, el BDJ introdujo medidas adicionales para reforzar la eficacia de la política recurriendo a una gama más amplia de operaciones del mercado monetario. Estas incluyeron operaciones de venta directa y compras de títulos del Estado a corto plazo (letras del Tesoro y otros instrumentos financieros) y la ampliación de la gama de valores del Estado —añadiendo títulos públicos a dos años— disponibles para operaciones de pactos de recompra.

A raíz de estas acciones en el marco de la política de tipo de interés cero, la economía mostró una mejoría, lo cual se reflejó en la recuperación de la economía global y la disminución de las preocupaciones sobre el sistema financiero japonés. A la luz de estos acontecimientos, el BDJ consideró que las preocupaciones deflacionarias se disiparían y

que se habían cumplido las condiciones para el levantamiento de la política de los tipos de interés cero. En agosto del año 2000 suspendió dicha política, hecho que dio lugar a la subida del tipo a un día hasta alrededor del 0,25 por 100.

2. La política monetaria de expansión cuantitativa (2001-2006)

— *La introducción de la expansión cuantitativa*

La recuperación económica en Japón, sin embargo, llegó a un estancamiento a finales del año 2000 debido en gran parte a una fuerte desaceleración de la economía global. El Banco de Japón reconoció que la economía no había podido volver a un camino de crecimiento sostenible y se enfrentaba a una amenaza de deterioro.

En marzo de 2001 decidió introducir la expansión cuantitativa, cambiando el objetivo operativo del tipo a un día al del saldo de las cuentas corrientes de sus instituciones financieras en el BDJ. Inicialmente tenía como objetivo un saldo de las cuentas corrientes de alrededor de 5 billones de yenes, y con los años elevó ese saldo paso a paso; al final, llegó a entre 30 y 35 billones de yenes. Como referencia, 30 a 35 billones de yenes eran aproximadamente cinco veces más que la cantidad de reservas necesarias y constituían aproximadamente el 7 por 100 del PIB nacional. El BDJ también aumentó la compra directa de títulos del Estado a largo plazo y extendió los plazos de vencimiento de las operaciones de suministro de fondos con el fin de facilitar su capacidad para proporcionar una amplia liquidez en el mercado.

— *El principio de cantidad en circulación*

Mientras que el Banco de Japón tradicionalmente compraba títulos del gobierno japonés (TGJ) con el propósito de proporcionar una divisa coherente con el desarrollo subyacente de la economía, introdujo el llamado principio de cantidad en circulación cuando comenzó la expansión cuantitativa. Este principio indicaba que las compras de los TGJ —realizadas para facilitar las operaciones del mercado monetario— estaban sujetas a la limitación de que el saldo total de las compras de los TGJ debía limitarse a la cantidad de moneda en circulación. Se dejó claro que tales compras fueron ejecutadas con el propósito de realizar la política monetaria y no con el propósito de financiar el déficit fiscal. El principio impidió incertidumbres asociadas con las acciones del BDJ como la subida de la prima de riesgo y, por lo tanto, la presencia de impactos negativos en la economía.

— *La orientación futura de la política monetaria*

Además de esto, el BDJ introdujo la segunda generación de la orientación futura de la política monetaria en la que decía que los nuevos procedimientos para las operaciones del mercado monetario se mantendrían hasta que el índice de precios al consumo (excluidos los alimentos frescos a nivel nacional, IPC subyacente de aquí en adelante) se registrase de forma estable en el 0 por 100 o más año tras año. Mientras que la orientación futura de la política monetaria bajo la anterior política de los tipos de interés cero solo contenía una evaluación cualitativa de los precios, esta incluía una especificación numérica

y vinculaba de manera estable la duración de la política directamente a la consecución de, al menos, el 0 por 100 de inflación. Además, el compromiso vinculó al futuro comportamiento de la política monetaria no con una previsión del IPC sino con un IPC real. Con ello se pretendía eliminar la percepción del público de que un banco central tenía un sesgo deflacionario después de que el BDJ había roto con la política de tipos de interés cero anterior, dejando, de tal manera, algo de espacio para una interpretación flexible del compromiso.

Durante el transcurso del aumento del saldo objetivo de las cuentas corrientes, el BDJ tomó medidas importantes para mejorar su transparencia junto a la clarificación de su orientación futura de la política monetaria. En octubre de 2003 decidió emitir su evaluación provisional de la economía en la publicación semestral del Informe de Perspectiva sobre la Actividad Económica y los Precios (*Outlook Report*). Esto, en efecto, ofreció al BDJ la oportunidad de actualizar de forma trimestral sus previsiones del IPC y del PIB real. También decidió celebrar la rueda de prensa del gobernador el mismo día de cada reunión de política monetaria en vez de dos días después de las mismas. Además de estas medidas, el BDJ estableció las dos condiciones siguientes para aclarar lo que se entiende por mantener estable el IPC subyacente en el 0 por 100 año tras año.

En primer lugar, el BDJ requería no solo que los datos de IPC más recientes se fijasen en el 0 por 100 o más, sino que se confirmara esta tendencia a lo largo de unos meses. La segunda condición fue que no se esperaba a que el IPC subyacente fuera inferior al 0 por 100. Más específicamente,

camente, muchos miembros del Consejo tenían que prever que el IPC subyacente se mantendría por encima del 0 por 100 durante el periodo de previsión del *Informe de Perspectiva*.

Mientras que el BDJ también anunció que podría existir un caso en el que se continuaría con la expansión cuantitativa incluso aunque se cumpliesen estas condiciones, la aclaración del significado de la frase «fijarse de manera estable en el 0 por 100 o más año tras año» efectivamente ayudó al BDJ a compartir su pensamiento acerca del compartimiento de la política monetaria de una manera más concreta, aumentando así la comprensión del público de la misma.

— La salida de la expansión cuantitativa

En marzo de 2006, a la luz de la progresiva recuperación de la economía y la inflación positiva, el BDJ decidió poner fin a la expansión cuantitativa y anunció que iba a cambiar, de nuevo, el objetivo operativo para las operaciones del mercado monetario del saldo de las cuentas corrientes en el BDJ al tipo de interés a un día sin garantía. También decidió orientar el tipo a un día a mantenerse efectivamente en el 0 por 100.

Al levantar la expansión cuantitativa, el BDJ dio plena consideración a las condiciones del mercado monetario a corto plazo, dado que las instituciones financieras se habían acostumbrado a la gestión de la liquidez en virtud de la gran cantidad de sus saldos en las cuentas corrientes, así como las extensas operaciones de fondos suministrados por el BDJ por periodos prolongados.

En este contexto, el BDJ dejó claro que: 1) el saldo de las cuentas corrientes del BDJ se reduciría a un nivel consistente con las reservas requeridas a aproximadamente 6 billones de yenes; 2) la reducción del saldo de las cuentas corrientes se llevaría a cabo durante un periodo de unos meses mientras que las compras de los TGJ continuaran en cantidades y frecuencias iguales durante un tiempo; y 3) el ajuste del tipo de interés interbancario continuaría a un ritmo gradual, lo cual garantizaría que el entorno financiero expansivo pudiese continuar durante un tiempo. La explicación de la trayectoria de la política monetaria durante los meses siguientes fue crucial para evitar un aumento de la tensión en el mercado.

Para el BDJ era necesario reducir el saldo de las cuentas corrientes a un nivel consistente con las reservas requeridas para elevar el tipo a un día en una situación en la que no era capaz de pagar los intereses sobre los excesos de reserva (es decir, «la facilidad del depósito complementario» no estaba disponible en esos momentos). Este proceso se gestionó mediante las operaciones del mercado monetario a corto plazo. Hacia el final del año fiscal (es decir, hacia finales de marzo de 2006), el BDJ llevó a cabo las operaciones del mercado monetario con la debida consideración a la estabilidad del mercado financiero a corto plazo. En concreto, su objetivo era mantener el saldo de las cuentas corrientes en el BDJ en alrededor de 30 billones de yenes y mover el tipo de interés a un día en un nivel bastante bajo, prácticamente igual que el nivel observado bajo la expansión cuantitativa. Después de abril de 2006, el saldo de las cuentas corrientes se redujo de manera gradual al no reinvertir las opera-

ciones del suministro de los fondos de vencimiento (es decir, la absorción de los fondos), mientras que las operaciones de la absorción de los fondos se limitaban a plazos muy cortos. Por último, se redujo a 6 billones de yenes en línea con las reservas requeridas y que la eventual salida de la expansión cuantitativa no causara inestabilidad en los mercados financieros. Ello se debió en gran parte a acciones intencionadas del BDJ y las instituciones financieras que adaptaron la gestión de fondos con el fin de prepararse ante la reducción de los saldos de las cuentas corrientes. Por otra parte, se hizo posible la salida fluida de la expansión cuantitativa sin depender demasiado de las operaciones de absorción de fondos porque la cantidad de participaciones de títulos del gobierno japonés se vio limitada bajo el principio de cantidad en circulación. Para febrero de 2007, el tipo a un día alcanzó el 0,5 por 100 y se mantuvo en ese nivel hasta que el BDJ revisó su política para hacer frente a la quiebra de Lehman.

III. HACER FRENTE A LA QUIEBRA LEHMAN

Desde el verano de 2007, los mercados financieros mundiales se vieron expuestos a una severa tormenta. La situación se agravó de manera considerable después de que Lehman Brothers se declaró en bancarrota a mediados de septiembre de 2008. Tanto la economía de Japón como las extranjeras comenzaron a disminuir drásticamente.

En este contexto, el Banco de Japón introdujo una serie de medidas para hacer frente a tal dramática situación; algunas fueron coordinadas con los bancos centrales más importantes mientras

que otras fueron adoptadas como parte de sus propias acciones de política monetaria.

1. Las acciones coordinadas con los principales bancos centrales

Una de las características sobresalientes en el momento de la quiebra de Lehman fue el grado de coordinación entre los bancos centrales de todo el mundo. Los principales bancos centrales no solo se coordinaron en términos de proporcionar dólares en sus respectivas economías, sino que también hicieron esfuerzos en conjunto para que sus propias monedas estuviesen disponibles en Estados Unidos. Incluso acordaron establecer acuerdos bilaterales de intercambio para proporcionar liquidez en cualquiera de sus monedas en cada jurisdicción. Por otra parte, los bancos centrales decidieron aceptar algunos títulos soberanos emitidos por otros países como garantía de colateral según las operaciones de mercado abierto.

— *La provisión de dólares en las principales economías*

Los bancos centrales se esforzaron por estabilizar los mercados financieros proporcionando agresivamente liquidez en sus respectivas monedas. También proporcionaron una enorme cantidad de liquidez en dólares a sus propios mercados. En septiembre de 2008, el BDJ —junto con los cinco principales bancos centrales: el Banco de Canadá, el Banco de Inglaterra, el Banco Central Europeo, la Reserva Federal y el Banco Nacional de Suiza— tomó medidas coordinadas para aliviar las presiones en los mercados de financiación a corto plazo en dólares. Más concretamente, el BDJ

concluyó un acuerdo de intercambio de dólares con la Reserva Federal de hasta 60.000 millones e introdujo operaciones de suministro de fondos en dólares. En estas operaciones, los fondos en dólares se ofrecieron a los participantes en el mercado japonés.

A medida que continuaban las tensiones en los mercados financieros, el BDJ aumentó la cantidad total de la facilidad de intercambio (*swap*) de 60.000 a 120.000 millones de dólares tan solo unas pocas semanas después de que se presentase el mecanismo, y en octubre de 2008 decidió proporcionar fondos a un tipo fijo de una cantidad ilimitada a cambio de garantía compartida. La facilidad de intercambio terminó a principios de febrero de 2010 gracias a las mejoras en el funcionamiento del mercado financiero, y a su vez las operaciones de suministro de fondos en dólares del BDJ culminaron de acuerdo con otros bancos centrales que también terminaron con este tipo de operaciones. No obstante, el acuerdo de intercambio y las operaciones en dólares se reintrodujeron en mayo de 2010 en medio de los problemas de la deuda soberana europea.

— *La provisión de monedas extranjeras en Estados Unidos*

Junto con los esfuerzos de los seis principales bancos centrales para aliviar las tensiones mediante los fondos de financiación en dólares, algunos tomaron medidas adicionales para permitir que la Reserva Federal proporcionase liquidez en monedas extranjeras a las instituciones financieras de Estados Unidos. En abril de 2009, el Banco de Inglaterra, el Banco Central Europeo, la Reserva Federal, el Banco Nacional de Suiza y el Banco de Japón anunciaron

acuerdos de intercambio financiero (*swaps*) en los que las libras esterlinas, los euros, los francos suizos y los yenes se proporcionarían a la Reserva Federal a través de estos acuerdos en caso de necesidad. En el caso del BDJ, el acuerdo permitió que la Reserva Federal extendiese la liquidez del yen hasta 10 billones de yenes.

— *La red de convenios bilaterales de provisión de liquidez mediante línea swap*

En noviembre de 2011, los seis principales bancos centrales acordaron establecer acuerdos bilaterales temporales de provisión de liquidez (*línea swap*) como medida de contingencia. Estos acuerdos permitían proporcionar liquidez en cada jurisdicción en cualquiera de sus monedas en caso de que las condiciones del mercado lo justificasen. Los bancos centrales consideraron que estos acuerdos fueron prudentes para que las operaciones de apoyo de liquidez pudiesen ponerse en marcha cuanto antes, si fuera necesario. Esas líneas de intercambio se autorizaron inicialmente hasta febrero de 2013 y después extendidas hasta febrero de 2014. En octubre de 2013, los bancos centrales acordaron convertir en permanentes los acuerdos; es decir, los convirtieron en acuerdos que permanecerían hasta nuevo aviso.

— *La aceptación de las garantías transfronterizas*

Los bancos centrales también actuaron de manera coordinada para garantizar la estabilidad de los respectivos mercados financieros. En mayo de 2009 el BDJ decidió aceptar los títulos emitidos por los gobiernos de Estados Unidos, Reino Unido, Alemania y

Francia como garantías reales admisibles. Ello permitió que las instituciones financieras administrasen sus colaterales de manera más eficiente, contribuyendo así a facilitar las operaciones de mercado del BDJ.

2. Las acciones de política monetaria

Junto con la acción coordinada de los bancos centrales, el Banco de Japón adoptó diversas medidas de política monetaria. Estas fueron principalmente en tres áreas: la política de reducción del tipo de interés, asegurar la estabilidad de los mercados financieros y facilitar la financiación de las empresas.

2.1. La política de reducción del tipo de interés

En el momento de la quiebra de Lehman, el objetivo operativo del Banco de Japón para las operaciones del mercado monetario —el tipo a un día sin garantía— ya era muy bajo situándose en el 0,5 por 100, pero decidió rebajar su objetivo aún más en dos etapas: la primera del 0,5 al 0,3 por 100 en octubre de 2008, y la segunda del 0,3 al 0,1 por 100 en diciembre de 2008.

En diciembre de 2009 el BDJ decidió introducir un nuevo tipo de operación de suministro de fondos (es decir, una operación de suministro de fondos de tipo fijo a cambio de un *pool de colateral*). Antes de la introducción de esta operación, los tipos de interés a aplicar se determinaban mediante una subasta competitiva de múltiples tipos de interés. El objetivo de esta nueva operación era fomentar una mayor disminución de los tipos de interés en los instrumentos de plazos,

proporcionando fondos amplios a largo plazo con intereses muy bajos. El tipo de interés se fijó en el 0,1 por 100, equivalente al tipo de interés objetivo de la política en ese momento, con una duración de tres meses. El importe total de los préstamos se inició con 10 billones de yenes y se amplió a 20 billones en marzo de 2010.

2.2. Las medidas para asegurar la estabilidad del mercado

Al tiempo que el Banco de Japón introducía dólares mediante las operaciones del suministro de fondos, como parte de la coordinación de los esfuerzos internacionales lo que podía considerarse como una medida para asegurar la estabilidad del mercado, también adoptó simultáneamente una serie de medidas por cuenta propia.

En octubre de 2008 decidió tomar las siguientes medidas: 1) mejorar la liquidez en el mercado de recompras, haciendo una serie de TGJ elegibles para pactos de recompra y relajando los términos y las condiciones para su línea de crédito de seguridad; 2) proporcionar una amplia liquidez en el cierre del ejercicio, y 3) introducir la «facilidad de depósito complementario», en virtud del cual el BDJ pagaba un tipo de interés del 0,1 por 100 sobre el exceso de reservas.

Entre esas medidas, se pretendía que la facilidad del depósito complementario permitiese la provisión fluida y suficiente de fondos, particularmente hacia el final del año y el cierre del ejercicio cuando la demanda de liquidez aumentaba. Se esperaba también que este mecanismo aumentase la flexibilidad de las operaciones de mercado del BDJ mientras impedía una caída brus-

ca por debajo del objetivo de la política del tipo.

A la luz de la tensión continuada en los mercados financieros, el BDJ consideró importante continuar ofreciendo una amplia liquidez a fin de garantizar la estabilidad en esos mercados. Para poner esto en marcha, aumentó las compras directas de los TGJ suministrando fondos a más largo plazo. En diciembre de 2008, el importe de dichas compras se incrementó de 14,4 a 16,8 billones de yenes por año. Esto se corresponde con un aumento de las compras mensuales de 1,2 a 1,4 billones de yenes. Lo que es más, en marzo de 2009, la cantidad se incrementó de 16,8 a 21,6 billones de yenes por año (es decir, de 1,4 a 1,8 billones de yenes al mes).

Debido a estas acciones por parte del BDJ, aunque los mercados financieros de Japón se vieron influidos por la evolución de los mercados financieros globales, se mantuvieron relativamente estables en comparación con los mercados de Estados Unidos y Europa, en los que la intensificación de las tensiones continuó a pesar de las medidas adoptadas por sus respectivas autoridades.

2.3. Las medidas para facilitar la financiación empresarial

Aunque los mercados financieros japoneses se mantuvieron relativamente estables en comparación con los demás, las tensiones —tales como las creadas por las grandes fluctuaciones en los precios de las acciones y la ampliación de los diferenciales de crédito en los mercados de títulos cooperativos— inevitablemente también surgieron en Japón. Las posiciones financieras de las pequeñas empresas se deterioraron

y un número cada vez mayor de grandes empresas se enfrentó el empeoramiento de las condiciones de financiación en los mercados. Las condiciones financieras en su conjunto se deterioraron, y el BDJ detectó el riesgo de que los tipos de interés bajos no ejerciesen el impacto deseado en la economía.

Fue en ese contexto cuando el BDJ adoptó una serie de medidas para facilitar la financiación de las empresas: en primer lugar, mediante el uso de la deuda corporativa como garantía; y en segundo lugar, mediante la compra de la misma por completo. Cabe señalar que el papel de un banco central hasta entonces era apoyar indirectamente la extensión del crédito a las empresas a través de la adopción de la deuda corporativa como garantía admisible para la extensión de crédito a las instituciones financieras privadas. Si bien la compra directa de deuda corporativa era, en ese momento, una medida poco ortodoxa y sin precedentes, se hizo cada vez más difícil durante la crisis financiera mundial trazar una línea clara entre el papel tradicional del banco central (es decir, proporcionar liquidez) y su papel durante la crisis (es decir, asumir directamente los riesgos de crédito). El BDJ siguió asumiendo los riesgos de crédito de varias maneras incluyendo su corresponsabilidad con el gobierno, manteniendo su solidez financiera y preservando la confianza en su moneda. Tales puntos de vista parecen ser aún válidos y legítimos cuando un banco central toma medidas sin precedentes.

— *La deuda corporativa como garantía*

En octubre de 2008, el BDJ decidió aumentar la frecuencia y

magnitud de las operaciones de recompra de los pagarés de empresas y ampliar la elegibilidad de los pagarés de empresas respaldados por activos (*asset-backed commercial paper*, ABCP). En diciembre, se amplió el rango de deuda corporativa como garantía admisible. Por ejemplo, el rango de los títulos y préstamos corporativos en títulos aceptados como *colateral* admisible se amplió para aquellos con una calificación BBB.

Además, se puso en marcha una nueva operación (a saber, una operación especial de suministro de fondos para facilitar la financiación de las empresas) en la que se proporcionaron fondos más allá del cierre del año fiscal por una cantidad ilimitada contra el valor de la deuda corporativa tomada como garantía. Esta operación se amplió en febrero de 2009 mediante el aumento de la frecuencia (de «dos veces al mes» a «una vez por semana»), la ampliación de la duración del préstamo (de menos de tres meses a tres meses) y la ampliación de la oferta de los seis meses hasta finales de septiembre de 2009 (y luego se extendió nuevamente hasta finales de marzo de 2010).

— *La compra directa de la deuda corporativa*

Además de las medidas que utilizaban la deuda corporativa como garantía, el BDJ tomó medidas sin precedentes para su compra; es decir, las compras directas de pagarés de empresas y de deuda corporativa. En esencia, esto significaba que el riesgo de crédito de las empresas emisoras de deuda corporativa fue asumido por el BDJ.

En enero de 2009 se iniciaron las compras directas de pagarés

de empresas (incluyendo los ABCP) hasta 3 billones como medida temporal hasta finales de marzo de 2009. Más tarde se llevaron a cabo estas compras durante un periodo prolongado.

Además, el BDJ inició las compras directas de títulos corporativos en febrero de 2009. La cantidad máxima a comprar se estableció en un billón de yenes. Las compras originalmente se programaron para durar hasta finales de septiembre, pero más tarde se extendieron hasta finales de diciembre.

Esas compras se consideraron como medidas extraordinarias y temporales. Dado que las condiciones financieras comenzaron a mostrar signos de estabilización, tales como la mejora de las condiciones de la emisión de los pagarés de empresas y los mercados de títulos, el BDJ decidió terminarlas a finales de diciembre de 2009. Sin embargo, como veremos en breve, las reiniciaron bajo el programa de compra de activos, lo cual continúa en el marco de la política actual de la expansión cuantitativa y cualitativa.

3. La aclaración de la estabilidad de precios

Durante esos años, el Banco de Japón también hizo esfuerzos para aclarar lo que se entiende por la estabilidad de precios. Ya en marzo de 2006 introdujo el «entendimiento sobre la estabilidad de precios a medio y largo plazo». Este entendimiento se refería al nivel de inflación que cada miembro del Consejo entendía por estabilidad de precios a medio y largo plazo en el comportamiento de la política monetaria. En la reunión se acordó que, haciendo uso del tipo inte-

ranual de variación del IPC para describir la estabilidad de precios, un rango aproximado entre 0 y 2 por 100 era, en general, consistente con la diferente percepción de cada miembro, y la media de la mayoría de los miembros fue alrededor del 1 por 100.

No obstante, esta expresión con referencia al «rango aproximado» dio al público la impresión que la tasa de inflación podría estar por debajo del 0 por 100, posiblemente dejando espacio para un malentendido en el que el BDJ tolerase un tipo de inflación negativa.

En diciembre de 2009, el Consejo trató nuevamente esa interpretación y llegó a la conclusión de que era apropiado emplear palabras más claras para expresar su propio pensamiento sobre la estabilidad de precios. Como consecuencia, el BDJ afirmó: 1) que la percepción caería en un rango positivo del 2 por 100 o menos en base a una tasa de variación interanual del IPC y el BDJ no toleraría una tasa de variación interanual igual o inferior al 0 por 100, y 2) que los puntos medios de la percepción de la mayoría de los miembros del Consejo estaría alrededor del 1 por 100. Al mismo tiempo, teniendo en cuenta las lecciones aprendidas de la explosión de la burbuja crediticia global, el BDJ dejó clara la necesidad de prestar atención a la posible acumulación de desequilibrios financieros, por ejemplo, en el precio de los activos y los agregados crediticios.

4. Recapitulación

Como hemos visto hasta ahora, el Banco de Japón ha puesto en marcha una amplia gama de medidas de política —algunas de ellas en colaboración con los

bancos centrales de otros países— para hacer frente a la adversidad tras la quiebra de Lehman.

Considerando que el tipo oficial ya era cercano al 0 por 100 antes de que la quiebra de Lehman afectara a la economía global, el BDJ hizo enormes esfuerzos para idear formas en las que la liquidez efectivamente se proporcionara a los mercados financieros y penetrara en los sectores adecuados de la economía. Se recurrió a una serie de medidas sin precedentes como, por ejemplo, asumir el riesgo crediticio del sector empresarial directamente en su balance.

IV. LA PROLONGADA LUCHA CONTRA LA DEFLACIÓN (2010-2013)

Al comienzo de 2010, las tensiones en la financiación en dólares volvieron a surgir en el contexto de los problemas con la deuda soberana europea. A la luz de esta evolución, en mayo de 2010, seis de los principales bancos centrales restablecieron el marco para proporcionar liquidez en dólares mediante la reintroducción de la facilidad de intercambio (*swaps*) para mejorar las condiciones de liquidez en los mercados y evitar la propagación de tensiones a otros mercados y centros financieros. El Banco de Japón también reanudó sus operaciones en dólares de los fondos de suministro. En noviembre de 2011, en coordinación con los otros bancos centrales, tomó medidas adicionales para proporcionar liquidez en dólares a final del año y aliviar así tensiones en los mercados. Los bancos centrales también bajaron el precio en las facilidades de intercambio (*swap*) en 50 puntos básicos para que el nuevo tipo interbancario coincidie-

ra con la tasa de los *swaps* sobre los índices a un día (*overnight index swap*, OIS) en dólares americanos más 50 puntos básicos.

En cuanto a la economía de Japón, los signos de mejora se desvanecieron y su ritmo de avance seguía lento. En estas circunstancias, el BDJ estimó que era más probable retrasar el momento en que la economía saldría de la deflación y retornara a un camino de crecimiento con estabilidad de precios. Sobre la base de dicha estimación, en octubre de 2010, el BDJ decidió introducir la expansión monetaria amplia, que supuso la adopción de una amplia gama de medidas de política que iban más allá que las herramientas anteriores.

— El enfoque de tres vertientes para la política monetaria

Al explicar su política general, el BDJ utiliza ampliamente la noción del «enfoque de tres vertientes». Esto pone de relieve la búsqueda de la expansión monetaria exhaustiva bajo la expansión monetaria integral, lo cual garantiza la estabilidad del mercado financiero y la prestación de apoyo para el fortalecimiento de las bases del crecimiento económico.

El BDJ hizo hincapié en que seguiría haciendo sus mayores contribuciones a la economía de Japón para superar la deflación y regresar a un camino de crecimiento sostenible gracias a la estabilidad de precios.

1. La expansión monetaria exhaustiva (*comprehensive monetary easing*, CME)

Respecto a la potente expansión monetaria, la CME consistió

principalmente en tres pilares: la reducción del tipo de interés oficial, la aclaración del horizonte temporal de las políticas y el establecimiento de un programa de compra de activos. Estas medidas tenían como objetivo fomentar una mayor disminución de los tipos de interés a largo plazo, así como la reducción de la prima de riesgo.

1.1. *La estructura básica de la expansión monetaria exhaustiva*

— *La reducción del tipo de interés oficial*

En primer lugar, aunque hubo poco margen para bajar aún más los tipos de interés a corto plazo, el Banco de Japón cambió sus líneas directrices para el tipo oficial (es decir, el tipo de interés a un día sin garantía) de «alrededor del 0,1 por 100» a «entre el 0 y el 0,1 por 100». Con ello se pretendía cumplir con el propósito de reducir los tipos a largo plazo al permitir que el tipo a un día estuviese sustancialmente más bajo que el 0,1 por 100. Además, aclaró su intención de adoptar la política de tipos de interés prácticamente cero.

— *Aclarar el horizonte temporal de la política: la orientación futura de la política monetaria*

En segundo lugar, el BDJ afirmó claramente que iba a continuar con la política de tipos de interés prácticamente cero hasta que considerase que la estabilidad de precios estuviese cercana, a condición de que problemas como la acumulación de desequilibrios financieros no se materializasen. La clarificación de la intención del BDJ respecto a

la futura política tuvo influencia en la formación de los tipos a largo plazo.

Otro aspecto de esta orientación futura de la política monetaria era que estaba claramente relacionada con la definición de la estabilidad de los precios del BDJ, en ese momento. La «previsión» fue utilizada como criterio para determinar si la estabilidad de precios estaba a la vista.

— *El establecimiento de un programa de compra de activos*

Por último, el BDJ estableció un programa para la realización de compras de activos en el que decidieron comprar una variedad de activos financieros incluidos los títulos del Estado, pagarés de empresas y títulos de empresas, así como los fondos cotizados en bolsa (*exchanged-traded funds*, ETF) y los fondos de inversión inmobiliarios de Japón (*Japan real estate investment trusts*, J-REIT) y llevar a cabo la operación de oferta de fondos a tipo fijo frente a un *pool* de *colateral*. El tamaño completo del programa incluyendo la operación a tipo fijo se fijó en cerca de 35 billones de yenes.

La compra de títulos del Estado —TGJ con vencimiento residual de hasta dos años— tuvo como objetivo la reducción de los tipos de interés del mercado a un plazo más largo, y que los activos de riesgo, como los ETF y J-REIT tendieran a disminuir la prima de riesgo. A través de la compra de los TGJ con vencimientos relativamente cortos, el programa intentaba ejercer una fuerte presión hacia abajo en el extremo más corto de la curva de rendimientos. Fue conceptualmente diferente a las compras de los TGJ a fin de suministrar dinero a la economía.

Por esta razón el BDJ trazó una línea clara entre las compras de títulos japoneses en el marco del programa y las sujetas al principio de cantidad en circulación (es decir, el saldo pendiente de las participaciones de TGJ del BDJ debía limitarse al de los billetes en circulación). El primero fue segregado de los activos obtenidos a través de otras operaciones de mercado. Esto continuó hasta que la expansión cuantitativa a cualitativa se introdujo en abril de 2013, cuando el BDJ decidió sintetizar los métodos de la compra de los TGJ mediante la finalización del programa de compra de activos.

Mientras, el BDJ era consciente de que asumir el riesgo de crédito podría dar lugar a una carga para los contribuyentes y que ampliar su participación en la asignación de recursos tenía un cierto carácter de política fiscal, por lo que consideró que el beneficio de la nueva política superaría sus posibles costes.

En los próximos años, hasta que la expansión cuantitativa y cualitativa fue introducida en abril de 2013, el tamaño objetivo total del programa de compra de activos se incrementó poco a poco, y con el tiempo llegó a 101 billones de yenes a finales de 2013, casi tres veces más grande que su tamaño original. Durante la ampliación del tamaño del programa, el BDJ aumentó sus compras de títulos japoneses desde 1,5 hasta 44 billones de yenes. También se amplió el rango de los TGJ admisibles para ser comprados desde aquellos que tenían un plazo de vencimiento de hasta dos años a aquellos que lo tenían de tres años.

— *La compra de activos con vencimiento indeterminado*

En enero de 2013, se anunció que el programa de compra de

activos se llevaría a cabo sobre la base de la compra de una cierta cantidad de activos financieros cada mes sin fecha de vencimiento. Como resultado de ello, se previó incrementar el tamaño total del programa en cerca de 10 billones de yenes en el 2014. Fue anulado después de que el BDJ comenzó una nueva fase de expansión monetaria bajo la expansión cuantitativa y cualitativa.

1.2. *El mecanismo de transmisión de la expansión monetaria exhaustiva*

En virtud a la expansión monetaria exhaustiva, el BDJ hizo hincapié en tres canales mediante los cuales el efecto de la misma apoyaría la recuperación económica.

El primer canal fue reducir los costes de financiación para las empresas y los hogares. El BDJ pretendía conseguir condiciones financieras acomodaticias a través de la disminución de los tipos de interés. Por otra parte, mediante la compra de activos de riesgo, actuó como catalizador para ayudar a los participantes en los mercados a invertir más activamente en ellos, por lo que su función de intermediario podría mejorar aún más.

El segundo canal fue el efecto de la duración de la política. Con el anuncio de que la política de los tipos de interés prácticamente cero se mantendría hasta que el BDJ considerase que la estabilidad de precios estuviera cercana, con ello pretendía conseguir efectos significativos de expansión, sobre todo en momentos en los que la recuperación económica avanzaba, incentivando a los participantes en el mercado a formar proyecciones estables acerca de los tipos de interés futuros.

El tercer canal fue el efecto que tuvo en la confianza de las empresas y los hogares. Para aliviar la preocupación por una posible recesión económica debida a la desaceleración de las economías extranjeras y la apreciación del yen, el BDJ esperaba que la nueva política respaldase la confianza de los ciudadanos e impulsase una recuperación autosostenida.

Como veremos más adelante, los canales de transmisión en el marco de la expansión cuantitativa y cualitativa pusieron más énfasis en las expectativas de inflación.

2. Las facilidades de crédito

En la búsqueda de la expansión monetaria exhaustiva, el Banco de Japón implementó varias medidas destinadas a reforzar el canal de transmisión de la política monetaria. En concreto, introdujo dos tipos de facilidades de crédito: una se denominó Medida de Aprovisionamiento de Fondos para Apoyar el Fortalecimiento de las Bases del Crecimiento Económico (de aquí en adelante, fondo para la financiación del estímulo al crecimiento); y la otra, Medida de Aprovisionamiento de Fondos para Estimular los Créditos de la Banca (de aquí en adelante, mecanismo de estímulo del crédito bancario). Establecieron esas medidas para los préstamos contra un *pool* de *collateral* con el objetivo de apoyar los esfuerzos de las instituciones financieras privadas en la concesión de créditos de tal manera que contribuirían específicamente al fortalecimiento de las bases del crecimiento económico.

Esencialmente, las dos medidas son complementarias entre sí. La primera presenta un enfoque micro en el que se fomentan

los préstamos en áreas de negocio específicas que contribuyen a fortalecer las bases del crecimiento de la economía. La segunda presenta un enfoque macro en el que se fomenta un aumento en el total de préstamos sobre una base neta. La estructura básica de estos mecanismos es la siguiente.

2.1. *El fondo para la financiación de estímulos al crecimiento: el enfoque micro*

El Banco de Japón reconoció que el reto fundamental para la economía de su país era elevar el crecimiento potencial y la productividad y que, por tanto, debía realizar más esfuerzos por alentar a las instituciones financieras privadas que proporcionasen fondos a los sectores empresariales con potencial de crecimiento.

El fondo para la financiación de estímulos al crecimiento se introdujo en junio de 2010 sobre la base de ese reconocimiento. Bajo esta línea, el BDJ concedía préstamos a las instituciones financieras privadas con una duración de un año; sin embargo, podrían refinanciarse hasta tres veces, de manera que la duración máxima era efectivamente de cuatro años. El tipo de interés se fijó en el 0,1 por 100 anual. El importe total de los préstamos se fijó inicialmente en 3 billones de yenes.

Este instrumento de financiación permite a las instituciones financieras acceder a fondos a largo plazo a un tipo de interés bajo, siempre y cuando los utilizaran para préstamos e inversiones que contribuyeran a fortalecer las bases del crecimiento económico.

En el proceso de preparación de los detalles del mecanismo, el

BDJ aseguró que no se involucraría directamente en la asignación de créditos a las respectivas empresas e industrias. Hizo una lista de 18 áreas amplias de negocio como ejemplos de dónde sus fondos contribuirían al fortalecimiento de las bases del crecimiento. En particular, incluyó áreas tales como: 1) la investigación y el desarrollo, 2) la inversión y el despliegue de negocios en el extranjero, 3) las empresas de energía y medioambiental, y 4) la asistencia médica, los cuidados de enfermería y otros asuntos relacionados con la salud.

Después de su introducción, el tamaño del programa del mecanismo de crédito se amplió y se añadieron subservicios con fines especiales. Más recientemente, en febrero de 2014, el BDJ decidió duplicar la cantidad máxima de recaudación de aprovisionamiento bajo la cantidad principal de 3,5 a 7 billones de yenes. Además, decidió proporcionar fondos a las instituciones financieras privadas a un tipo fijo del 0,1 por 100 anual durante cuatro años, en lugar de uno a tres años.

En el momento de escribir estas líneas, el importe de los préstamos pendientes en el marco del fondo de financiación de estímulos al crecimiento había llegado a los 4.116.000 millones de yenes. En cuanto a la distribución de las actividades de préstamo de las instituciones financieras, los sectores energético y medioambiental recibieron aproximadamente 1.743.000 millones de yenes, lo que representa más del 25 por 100 del total de préstamos, por mucho el sector más importante en cuanto a los préstamos recibidos, seguido por el de las empresas médicas, las de los cuidados de enfermería y otras actividades relacionadas con la salud, que recibieron alrededor

de 1.185.000 millones de yenes, lo que representa casi el 20 por 100 del total de los préstamos.

2.2. El mecanismo de estímulo del crédito bancario: el enfoque macro

En diciembre de 2012, el Banco de Japón estableció un nuevo mecanismo de crédito. Bajo esta línea, proporcionó fondos de hasta lo equivalente al incremento neto en sus préstamos a las instituciones financieras que los solicitasen.

No se estableció ningún límite en la cantidad total de fondos aportados por el BDJ, y el tipo de interés aplicado se fijó en el 0,1 por 100 anual. A diferencia del fondo para la financiación de estímulos al crecimiento, no hubo áreas específicas en las que se tenían que utilizar los fondos. Mientras los bancos logran aumentar sus préstamos en términos netos, mantendrían el derecho a recibir retrofinanciación del BDJ. Por otra parte, los préstamos del BDJ se podrían prorrogar durante un periodo máximo de cuatro años a instancias de las instituciones financieras. Ello garantizó que esas instituciones tenían acceso a financiación estable a largo plazo a un coste bajo a través del BDJ.

En febrero de 2014, el BDJ decidió mejorar este servicio al permitir a las instituciones financieras pedir fondos por una cantidad hasta dos veces superior al aumento neto en sus préstamos. Asimismo, decidió proporcionar fondos a las instituciones financieras a un tipo fijo del 0,1 por 100 al año durante cuatro años.

En el momento de escribir estas líneas, la cantidad de los préstamos pendientes en el

marco del mecanismo de estímulo al crédito bancario alcanzaba los 8.549.000 millones de yenes. Dentro de un periodo relativamente corto de tiempo, esto se ha convertido en más del doble de la cantidad de préstamos destinados en el fondo para la financiación de estímulos al crecimiento (es decir, 4.116.000 millones de yenes).

Al mirar el flujo trimestral del desembolso de préstamos del BDJ, se ve que los del marco de la financiación de estímulos al crecimiento han sido alrededor de 200.000 millones de yenes para los últimos años y que la demanda de crédito viene constantemente de los bancos regionales (2). Por el contrario, los préstamos del mecanismo de estímulo al crédito bancario han ascendido a más de 3.400.000 millones de yenes en los últimos tiempos, con una demanda significativa de créditos procedente de los bancos de mayor tamaño.

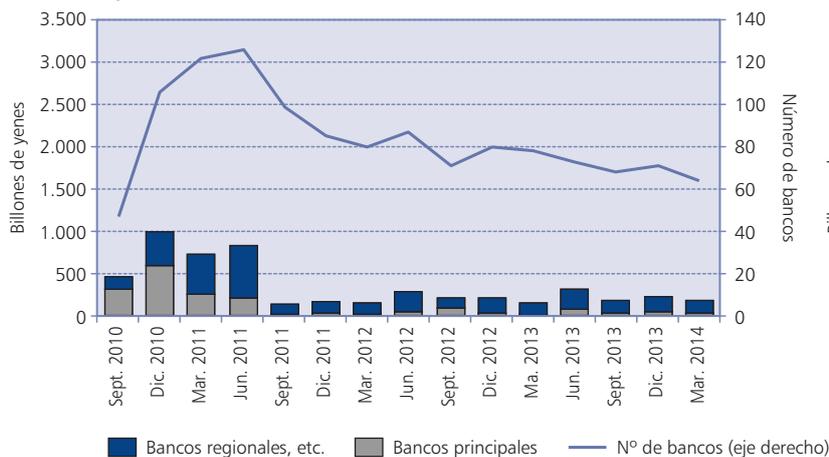
El BDJ espera que estos instrumentos promuevan aún más las acciones de estas instituciones financieras a la vez que estimulen la demanda de créditos por parte de las empresas y los hogares.

— Dos etapas del mecanismo de transmisión

Con el fin de explicar el objetivo de estos mecanismos (es decir, para fortalecer aún más el efecto de la expansión monetaria) y para facilitar una mejor comprensión por parte del público, el BDJ utilizó una noción de «dos etapas» en el mecanismo de transmisión de la política monetaria. En cuanto a la primera etapa en la que ocurre la transmisión de los efectos de la expansión monetaria desde la esfera de la política monetaria hasta el en-

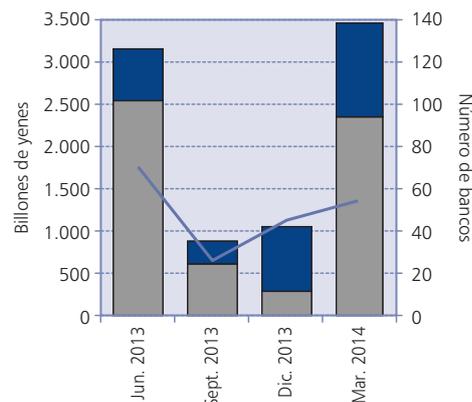
GRÁFICO 2
LOS MECANISMOS DE CRÉDITO

A) El fondo para la financiación de estímulos al crecimiento



Nota: (*) Créditos solo bajo las normas principales.
Fuente: Banco de Japón.

B) Mecanismo de estímulo de los créditos bancarios



torno financiero, el BDJ hizo hincapié en la idea que esos efectos habían impregnado a fondo el entorno financiero. En cuanto a la segunda etapa, el BDJ hizo hincapié en la opinión de que había posibilidad de que una amplia gama de entidades económicas se beneficiaran de estas condiciones financieras más flexibles; por lo tanto, para el BDJ estaba justificado la introducción de dichas facilidades de préstamo que podía representar un papel catalizador en la mejora de esta segunda etapa de transmisión.

2.3. Las medidas de apoyo a las instituciones financieras situadas en zonas de desastre

Además de estas facilidades de crédito, el BDJ introdujo una operación de suministro de fondos a largo plazo a las instituciones financieras situadas en las zonas de desastre que se vieron afectadas por el gran terremoto

en Japón oriental. El objetivo era dar apoyo financiero a las instituciones para satisfacer las necesidades de fondos para la restauración y la reconstrucción. Por otra parte, amplió la gama de activos admitidos como garantía en las operaciones del mercado monetario con el fin de que las instituciones en esas áreas llegasen a tener suficiente capacidad de financiación. Estas se introdujeron en abril de 2011, poco después del terremoto, y se ampliaron en tres ocasiones. En febrero de 2014, el BDJ los amplió un año, por cuarta vez.

3. Aclaración adicional sobre la estabilidad de precios

Junto con las mejoras de los mecanismos de préstamo, en 2012 el Banco de Japón tomó decisiones importantes en dos frentes: una fue la introducción del objetivo de estabilidad de precios, y la otra fue la emisión

de un comunicado en conjunto con el gobierno japonés.

— La introducción del objetivo de estabilidad de precios a medio y largo plazo

En los últimos años, tal y como hemos visto en la sección III.3 sobre la aclaración de la estabilidad de precios, el BDJ ha seguido realizando esfuerzos para explicar y clarificar el sentido de la estabilidad de precios.

En febrero de 2012, como parte de sus esfuerzos para aclarar aún más su determinación para superar la deflación y alcanzar un crecimiento sostenible con precios estables, el BDJ decidió introducir «el objetivo de estabilidad de precios a medio y largo plazo». Este objetivo era coherente con la tasa de inflación que el BDJ consideró consistente con la estabilidad de precios sostenible a medio y largo plazo y que se estableció en un rango positivo del

2 por 100 o menos en términos de la tasa de variación interanual del IPC. En concreto, por el momento, el BDJ ha fijado el objetivo en un 1 por 100.

A diferencia del anterior «entendimiento sobre la estabilidad de precios a medio y largo plazo», que mostró un rango de tasas de inflación que cada miembro del Consejo entendía como la estabilidad de precios a medio y largo plazo, por el momento, el objetivo de estabilidad de precios se ha fijado en el 1 por 100 para aclarar la tasa de inflación que pretendía conseguir la política monetaria del BDJ.

4. La coordinación con el gobierno

En octubre de 2012 el gobierno de Japón y el Banco de Japón emitieron un comunicado titulado «Medidas encaminadas a superar la deflación». En este documento, el BDJ afirmó que, por el momento, su intención era lograr la estabilidad de precios en el 1 por 100 a través de la búsqueda de la poderosa expansión monetaria, y que continuaría con dicho objetivo hasta que considerase que estaba cercano. Al mismo tiempo, el gobierno declaró que formularía sin demora medidas de política económica para contrarrestar los riesgos de una recesión económica y para acelerar las medidas de revitalización económica.

V. LA NUEVA FASE DE EXPANSIÓN MONETARIA (2013-PRESENTE)

1. Con anterioridad a la expansión monetaria cuantitativa y cualitativa

En el contexto de la introducción del objetivo de estabilidad de precios y el lanzamiento de la

declaración con el gobierno, el Banco de Japón tomó nuevas decisiones en 2013 antes de que se implementara la expansión monetaria cuantitativa y cualitativa.

— La introducción del objetivo de estabilidad de precios

En enero de 2013, el Consejo de política monetaria revisó el «objetivo de la estabilidad de precios a medio y largo plazo» aprobado en febrero de 2012 y reevaluó sus ideas acerca de la estabilidad de precios. El BDJ decidió entonces presentar «la meta de estabilidad de precios». Si bien destacó que la tasa de inflación consistente con la estabilidad de precios de manera sostenible aumentaría a medida que avanzaran tanto los esfuerzos por una amplia gama de entidades hacia el fortalecimiento de la competitividad como el potencial de crecimiento. En un primer momento, fijó dicha meta en un 2 por 100 de la tasa de variación interanual del IPC.

El cambio de «un objetivo (*goal*)» a «una meta (*target*)» refleja en parte una conciencia pública creciente de que la política monetaria debería ser lo suficiente flexible incluso en una meta de inflación. Esa conciencia pública se vio facilitada por el hecho de que los principales bancos centrales llegaron a enfatizar la importancia de la expansión en su esquema de objetivos de inflación, basándose en la experiencia de la crisis financiera global. Bajo tales circunstancias, el BDJ consideró apropiado utilizar la palabra «meta» con el fin de explicar sus ideas sobre la estabilidad de precios.

— La declaración conjunta con el gobierno

Al mismo tiempo, el BDJ dio a conocer un comunicado conjun-

to con el gobierno y anunció que iban a reforzar la coordinación de sus políticas. En concreto, señaló que buscaría la expansión monetaria y tratar de lograr la finalidad de la estabilidad de precios a la mayor brevedad posible. Por su parte, el gobierno dejó claro que promovería de manera constante las medidas destinadas a establecer una estructura fiscal sostenible, así como la formulación de medidas para el fortalecimiento de la competitividad y el potencial de crecimiento de la economía japonesa.

2. La expansión monetaria cuantitativa y cualitativa (*quantitative and qualitative monetary easing, QQME*)

En abril de 2013, el Banco de Japón introdujo la expansión cuantitativa y cualitativa en la primera reunión sobre la política monetaria a la que asistieron el gobernador y los diputados recién nombrados. Las principales características de la expansión cuantitativa y cualitativa se pueden resumir de la siguiente manera.

2.1. Principales características de la expansión cuantitativa y cualitativa

— El compromiso: la orientación futura de la política monetaria

La primera característica está relacionada con el compromiso. El Banco de Japón planteó un compromiso firme y claro para lograr la meta de estabilidad de precios en el 2 por 100. En su comunicado emitido el 4 de abril, después de la reunión de política monetaria, dijo que iba a lograr esta meta en términos de la tasa

de variación interanual del IPC a la mayor brevedad posible, con un tiempo previsto de aproximadamente dos años. Por otra parte, a fin de aclarar su intención con respecto a la continuación de la expansión cuantitativa y cualitativa, afirmó que continuaría con dicha política, intentando lograr la meta de estabilidad de precios en el 2 por 100 y siempre que fuera necesario para mantener dicho objetivo de manera estable.

Bien puede entenderse que estas dos frases de la declaración constituyen una nueva orientación futura de la política monetaria. Sin embargo, estos dos pilares de la orientación futura de la política monetaria son complementarios. Dicho de otra manera, la expansión cuantitativa y cualitativa por su naturaleza es abierta y está enraizada en la sociedad, y no es apropiado decir que se dará por terminada de forma automática en dos años, independientemente de la evolución económica. El BDJ continuará con la expansión cuantitativa y cualitativa si lo considera necesario con el fin de mantener dicha meta estacionaria. El objetivo es establecer profundamente en la mentalidad del público el nivel del 2 por 100 y asegurarse de que la tasa de inflación fluctúe en torno a este valor. En términos de la curva Phillips, esto significa que la tasa de inflación del 2 por 100 debería ser consistente con el estado estacionario de la economía; es decir, cuando la brecha de producción es igual a cero.

— *La nueva fase de la expansión monetaria cuantitativa y cualitativa*

La segunda característica es que la expansión monetaria cuantitativa y cualitativa se ha embarcado en una nueva fase

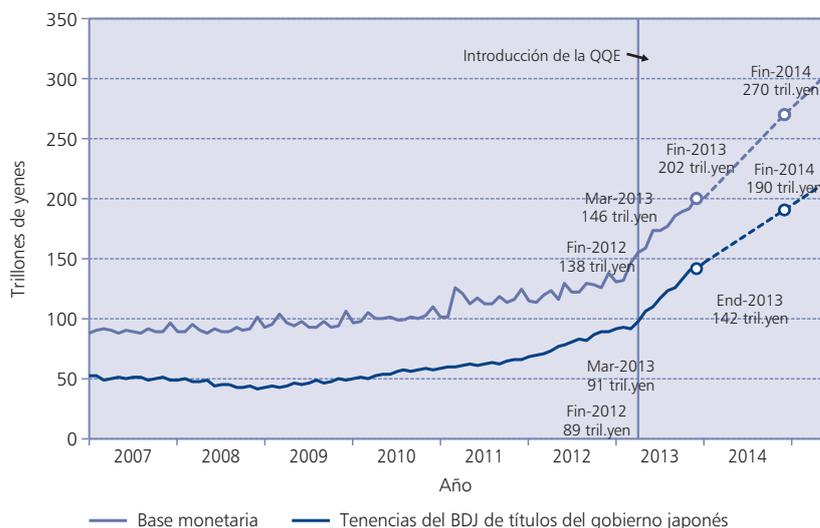
cuyo fin es respaldar el compromiso especificado anteriormente.

En términos de cantidad, el BDJ cambió primero su objetivo operativo principal para las operaciones del mercado monetario del tipo a un día sin garantía (es decir, el tipo de interés) a la base monetaria (es decir, la cantidad). A continuación se han estado llevando a cabo operaciones en el mercado de manera que esa base monetaria aumenta a un ritmo anual de alrededor de 60 a 70 billones de yenes. La base monetaria era 138 billones de yenes a finales de 2012, llegó a los 202 billones de yenes a finales de 2013 y se espera que alcance los 270 billones de yenes a finales de 2014; con lo cual, en un periodo de dos años se habrá duplicado (gráfico 3). En comparación con otras economías, la proporción de la base monetaria en relación con el PIB nominal al cierre de 2012 fue del 27,4 por 100 en

Japón, mientras que fue del 16,1 por 100 en Estados Unidos y del 17,7 por 100 en la zona del euro. A finales de 2013, llegó al 40 por 100 en Japón, el 21,4 por 100 en Estados Unidos y el 12,7 por 100 en la zona del euro. Esto pone de manifiesto cuán extensa ha llegado a ser la cantidad de dinero que el BDJ ha proporcionado en un año (gráfico 4).

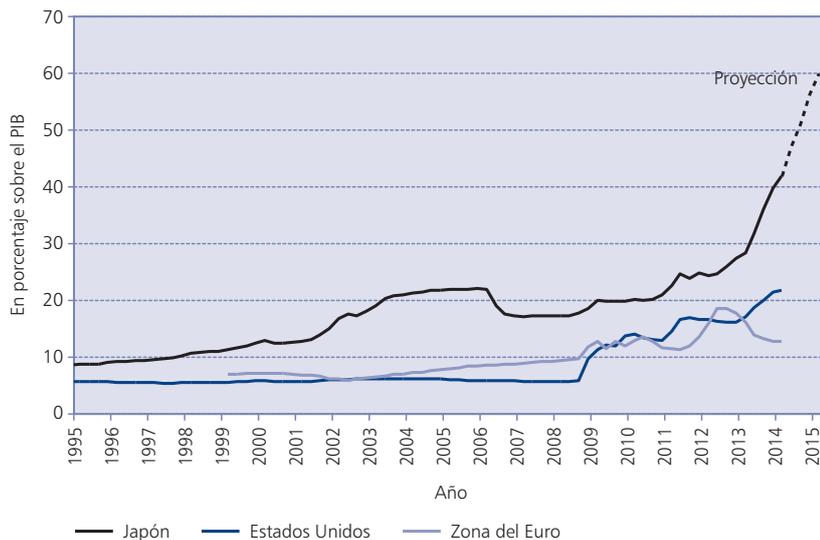
Como medio para aumentar la base monetaria, el BDJ compró títulos del gobierno japonés de modo que el saldo pendiente en su balance aumentó a un ritmo cercano a los 50 billones de yenes por año. A finales de 2012, el saldo pendiente de las participaciones de estos títulos fue de 89 billones de yenes; *a posteriori*, alcanzó los 142 billones de yenes y se espera que llegue a los 190 billones de yenes a finales de 2014, duplicando de nuevo las tenencias de estos títulos en un periodo de dos años.

GRÁFICO 3
LA BASE MONETARIA Y LAS TENENCIAS DE TÍTULOS DEL GOBIERNO JAPONÉS



Fuente: Banco de Japón.

GRÁFICO 4
LA BASE MONETARIA EN RELACIÓN CON EL PIB



Nota: Todas las cifras posteriores al cuarto trimestre de 2013 se calculan con el PIB nominal de dicho trimestre.
Fuentes: Oficina del Gabinete; Banco de Japón; FRB; BEA; ECB; Eurostat.

En términos de calidad, el BDJ comenzó a comprar los títulos del gobierno japonés con todos los vencimientos, incluidos los títulos a cuarenta años. Como resultado, el vencimiento residual medio de estas compras se ha más que duplicado, pasando de aproximadamente tres años a cerca de los siete años. Esto es casi equivalente al vencimiento medio de los títulos del gobierno japonés emitidos.

Por otra parte, la compra de los ETF y J-REIT por parte del BDJ explica que sus saldos pendientes en el balance aumenten a un ritmo anual de alrededor de 1 billón y 30.000 millones de yenes, respectivamente. A finales de 2013, alcanzaron 2,5 billones y 140.000 millones al finalizar 2014. Además de esto, el BDJ también compra pagarés de empresas y títulos corporativos; en la actualidad, sus saldos pendien-

tes han llegado a cerca de 2,2 y 3,2 billones de yenes, respectivamente, y se espera que se mantengan en esos niveles.

— Mejorar la comunicación

Bajo la expansión cuantitativa y cualitativa, en BDJ hizo una serie de esfuerzos para que la política monetaria fuera más fácil de entender para el público.

En primer lugar, como veremos en breve y dado que uno de los canales de transmisión más importantes bajo la expansión cuantitativa y cualitativa es un cambio de expectativas, se consideraba crucial demostrar la firme determinación del BDJ de apuntalar su compromiso a través de acciones audaces.

En segundo lugar, el BDJ se centró en transmitir un mensaje

sencillo y claro. Por ejemplo, la expansión cuantitativa y cualitativa fue diseñada para que fuera fácil de recordar como un enfoque «2-2-2»: es decir, el Banco «dobla» la base monetaria para alcanzar la meta de estabilidad de precios en el «2 por 100» en un periodo de «dos años».

Además, el BDJ eligió la base monetaria —la cantidad de dinero que suministra a la economía en su conjunto— como la meta operativa para la expansión cuantitativa y cualitativa. En parte, esto se debió a que dicha base monetaria era mucho más familiar para el público que el saldo de las cuentas corrientes, que había sido la meta operativa adoptada por el BDJ durante la expansión cuantitativa de 2001 a 2006.

El tercer aspecto para facilitar la comunicación consiste en simplificar el marco de la política monetaria, en particular, con respecto a las compras de títulos del gobierno japonés por parte del BDJ. Antes de la expansión cuantitativa y cualitativa, las compras de estos títulos se realizaban en dos tipos de operaciones diferentes: uno realizado en el marco del programa de compra de activos de la expansión monetaria exhaustiva introducido en octubre de 2010 y el otro para facilitar las operaciones del mercado abierto. Aunque conceptualmente estas operaciones son diferentes, se puede argumentar que enfatizar el tamaño total de las compras de estos títulos sería una manera mucho más fácil de comunicar la intención de política del BDJ. Por lo tanto, los sintetizó juntos al introducir la expansión cuantitativa y cualitativa.

Por último, con el fin de implementar una cantidad de compras de títulos del gobierno

japonés excepcionalmente elevada y suministrar base monetaria de manera fluida, el BDJ estableció foros en los que se reforzaba el diálogo con los participantes en el mercado en relación con las operaciones y las condiciones generales del mismo. Además, los miembros del Consejo de Política Monetaria habían dado discursos en varios lugares, tanto en casa como en el extranjero, para facilitar una mejor comprensión y transmitir la intención del BDJ para superar la deflación.

2.2. El mecanismo de transmisión de la expansión cuantitativa y cualitativa

Hay básicamente tres canales mediante los cuales la expansión cuantitativa y cualitativa afecta a la economía y los precios (gráfico 5).

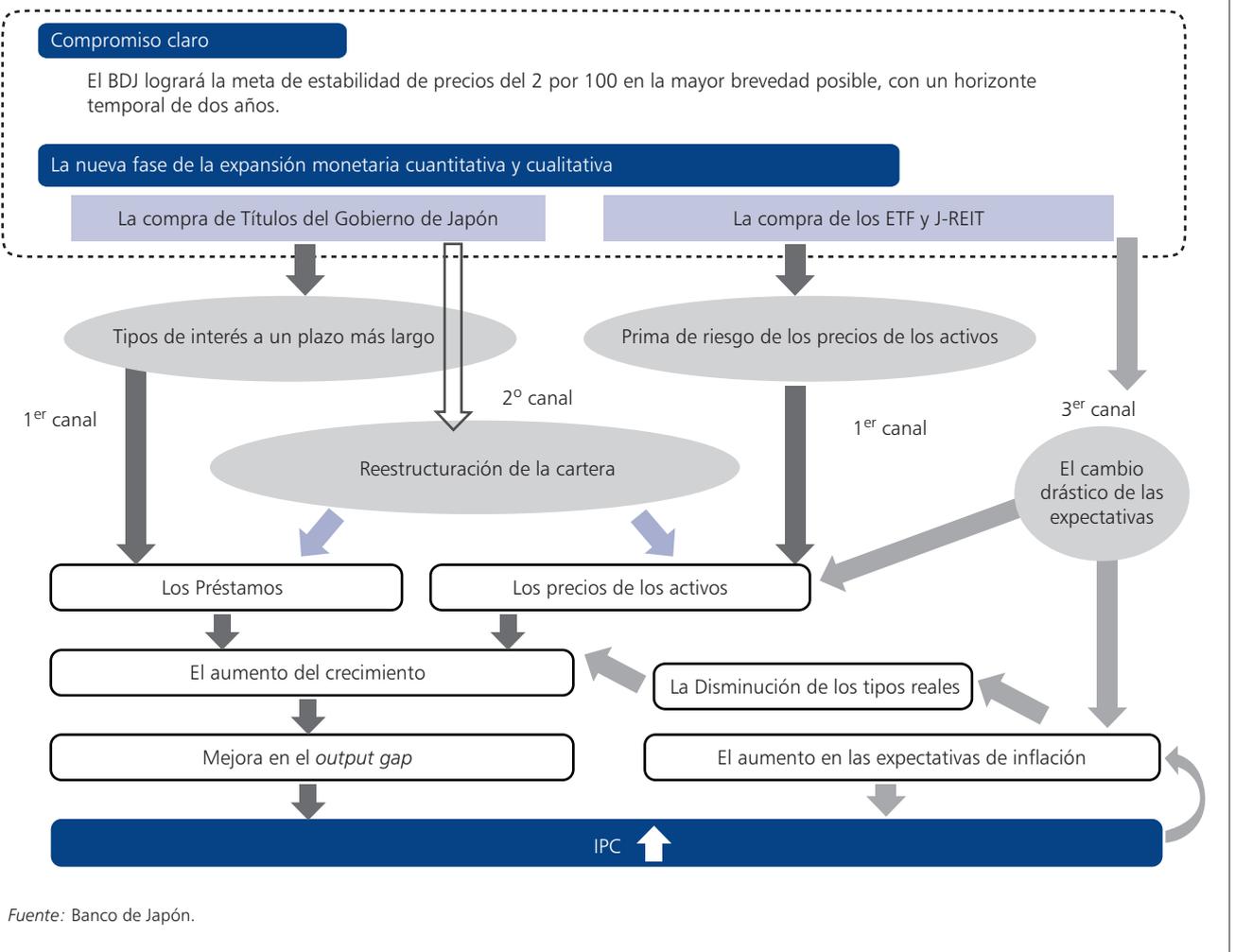
En primer lugar, las compras de los títulos del gobierno japonés, los ETC y los J-REIT contemplan tipos de interés por encima de la curva de tipos de interés y por debajo de las primas de ries-

go de los activos. Ello estimulará la demanda de créditos a través de una disminución en los costes de financiación.

En segundo lugar está el llamado efecto de reestructuración de la cartera de valores. Las compras masivas de los títulos del gobierno japonés por parte del BDJ alientan a los bancos e inversores institucionales a cambiar sus carteras de valores hacia menos de esos títulos y más hacia activos financieros de riesgo incluyendo préstamos.

GRÁFICO 5

EL CANAL DE TRANSMISIÓN DE LA EXPANSIÓN MONETARIA CUANTITATIVA Y CUALITATIVA



En tercer lugar está el cambio en las expectativas. El compromiso claro del BDJ para la consecución de la meta de estabilidad de precios en el 2 por 100 a la mayor brevedad posible, apuntado por una dramática expansión de su balance, debe cambiar las expectativas de los mercados, las empresas y los hogares. En la formulación de las expectativas de inflación, lo que importa no es solo el elemento del futuro sino también un elemento de adaptación retrospectivo. El primero se basa en el compromiso y las acciones del BDJ, y el segundo se ve reforzado por la serie temporal de los incrementos en la tasa de inflación observada durante la progresión de la expansión monetaria agresiva.

La comparación de estos canales con los explicados anteriormente en la expansión monetaria exhaustiva, la cuantitativa y cualitativa tiene la intención de ejercer mayores efectos en el canal de las expectativas. Este énfasis en un cambio de las expectativas es uno de los elementos más importantes que diferencia fundamentalmente esta última expansión a las anteriores políticas del BDJ. En una situación en la que la inflación sigue aumentando, las expectativas de inflación mantienen su tendencia alcista debido tanto a un elemento retrospectivo como a uno hacia el futuro.

Por último, como se ha comentado en la sección IV.2 sobre

los mecanismos de crédito, el BDJ los amplió en febrero de 2014 para apoyar las iniciativas de las instituciones financieras y aumentar los préstamos. Mientras el motor principal de política monetaria del BDJ es la expansión cuantitativa y cualitativa, estos instrumentos están diseñados para reforzar el mecanismo de transmisión de dicha política.

VI. RETOS FUTUROS

Después de la crisis financiera mundial, el Banco de Japón mantuvo la estabilidad financiera recurriendo a una serie de instrumentos políticos. Algunos fueron ejecutados en conjunto con otros bancos centrales, mientras que otros se llevaron a cabo por su propia iniciativa para combatir la deflación. Más recientemente, en abril de 2013, el BDJ comenzó la expansión cuantitativa y cualitativa. Desde entonces se ha observado una evolución favorable de la actividad económica y los precios; es justo decir que ha avanzado con la aproximación del desafío a largo plazo de superar la deflación corrosiva que había arraigado en la economía de Japón a lo largo de casi quince años. Sin embargo, todavía existen retos.

En primer lugar, el desafío sin precedentes del BDJ para lograr la finalidad de la estabilidad de precios en el 2 por 100 está por cumplir a día de hoy. Se está a la mitad del camino y se busca

constantemente la expansión cuantitativa y cualitativa, que es de suma importancia para cumplir el reto de superar la deflación. El BDJ seguiría estando fuertemente comprometido con la eliminación de la deflación de una vez por todas. En este sentido, examinará los riesgos tanto al alza como a la baja de la actividad económica y los precios, y hará los ajustes que correspondan. Se seguirá adoptando la postura de hacer cuanto se pueda para lograr la estabilidad de precios en el 2 por 100.

En segundo lugar, hace falta una salida de las políticas no convencionales. En esta coyuntura, es prematuro hablar de cuándo y cómo el BDJ debe salir de la expansión cuantitativa y cualitativa, pero una cosa que sí es segura es que cuenta con una gran variedad de herramientas y muchas maneras de salir de ella. Por ejemplo, el reembolso de la cartera de los títulos del gobierno japonés y el ascenso del tipo de interés sobre el exceso de reservas se podrían considerar como posibles instrumentos. No obstante, la combinación real y la secuencia de estas herramientas dependerá sin duda alguna de la evolución de la economía, los precios y los mercados financieros en el momento de la salida. En cualquier caso, el BDJ está equipado con una amplia gama de instrumentos operativos y realizará sus máximos esfuerzos para cumplir con el mandato de la meta de estabilidad de precios.

Resumen

Este artículo resume los cambios recientes en los objetivos y estrategia de política monetaria de la Reserva Federal. También se describen los elementos teóricos que subyacen a dos tipos de medidas no convencionales de política monetaria: orientación futura (que analiza el desarrollo de la política sobre tipos de interés) y las adquisiciones de activos a gran escala (transacciones que realiza el banco central en activos ajenos a las operaciones tradicionales de mercado abierto). Se repasa la evidencia empírica actual que sostiene la efectividad de estas políticas no convencionales y se exponen dos retos fundamentales para el futuro de los bancos centrales. En primer lugar, el reconocimiento de que algunas de las posibles ventajas de estas medidas dependerán del poder de comunicación del banco central con relación al desarrollo futuro de su política. Y en segundo lugar, la aparición de nuevos métodos que integren la política monetaria y las medidas de estabilidad financiera como consecuencia de la investigación llevada a cabo así como de la experiencia obtenida.

Palabras clave: política monetaria, bancos centrales, política monetaria no convencional, Reserva Federal.

Abstract

This paper summarizes recent changes in Federal Reserve monetary policy goals and strategy. It also describes the theoretical elements underlying two types of unconventional monetary policy actions: *forward guidance* regarding the path of the interest rate policy; and *large scale asset purchases*—i.e., central bank transactions in assets outside traditional open market operations. The paper surveys existing empirical evidence that supports the effectiveness of these unconventional policies. The paper ends by noticing two major challenges for the future of central banking. First, the acknowledgment that some of the benefits of these policies will depend on central bank's communication regarding the future course of monetary policy. And, second, research and experience will yield subsequent improvement in frameworks for monetary policy and financial stability policies as well as suggesting new ways to better integrate the two.

Key words: monetary policy, central banks, unconventional monetary policy, Federal Reserve.

JEL classification: E52, E58.

UNA REVISIÓN DE LOS CAMBIOS RECIENTES EN LA POLÍTICA MONETARIA DE LA RESERVA FEDERAL (*)

J. David LÓPEZ-SALIDO

Federal Reserve Board

«... Respecto a la Gran Depresión. Estáis en lo cierto [en referencia a Milton Friedman y Anna Schwarz], nosotros la creamos. Y por ello lo sentimos mucho. Pero, gracias a vosotros, no lo volveremos a hacer».

BEN BERNANKE, 2002 (1)

«Aumentando directamente las reservas (los últimos activos líquidos, los activos seguros) se incrementa la oferta de 'calidad' y aminora la necesidad que se percibe de reducir el gasto [...]. La política monetaria tal como la aplica Mr. Bernanke ha supuesto la medida anti-recesión más útil que se ha adoptado hasta la fecha...».

ROBERT E. LUCAS, 2008 (2)

I. INTRODUCCIÓN

La respuesta en forma de medidas adoptadas en todo el mundo ante la convulsión financiera y la recesión económica de los últimos seis años ha mostrado una variada gama de recursos. En el terreno fiscal, algunos países han optado por ofrecer estímulos fiscales tradicionales en forma de aumentos discrecionales en el gasto acompañados de reducciones fiscales. Además de este estímulo general, algunos países han destinado fondos para ayudar a la recapitalización de sus sistemas bancarios. En el terreno monetario, el papel de prestamista de última instancia que ha desempeñado tradicionalmente el banco central ha sido ejecutado de forma certera por los bancos centrales más importantes del mundo; en Esta-

dos Unidos, adicionalmente, se amplió el acceso a una línea o «ventanilla» de descuento a un conjunto más extenso de instituciones. No obstante, son las medidas de política monetaria adoptadas con el objetivo específico de facilitar la estabilidad macroeconómica, en lugar de centrarse en ayudar al funcionamiento ordinario del mercado financiero, las que nos interesan y de las que tratamos en este artículo. Consideramos que existen dos tipos de medidas: la orientación futura (*forward guidance*) de tipos de interés a corto plazo, y las *políticas monetarias no convencionales*, esto es, las transacciones que realiza el banco central en activos y que son ajenas a las operaciones tradicionales de mercado abierto.

Estas dos medidas de política, una de orientación futura y otra basada en operaciones monetarias no convencionales, han sido utilizadas en varias ocasiones por varios bancos centrales nacionales en décadas pasadas. No obstante, el papel de cada una de estas medidas ha constituido un punto crucial dentro del debate sobre la política actual en Estados Unidos, de forma especial desde que el tipo de interés oficial alcanzó su límite más bajo a finales de 2008. Con la posibilidad ya difuminada de bajar aún más los tipos de interés a corto plazo, la pregunta que toca hacerse ahora es: ¿Qué puede y debe hacer la política monetaria con un límite inferior o igual a cero? El enfoque

de orientación futura sugiere que los responsables de diseñar estas medidas deberían reforzar sus intenciones de mantener los tipos de interés nominales en un nivel bajo durante las etapas iniciales de la recuperación económica. Con una demanda agregada basada en expectativas futuras, un compromiso de este tipo podría suponer un estímulo para la economía, reduciendo la trayectoria prevista para los tipos de interés reales.

Las medidas monetarias no convencionales han tenido un papel predominante en la respuesta de política que se adoptó como primer paso durante el año 2009, tanto por parte de la Reserva Federal como por el Banco de Inglaterra (3). Tal como destacó Bean (2009), estos bancos centrales «han comprado activos tanto de gobiernos como del sector privado, aunque aplicando diferentes enfoques, reflejando parcialmente las diferentes estructuras de los mercados financieros». Las adquisiciones realizadas por el Banco de Inglaterra se han concentrado en títulos de deuda pública (*gilts*) a más largo plazo; el programa de adquisiciones de la Reserva Federal de activos a gran escala (*Large-Scale Asset Purchase*, LSAP) comenzó con, y en gran parte consistió en, adquisiciones de activos negociables asociados a préstamos hipotecarios (títulos de deuda de las agencias gubernamentales y valores con garantías hipotecarias), aunque también ha introducido un programa por valor de 300.000 millones de dólares basado en adquisiciones de títulos a largo plazo del Tesoro de Estados Unidos. Tal como se describió en la declaración del Federal Open Market Committee (FOMC) con fecha de 18 de marzo de 2009, las adquisiciones de deuda hipotecaria fueron diseñadas con

el fin de «ofrecer un mayor respaldo a los mercados de préstamos hipotecarios y al mercado inmobiliario», a la vez que las adquisiciones de bonos del Tesoro fueron diseñadas para «ayudar a la mejora de las condiciones de los mercados de crédito privado». Esta referencia a «mercados de crédito privado» sugiere que las operaciones con deuda del Tesoro a largo plazo tenían la intención de ejercer presión a la baja no solo en los tipos oficiales a largo plazo, sino quizá de manera más notoria sobre los tipos de bonos corporativos privados. Estas mismas razones sirvieron como base para explicar las adquisiciones de valores del Tesoro británico a largo plazo que se realizaron en el Reino Unido. En ambos países, se puede pensar por tanto que las políticas no tradicionales llevadas a cabo se han utilizado como reacción ante el límite inferior en los tipos de interés a corto plazo (*Zero Lower Bound*, ZLB) desviando la atención hacia aquellos tipos de interés relevantes (a largo plazo) que existen en la economía y que son aún positivos, así como realizando adquisiciones con la intención de ejercer una presión a la baja sobre estos tipos de interés.

La puesta en marcha conjunta sobre la orientación futura de la política monetaria y las adquisiciones no tradicionales de activos pueden justificarse sobre la base de que los responsables de estas políticas desean hacer uso de todos los instrumentos a su disposición a la hora de enfrentarse a una situación de ZLB y necesitan dar estímulos a la economía. De cualquier modo, este artículo intenta ir más allá para abarcar un análisis completo de estos instrumentos en relación con los cambios fundamentales llevados a cabo por la Reserva Federal en el marco de su política moneta-

ria. Estos cambios reflejaron tanto una respuesta al giro adoptado por los economistas en su concepción del método más efectivo para implementar una política monetaria así como una respuesta a los retos específicos que la crisis financiera y su desarrollo posterior planteaban, en especial, a la situación de límite inferior en los tipos de interés. En conjunto, la Reserva Federal se ha acercado a «objetivos de inflación flexible» aunque el enfoque de la Reserva Federal difiera en aspectos relevantes de una implementación estricta al incluir un enfoque con dos objetivos diferentes a la vez que utiliza un horizonte flexible a partir del cual estas medidas tienen como propósito cumplir estos objetivos.

La sección II resume los cambios recientes en las metas y estrategia en materia de política monetaria llevados a cabo por la Reserva Federal. En la sección III analizaremos los elementos teóricos que sustentan los dos tipos de medidas no convencionales en política monetaria: la política sobre la orientación futura (*forward guidance*) que hace relación a la trayectoria de las políticas sobre tipos de interés; y las adquisiciones de activos a gran escala, esto es, las transacciones que realiza el banco central en activos ajenos a las operaciones de mercado abierto. La sección IV analiza la evidencia que sostiene la efectividad de estas políticas no convencionales. La sección V finaliza exponiendo dos retos fundamentales para el futuro de la banca central. En primer lugar, el hecho de reconocer que algunas de las posibles ventajas de estas medidas dependerán de cómo los mercados financieros, los hogares y las empresas entiendan la forma de comunicarse del banco central sobre los pasos adoptados

en política monetaria. Y, en segundo lugar, el trabajo de investigación así como la experiencia obtenida habrán de ofrecer mejoras posteriores del marco de la política monetaria y de la estabilidad financiera y podrán sugerir nuevos métodos para integrar estos dos aspectos.

II. LOS ELEMENTOS DEL MARCO DE POLÍTICA MONETARIA

Podemos considerar que un marco de política monetaria de un banco central se compone de cuatro elementos diferentes (4):

a) El primer elemento sería el objetivo u objetivos de política del banco central y el periodo de tiempo en el cual se pretenden cumplir dichos objetivos. Por ejemplo, un objetivo de un banco central basado en un esquema estricto de metas de inflación sería obtener una inflación con un nivel numérico concreto y con un horizonte temporal concreto (quizá 2 puntos porcentuales en un periodo de dos años).

b) El segundo elemento es el instrumento o conjunto de instrumentos que el banco central utilice para promover estos objetivos. Este instrumento, al menos en una etapa normal de la economía, consistiría probablemente en un objetivo fijado para un tipo de interés específico a corto plazo, el cual se implementaría por medio de un conjunto estándar de operaciones de mercado abierto.

c) El tercer punto supone la estrategia que el banco central desarrolle cuando estén utilizando estos instrumentos. La estrategia para utilizar este instrumento podría formar parte de

la regla de política que vincule los cambios en los instrumentos con los cambios en los objetivos.

d) El cuarto elemento supone la variedad de medios de comunicación que el banco central utilice para transmitir al público información acerca de sus decisiones, intenciones y compromisos adquiridos. Por ejemplo, publicar informes (sobre la inflación) de forma regular; o las Actas donde se reflejen los debates mantenidos acerca de las decisiones de política a adoptar, o también más información cuantitativa relativa a la trayectoria prevista de las variables objetivo, así como el instrumento.

Los cambios que la Reserva Federal ha llevado a cabo desde mediados de la década pasada contemplan las cuatro categorías detalladas más arriba. En primer lugar, el FOMC ha identificado muy claramente sus objetivos, ofreciendo para ello una interpretación numérica concreta de sus objetivos (estatutarios) en cuanto a la estabilidad de precios (5). En segundo lugar, ante la situación en la que se encuentra su instrumento de política tradicional, que ha consistido en un nivel objetivo para los tipos de los fondos federales, y que estaba limitado por su límite inferior desde finales de 2008, la Reserva Federal ha empezado a emplear instrumentos no tradicionales. Concretamente, el FOMC ha empleado una versión reforzada de la política de orientación futura vinculada a la trayectoria de los tipos de los fondos federales, además de realizar adquisiciones de valores a más largo plazo con el objetivo de ejercer una presión a la baja en los tipos de interés a largo plazo. En tercer lugar, el Comité ha realizado cambios en su estrategia para implemen-

tar su política. En concreto, ante un escenario con el tipo de interés de los fondos federales limitado por su límite inferior y con unos resultados inciertos de sus políticas no convencionales, el Comité ha decidido establecer objetivos a alcanzar, comunicando los resultados que desea alcanzar en términos de empleo e inflación y ofreciendo garantías de que va a llevar a cabo los pasos necesarios para alcanzar estos objetivos. Finalmente, la Reserva Federal ha ampliado, en gran medida, sus vías de comunicación con el público. Estas mejoras en la comunicación incluyen un mayor volumen de información que se proporciona mediante informes posteriores a las reuniones; una declaración explícita exponiendo los objetivos a plazo más largo así como la estrategia política del Comité; un Resumen de Proyecciones Económicas (*Summary of Economic Projections*, SEP) cuatrimestral en el cual se ofrece información sobre las previsiones que definen los miembros del FOMC acerca de las variables económicas más relevantes, sus opiniones acerca de los riesgos que amenazan a estas previsiones, así como sus valoraciones sobre la orientación más adecuada que ha de tomar la política monetaria. Finalmente, se realizan también conferencias de prensa posteriores a las reuniones trimestrales por parte del Presidente.

Estos cambios en el marco de la política monetaria son consecuencia de una serie de factores. Incluso con anterioridad a la crisis financiera, el Comité ya se encontraba trabajando para mejorar su comunicación con el público como respuesta a los estudios en economía monetaria que destacaban que una comunicación exitosa podría conseguir una política monetaria más efectiva

(Yellen, 2012). Posteriormente, tras desatarse la crisis, la Reserva Federal desarrolló y puso en práctica nuevas herramientas y mejoró sus canales de comunicación con el fin de dar un mayor acomodo a su política monetaria y de este modo contribuir a la recuperación económica. Muchos de estos cambios se desarrollaron de forma gradual, a medida que el Comité analizaba minuciosamente las ventajas y los costes potenciales y trabajaba en pos de alcanzar un consenso en relación con los cambios específicos en su política. De manera concreta en lo que respecta a sus comunicaciones, es importante tener en cuenta que todos estos cambios suponen una continuación de algunos avances anteriores, incluyendo la introducción de informes posteriores a las reuniones en 1994, el anuncio del «balance de riesgos» tras las reuniones del FOMC en 2000, así como la publicación de las actas del FOMC desde el año 2006 en adelante (6).

III. HERRAMIENTAS PARA CLARIFICAR LOS OBJETIVOS Y LA ESTRATEGIA DE LA POLÍTICA MONETARIA

En los últimos años, el Comité ha dado pasos para mejorar la comprensión por parte del público de sus objetivos de política (cuadro n.º 1) (7). Por supuesto, dichos objetivos se fijan en última instancia en el Congreso a través de la Ley de Reserva Federal (Federal Reserve Act), la cual estipula que el mandato de la Reserva Federal es «promover de forma efectiva los objetivos de pleno empleo, estabilidad de precios, así como tipos de interés a largo plazo moderados» (Federal Reserve Act, artículo 2a). De forma general, el Comité ha considerado que unos tipos de interés a largo plazo moderados serían una consecuencia lógica de cumplir con sus objetivos de pleno empleo y estabilidad de precios; de manera que, muchas veces, los responsables políticos se refieren al «mandato dual» (Mishkin, 2007).

Tras la crisis financiera, con un escenario de riesgo de inflación muy bajo o incluso de deflación, acompañado de una tasa de empleo muy lejos de su nivel máximo, los beneficios potenciales de mejorar la comunicación en cuanto a los objetivos del Comité eran evidentes. No solo un nivel de comunicación más fluido contribuiría a mejorar la efectividad de la Reserva Federal, sino que también podría ayudar a mejorar los resultados económicos mediante el afianzamiento de las expectativas de inflación, contribuyendo de este modo a evitar un declive adicional no deseado de la inflación y permitiendo al FOMC adoptar medidas más agresivas para poder enfrentarse a la crisis.

— *Resumen de Proyecciones Económicas (Summary of Economic Projections, SEP)*

Un primer paso hacia obtener una mayor claridad en las comunicaciones se produjo con la in-

CUADRO N.º 1

INNOVACIONES RECIENTES EN LAS COMUNICACIONES DE LA RESERVA FEDERAL SOBRE LOS OBJETIVOS Y LA ESTRATEGIA DE LA POLÍTICA MONETARIA

Fecha	Innovación	Finalidad
Diciembre de 2005	Reducción del tiempo de publicación de las actas a tres semanas	Proporcionar información puntual sobre las diversas visiones de los miembros del Comité
Noviembre de 2007	Resumen sobre las Proyecciones Económicas (SEP)	Ofrecer información sobre la perspectiva del Comité sobre la economía
Enero de 2009	Incorporación de previsiones a más largo plazo en el SEP	Ofrecer información sobre los objetivos a largo plazo del Comité
Abril de 2011	Conferencias de prensa posterior a la reunión del FOMC	Ofrecer información más exhaustiva y puntual sobre las decisiones y visiones del Comité
Enero de 2012	Incorporación del tipo de interés de los fondos federales al SEP	Ofrecer información sobre las expectativas del Comité en relación con la política monetaria
Enero de 2012	Establecimiento de objetivos a largo plazo y de la estrategia de la política	Ofrecer información sobre la valoración del Comité de la inflación consistente con su mandato dual, y la tasa de desempleo normal a largo plazo

Fuente: Federal Reserve Bank System.

corporación del Resumen de Proyecciones Económicas (SEP) en noviembre de 2007. El SEP ofrece información detallada sobre las previsiones aportadas por todos los miembros del FOMC (los siete miembros que forman la Junta de Gobernadores y los doce presidentes de la Reserva Federal) tras la valoración de cada participante de cuál sería la política monetaria más adecuada (8). Estas previsiones incluyen cuatro variables clave que reflejan las bases del llamado «mandato dual» del Comité: el crecimiento real del PIB, la tasa de desempleo, así como la inflación general y la inflación subyacente (medida con el índice de precios de consumo privado). En principio las previsiones abarcaron un periodo de tres años. Una ventaja importante que conllevaba un horizonte temporal tan relativamente largo en las previsiones del SEP es que se proporcionaba información útil sobre los objetivos a largo plazo del Comité en términos de desempleo e inflación. Tres años suele ser, al menos en momentos normales de la economía, un periodo bastante extenso como para que una política monetaria ejerza cierta influencia sobre la economía, por lo que las previsiones sobre desempleo e inflación a tres años vista se acercarían presumiblemente a los objetivos a largo plazo establecidos por el Comité y la previsión del crecimiento real del PIB se acercaría también a las estimaciones de los participantes sobre el crecimiento potencial de la economía. A estas ventajas que conllevaba el SEP hay que añadir mejoras posteriores gracias a la introducción en 2009 de previsiones «a largo plazo» que se definían como «la valoración que cada participante otorgaba a la tasa a la que se esperaba convergieran todas las variables con una política monetaria adecuada y en ausencia de

otras perturbaciones en la economía». Esta información adicional proporcionaba pruebas muy evidentes respecto a los objetivos a largo plazo de cada uno de los participantes, pruebas que resultaron muy útiles tras la crisis financiera, cuando las tasas de desempleo y de inflación quedaron muy lejos de los niveles deseados por el Comité y cuando se calculó que se tardaría más de tres años en volver a sus valores de largo plazo.

— Una visión consensuada sobre los objetivos a largo plazo

El siguiente paso clave para poder mejorar la comunicación del Comité sobre sus objetivos fue la publicación, en enero de 2012, de la Declaración del Comité sobre Objetivos a Largo Plazo y Estrategia sobre Política Monetaria (9). Esta declaración, por primera vez, ofrecía un valor numérico y explícito para el objetivo de inflación, afirmando que «el Comité juzga que una inflación del 2 por 100, medida con las variaciones en el índice de precios de los gastos en consumo privado, concuerda más en un horizonte temporal de largo plazo con el mandato legal de la Reserva Federal». El establecimiento de un objetivo a largo plazo para la inflación del 2 por 100 tras muchos años de debate en el Comité reflejaba la valoración de una serie de factores (Bernanke 2012b). De manera más obvia, un objetivo de inflación numérico y explícito estabilizaría las expectativas de inflación y mejoraría los resultados y la imagen del banco central (10).

El Comité se mostró menos preciso en cuanto a su objetivo de empleo a largo plazo. La lógica económica que rige este objetivo es bastante convincente. Tal y como se refleja en su informe, el nivel máximo de empleo de-

pende de un conjunto de factores no monetarios, como por ejemplo la estructura demográfica, la educación y la formación, la tecnología, así como la estructura del mercado laboral, todos ellos factores difíciles de cuantificar y susceptibles de cambiar con el paso del tiempo. Aun así, el Comité destacó que el SEP proporciona información sobre la tasa normal de desempleo a largo plazo, y señalaba la tendencia de este valor como un modo de ofrecer información de una manera flexible sobre sus expectativas de desempleo y del mercado laboral. Este enfoque de mayor flexibilidad permitía al Comité evitar riesgos no deseados que pudieran surgir cuando los diferentes indicadores en el mercado laboral apuntaran en direcciones diferentes, estabilizándose a lo largo del tiempo y ofreciendo una orientación muy clara sobre el enfoque del Comité.

Finalmente, en enero de 2012, el Comité incluyó en el SEP las valoraciones de cada miembro sobre la trayectoria de los tipos de interés de los fondos federales que consideraba apropiada y compatible con sus previsiones económicas, así como con información cualitativa sobre la trayectoria más adecuada del balance de la Reserva Federal. Esta información puede servir de ayuda para que el público comprenda el enfoque y las medidas a adoptar por parte de los miembros del Comité para responder a perturbaciones importantes en la economía.

— Informes Post-FOMC

Tras cada reunión del FOMC se publicaba un Informe que proporciona información sobre el modo en el cual el Comité iba a poner en práctica sus políticas con el objeto de conseguir sus

dos objetivos macroeconómicos. El Comité advertía que los objetivos de máxima creación de empleo y de estabilidad de precios suelen complementarse, por lo que establecer una inflación baja y estable era beneficioso para la consecución de una creación máxima de empleo, e igualmente, las desviaciones respecto de los objetivos de creación máxima de empleo dificultaban la estabilidad de precios. No obstante, en aquellas circunstancias en las que estos dos objetivos no se complementaban, como por ejemplo en una situación de convulsiones importantes en los precios de las materias primas, el Comité afirmaba que realizaría a continuación un «planteamiento equilibrado» para conseguir estos objetivos y tendría en cuenta el grado de dichas desviaciones de los objetivos de empleo e inflación, así como el horizonte temporal en el que preveía que dichos objetivos volvieran a los niveles fijados durante el mandato en cuestión, a la hora de determinar la orientación adecuada de la política monetaria. Por último, este informe ofrece información sobre la situación económica y financiera, pero a la vista del uso de la política de orientación futura y de adquisición de activos, ahora se mantienen debates más extensos sobre la orientación a seguir en política monetaria sobre las condiciones existentes para la política futura.

— Otros canales de comunicación

Además del SEP, la Declaración sobre Objetivos a Largo Plazo y sobre Estrategia de Política, y los Informes del FOMC, el Comité ha hecho uso de otras herramientas para mejorar la comprensión por parte del público de sus objetivos y de su estrategia de política.

a) *Las Actas*. En 2005, el Comité adelantó el plazo para la publicación de las actas de las reuniones para poder ofrecer información más actualizada tanto de las razones que sustentaban las decisiones del Comité como de las diferentes opiniones que sostenían todos los participantes.

b) *Conferencias de Prensa Post-FOMC*. En 2011, la Reserva Federal ofreció las conferencias de prensa posteriores a las reuniones con una asiduidad de cuatro veces al año. Las conferencias de prensa tenían la intención de «mejorar aún más la claridad y la puntualidad de las comunicaciones sobre política monetaria que ofrecía la Reserva Federal» (Reserva Federal, 2001).

Todos estos cambios, al igual que las herramientas de comunicación más habituales, como por ejemplo los discursos y las declaraciones en el Congreso, han permitido a la Reserva Federal ofrecer detalles y matices adicionales acerca de sus intenciones de política, además de dar a entender de forma más clara las diferentes opiniones que se sostienen dentro del Comité.

IV. NUEVAS HERRAMIENTAS DE POLÍTICA MONETARIA

La respuesta global a la inestabilidad financiera y la crisis económica de los últimos seis años ha consistido en diversos elementos. No obstante, en este artículo nos centramos en las acciones emprendidas de política monetaria para lograr una estabilización macroeconómica, y no en aquellas encaminadas a ayudar al funcionamiento de los mercados financieros (11). Nos concentraremos en dos tipos de acciones: la orientación futura (*forward guidance*) en relación con las po-

líticas sobre los tipos de interés a corto plazo; y las *políticas monetarias no convencionales* con transacciones que realizan los bancos centrales con activos en operaciones distintas a las ejecutadas en las operaciones de mercado abierto.

Así, el conjunto de cambios en el marco de la política monetaria de la Reserva Federal consiste en la introducción de herramientas no convencionales y en el consecuente incremento de las comunicaciones en relación con su uso. A finales de 2008, con el tipo de interés de los fondos federales en su límite inferior, el Comité introdujo dos herramientas no convencionales: el *forward guidance*, en relación con el tipo de los fondos federales, y la compra de activos a gran escala (LSAP). Ambas herramientas exigían informar sobre las posibles acciones futuras del Comité, y esa información ha ido variando con el tiempo a medida que el Comité ha ido aumentando su conocimiento sobre dichas herramientas.

Antes de comentar estas dos nuevas herramientas tan relevantes en una situación de ZLB, puede resultar adecuado darle al lector un breve resumen sobre la importancia de las reglas de política monetaria. Esto ayudará a entender los fundamentos de estas nuevas herramientas que se utilizan por muchos bancos centrales y en las que la Reserva Federal es pionera.

1. Un resumen sobre las reglas de política monetaria en «tiempos normales»

1.1. Reglas sencillas

Las reglas sencillas han captado un gran interés porque pue-

den ofrecer un valor de referencia claro y fácil de entender para realizar ajustes en el tipo de interés a corto plazo. Una regla de política debe satisfacer el principio de Taylor, es decir, que en el caso de que se produzca un incremento en la tasa de inflación de un «x» por 100, el tipo de interés nominal ha de aumentar en más de un «x» por 100 (Taylor, 1999). Los demás aspectos relativos al diseño y calibración de una regla de política determinan, principalmente, la variabilidad de la inflación, el uso de los recursos y los tipos de interés que se buscarán con la regla de política. Dada la incertidumbre y el desacuerdo en lo referente a la verdadera estructura de la economía, la solidez de las reglas en distintos modelos macroeconómicos es una característica crucial y ha sido objeto de numerosos estudios. La literatura sobre este y otros temas relacionados con reglas sencillas (recientemente revisada por Taylor y Williams, 2011) ha identificado distintas características que rigen su comportamiento en varios modelos convencionales. La consecuencia que se extrae de la literatura es que optimizar una regla complicada para obtener mejores resultados en un modelo concreto puede lograr resultados muy pobres cuando se evalúa en otros modelos convencionales. Sin embargo, la literatura ha identificado una gran variedad de reglas sencillas que son robustas en el sentido de que se comportan bien en diversos modelos. Tres son los puntos clave que determinan las implicaciones de una regla sencilla en los resultados económicos: 1) ¿qué peso hay que darle al diferencial de producción (*output gap*)?, 2) ¿cuánta inercia o dependencia en la historia ha de mostrar la regla? y 3) ¿los argumentos de la regla deberían ser valores realizados o previsiones?

— *¿En qué medida deben responder las reglas al nivel del output gap?*

La respuesta más adecuada a la cuestión del *gap* de producción depende, de forma importante, de cómo decidan los responsables de política «equilibrar» los elementos del mandato dual. Para un modelo concreto, una respuesta más agresiva respecto de la utilización de recursos puede ayudar a estabilizar la actividad económica y la inflación, en respuesta a oscilaciones adversas en la demanda agregada. No obstante, los cambios repentinos en la inflación y en la oferta pueden generar una solución intermedia: una respuesta más agresiva al *output gap* incrementará la volatilidad de la inflación incluso aunque se reduzca la volatilidad del *output gap*. Por este motivo, la elección del coeficiente de utilización de recursos en una norma sencilla consiste, básicamente, en cuantificar el término «enfoque equilibrado» en la declaración consensuada. La mayoría de trabajos basados en modelos se han abstraído de las dificultades que supone la medición de la utilización de los recursos, y han demostrado que tener en cuenta los problemas reales de dicha medición tiende a reducir la respuesta al *gap* de producción. La solución más categórica al problema de medir el *gap* de producción sería utilizar una regla que no respondiera al nivel del *gap* en absoluto. Por ejemplo, la regla de la primera diferencia responde al cambio en el diferencial de producción, y no al nivel del *gap*. En términos generales, el cambio en el *gap* refleja principalmente los *cambios en la producción*, por lo que permanece bastante invariable ante una mala medición del potencial de producción (12).

— *¿Qué ocurriría si la regla tuviera en cuenta la dependencia de la historia o la inercia?*

Las reglas sobre el comportamiento inercial de los tipos de interés en las que el tipo de los fondos federales «retardado» entra en la regla, dan importancia a los acontecimientos ocurridos hace unos trimestres para establecer los tipos de interés actuales (y, por lo tanto, incluyen una especie de «dependencia de la historia»). Un nivel relativamente alto de inercia parece ser coherente con un nutrido número de documentos empíricos que valoran la función de reacción de la Reserva Federal en el periodo posterior a 1979 —tal y como apuntan las evidencias de Taylor (1999)—. Sin embargo, cabe señalar que reglas sencillas podrían conseguir resultados considerablemente mejores en el entorno actual, con un límite inferior del tipo de interés a corto plazo, si integran un grado de inercia más elevado. Como trataremos más adelante, en determinadas condiciones, una respuesta óptima en presencia del límite inferior igual a cero exige tener en cuenta resultados pasados; es decir, tras una recesión profunda y un periodo largo con el límite inferior igual a cero, esa política prometería mantener los tipos de interés reales relativamente bajos en el futuro —permitiendo que la inflación no cayera o incluso aumentara temporalmente— para reducir los tipos de interés reales a largo plazo y acercar la utilización de recursos, el desempleo y la inflación a sus objetivos a corto plazo. Así, una regla con un grado elevado de inercia capturaría de alguna manera esta dependencia de la historia.

Las reglas que consideran una inercia relativamente alta en el

escenario actual de los tipos de interés pueden obtener beneficios relevantes, especialmente en los modelos en que las expectativas sobre los acontecimientos futuros desempeñan un papel importante, es decir, en los modelos en que las condiciones financieras, el gasto y la inflación dependen de los tipos de interés a largo plazo, los ingresos previstos y la inflación prevista (13). Lo que resulta aún más interesante cuando la política monetaria muestra inercia es que un cambio en el tipo de interés de los fondos federales hoy anticipa un cambio persistente en la orientación de la política y, así, provocará fuertes reacciones de los tipos de interés a medio y largo plazo y de otros precios de activos (siendo, de forma parcial, el fundamento subyacente de la «política de tipos más bajos durante más tiempo» que mantiene el tipo de interés a cero en un determinado horizonte) (14). Pero para obtener los beneficios de la dependencia en la historia el banco central tendrá que convencer a los participantes en el mercado financiero, hogares y empresas, de que sus planes de seguir fiel a la regla se llevarán realmente a cabo. Dado que las reglas basadas en la inercia en ocasiones conllevan el sobrepasar o no alcanzar los objetivos de desempleo o inflación, puede resultar un reto mantener la credibilidad necesaria para alinear las expectativas con las intenciones del FOMC (15).

— *¿Uso de valores contemporáneos o de previsiones en la regla?*

Finalmente hablaremos ahora de si los términos que aparecen en una regla han de ser valores contemporáneos o previsiones del *output gap*, la inflación y otras variables. Dado que las medidas del *gap* de producción tien-

den a evolucionar de forma suave, y dado que nuestra capacidad para predecir los movimientos del *output gap* a medio plazo es limitada, se obtiene poca ventaja utilizando valores contemporáneos o previsiones a un trimestre del *output gap*. Sin embargo, el carácter volátil de las medidas de precios hace que la situación con inflación sea en cierta medida distinta. El banco central puede utilizar las previsiones sobre la inflación a medio plazo para quitar fluctuaciones transitorias causadas por elementos volátiles, o utilizar la tasa de inflación subyacente como sustituto del componente previsible de la inflación. Los estudios sugieren que la primera aproximación no ofrece una clara ventaja sobre la segunda en relación con los resultados de las reglas sencillas, e incluso puede llegar a tener resultados no deseados en algunos casos (Taylor y Williams, 2011). Sin embargo, si el banco central tuviera que aumentar la importancia de las reglas en sus comunicaciones externas, cada uno de estos enfoques para responder a la inflación plantearía problemas. Por un lado, vincular la política solo a las previsiones subjetivas de los responsables de la política podría llevar a que una parte del público se cuestionara la credibilidad de los fundamentos de la política anunciada. Por otro lado, vincular la política a cualquier medición de la inflación distinta de la inflación general podría suscitar confusión sobre el objetivo real de la política.

— *Límites de las reglas sencillas: hacia unos objetivos de inflación flexibles*

Los académicos y responsables de política han visto muy a menudo que las propuestas de las reglas sencillas suponían valores de referencia útiles para establecer el

tipo de interés de los fondos federales. Pero la teoría y la evidencia disponibles sobre reglas sencillas analizan las implicaciones de dichas normas cuando el tipo de interés se encuentra lejos del límite inferior efectivo. Desgraciadamente, según estudian English, López-Salido y Tetlow (2013), varias consideraciones importantes sugieren que reglas sencillas que resultan bastante exitosas en épocas normales pueden resultar menos fiables en circunstancias como la que afronta actualmente la economía estadounidense.

Por ello, aunque las reglas sencillas ofrecen una serie de ventajas, no lo hacen, obviamente, sin que eso tenga costes, y resultaría útil tener un marco para evaluar cuándo la rigidez que sigue a una regla resulta inadecuada. El enfoque denominado «reglas basadas en previsiones» merece ser tenido en cuenta como complemento a las reglas sencillas. Bernanke (2004) se refiere a este enfoque como «el establecimiento de objetivos basados en previsiones» y Svensson (2003, 2005) utiliza el término «reglas basadas en previsiones» (16). El análisis de los resultados de este enfoque exigiría examinar las previsiones de las variables objetivo bajo distintas reglas alternativas, y escoge la política que ofrece las previsiones que se «ven mejor» en virtud de los objetivos de dicha política —por ejemplo, Svensson (2003), y en el contexto actual la reevaluación presentada en Svensson (2013)—. La idea que subyace en este enfoque es que una política óptima suele tener implicaciones en la evolución de las trayectorias previstas de las variables objetivo, y algunas de estas propiedades se mantienen con robustez en diversos modelos. Este es el rasgo (teórico) del enfoque de objetivo flexible de inflación, poner el énfasis en buscar entornos que lle-

ven la inflación y el *output gap* de vuelta hacia sus objetivos en el medio plazo (17).

— Reglas sencillas en el entorno actual

Las conclusiones que se extraen en tiempos normales describen el rendimiento de las reglas cuando las perturbaciones son tan leves como las experimentadas en los veinte años anteriores a la crisis financiera, siendo el resultado que el tipo de interés suele estar, casi siempre, tan lejos de su límite inferior que el límite puede ser ampliamente ignorado. Por el contrario, ahora vamos a hablar de por qué las características especiales de una economía que ha pasado un largo periodo de tiempo en el «límite inferior» puede justificar el desviarse de las prescripciones de las reglas sencillas, incluso de aquellas que se ven como fiables en épocas normales. Al hacerlo, pasamos a discutir la primera política no convencional aplicada por la Reserva Federal: el *forward guidance* sobre el futuro del tipo de interés de los fondos federales. De hecho, la puesta en marcha a la vez del *forward guidance* y la estrategia de compra no convencional de activos puede justificarse sobre la base de que para los responsables de política monetaria es mejor utilizar todas las herramientas disponibles a la hora de afrontar una situación en la que el tipo de interés de los fondos federales se ve restringido por el límite inferior igual a cero y existe la necesidad de estimular la economía. A continuación, se discuten dichas herramientas.

2. Forward guidance

2.1. Fundamentos teóricos

Tal y como se define en Woodford (2008), «el *forward*

guidance es un instrumento de comunicación de un banco central que tiene como fin señalar la posible orientación futura de los tipos de interés» (18). Las ideas de que la conducta de los tipos de interés a largo plazo refleja las expectativas sobre la política futura y de que los signos oficiales sobre la futura política de tipos de interés a corto plazo pueden contribuir a la estabilización de la economía, son una característica común en las discusiones sobre política monetaria (19). Además, en el contexto de los nuevos modelos macroeconómicos keynesianos, el trabajo original de King (1994) —aplicado también después a la política monetaria de Estados Unidos previa a la crisis por Goodfriend y King (2005) y Walsh (2008), entre otros—, observa que la revolución de las expectativas racionales hizo que las expectativas del sector privado sobre la política monetaria futura fueran un canal importante a través del cual las acciones de política afectaron a la demanda agregada en los modelos macroeconómicos. Concretamente, Goodfriend y King (2005) indican que la secuencia de endurecimiento de la política monetaria de Estados Unidos de 1994, al comienzo de la cual el FOMC pasó a mostrarse más explícito sobre su tipo objetivo para los fondos federales, desencadenó respuestas de tipos a largo plazo relacionadas, de forma importante, con las expectativas sobre la política futura.

Una de las principales funciones del *forward guidance* en el contexto de un límite inferior igual a cero apareció, inicialmente, en el trabajo teórico de Eggertsson y Woodford (2003). Estos autores argumentan que el *output gap* puede cerrarse con mayor facilidad cuando el banco central promete bajos tipos de

interés en el futuro, concretamente, un compromiso con la trayectoria de los tipos de interés a corto plazo que genere inflación en los periodos posteriores. Una inflación esperada más elevada refuerza el efecto de los tipos de interés nominales bajos a la hora de dar lugar a una trayectoria de tipos de interés reales bajos a corto y medio plazo. Las expectativas de la ecuación de la demanda agregada implican a su vez que la producción se ve estimulada hoy por una trayectoria inferior de los tipos reales futuros previstos. Desde este punto de vista, un compromiso político que pueda dar lugar a expectativas en un periodo de desviaciones ligeras en la estabilidad de precios, puede asegurar mayores beneficios en lo que se refiere a la estabilización de la producción a corto plazo. Hasta ahora, los bancos centrales que han utilizado el *forward guidance* ante los recientes episodios no han incluido unas previsiones más altas sobre la inflación futura prevista dentro de la política de tipos de interés bajos. Por el contrario, han reafirmado su compromiso con la estabilidad de precios (20).

Una pregunta obvia que surge es qué marco cabría adoptar para realizar esos compromisos. Como se trató en English, López-Salido y Tetlow (2013), una perspectiva analítica útil consiste en utilizar la teoría de control para conseguir una trayectoria de política «óptima»: es decir, una trayectoria del tipo de interés que consiga reducir al mínimo una función de pérdidas específica (por ejemplo, una que dependa del *output gap*, el diferencial de inflación y quizá de otros factores) sujeta a un modelo económico previamente especificado en el que la política

monetaria sea bien entendida por el público y perfectamente creíble. Una dificultad de las reglas «óptimas» que surge en este escenario es que suelen ser «muy complejas» y su comportamiento puede ser bastante sensible a características concretas del entorno especificado. Un importante conjunto de estudios sugiere que existen cuatro características robustas que, además, son la base para mostrar una considerable precaución sobre su efectividad, y que caracterizan a las reglas óptimas en la presencia de una limitación explícita inferior en el tipo de interés (21).

1) En primer lugar, una regla óptima promete que la política «futura» será más expansionista de lo normal después de que la economía deje de afrontar una restricción vinculante con el límite inferior. Los responsables de la política comunican esta promesa indicando a los mercados que esperan aumentar la producción por encima del potencial durante un «periodo ampliado», una vez la economía haya dejado de hacer frente a un límite inferior. Esta política tiene plenamente en cuenta los *trade-off* dinámicos, incluyendo la posibilidad de influir en las expectativas actuales sobre los tipos futuros a corto plazo y la inflación al realizar promesas sobre la futura política. Esto justifica «explotar *trade-off* intertemporales».

2) Como se ha indicado anteriormente, un segundo elemento es la «dependencia de la historia», de forma que el alcance y la duración del estímulo depende de la evolución de la producción y los precios durante el periodo en que la política estuvo restringida. Es decir, dado que una economía que afronta una restricción del límite inferior se ve in-

mersa en una recesión más profunda, una política óptima sería prometer aún más estímulos en el futuro para reducir los tipos de interés reales a largo plazo. Aún más importante, la dependencia de la historia tendrá menos fuerza si las expectativas de los tipos de interés o de la inflación no presentan un papel significativo a la hora de estimular la producción actual.

3) En tercer lugar, la duración y el tamaño del ajuste del tipo de interés a corto plazo después de la fecha de despegue es función de la evolución de las condiciones económicas y no depende de una trayectoria previamente establecida.

4) Finalmente, el papel de las expectativas en esas políticas óptimas implica que una estrategia de ese tipo se basa en un «compromiso» y una comunicación fiables que permitan al público entender la estrategia de la política. En otras palabras, dado que los beneficios de una política óptima se dan al principio —es decir, la reducción de los tipos de interés reales a largo plazo mientras que los costes se pagan más tarde superando, potencialmente, los objetivos de inflación y producción— los responsables políticos pueden verse incentivados a renegar de sus compromisos (es decir, la política puede ser «incoherente en el tiempo»). Así, la credibilidad del compromiso del banco central es una cuestión crítica porque la eficacia de las estrategias que se basan en un compromiso dependen de si el sector privado cree que el banco central cumplirá o no sus promesas. Así, una dificultad de las estrategias basadas en compromisos es que su efectividad depende de que las creencias del público sobre la política influyan de aquí a unos años.

2.2. El uso por parte de la Fed

— Realmente no es una herramienta nueva

En cierto modo, el *forward guidance* sobre los instrumentos de política no es una herramienta nueva. Como trató Walsh (2008), el *forward guidance* fue un elemento importante de la política acomodaticia de la Reserva Federal en 2003-2004. Concretamente, la declaración del FOMC de 12 de agosto de 2003 hablaba de mantener la política acomodaticia «durante un periodo de tiempo considerable». Las señales sobre la política futura continuaron en las declaraciones de 2004 del FOMC. Por ejemplo, la declaración de 28 de enero de 2004 incluía una observación indicando que el «Comité cree que puede mostrarse paciente para quitar el tono expansivo de su política», y la declaración del FOMC de 4 de mayo de 2004 incluía que «el sentido acomodaticio de la política monetaria podría eliminarse a un ritmo probablemente moderado». Bernanke, Reinhart y Sacks (2004) presentan también un interesante debate sobre los pasos dados por el FOMC en 2003 y 2004. El principal objetivo de ese esfuerzo era ofrecer una caracterización de la posible dirección futura del tipo de los fondos federales que pudieran entender y prever los participantes en los mercados financieros y otros agentes del sector privado.

— La experiencia reciente

Desde finales de 2008, tras haber bajado el tipo nominal de los fondos federales hasta su límite inferior, el Comité Federal del Mercado Abierto (FOMC) ha tomado medidas para ofrecer un mayor estímulo a la política monetaria. Una de las medidas emprendidas ha sido ofrecer

orientación sobre la posible trayectoria futura del tipo de interés; por ejemplo, las declaraciones del Comité de marzo de 2009 a junio de 2011 indicaban que las condiciones económicas «podrían garantizar, excepcionalmente, niveles bajos del tipo de interés de los fondos federales durante un periodo amplio» (véase, por ejemplo, FOMC, 2009). Antes de realizar esta afirmación, el FOMC se había referido durante varios meses a su expectativa de que el tipo bajo de los fondos estuviera vigente durante «algún tiempo». En agosto de 2011, el FOMC cambió la frase de «durante un periodo amplio» por «al menos hasta mediados de 2013», y en enero de 2012 pasó a decir «hasta, al menos, finales de 2014».

Los responsables políticos, sin embargo, estaban preocupados por el hecho de que el uso de una fecha —incluso aunque dependiera explícitamente de las condiciones económicas— pudiera ser mal entendido por el público. Como consecuencia, el Comité en diciembre de 2012 cambió las palabras para indicar que el mantenimiento de un tipo de los fondos federales muy bajo dependía explícitamente de las condiciones económicas, siendo una forma de *forward guidance* dependiente del estado de la economía. Concretamente, indicó que el «rango excepcionalmente bajo del tipo de interés de los fondos federales será adecuado mientras la tasa de desempleo permanezca por encima del 6,5 por 100, la inflación a unidos años no esté más de medio punto porcentual por encima del objetivo a largo plazo del 2 por 100, y las expectativas de la inflación a largo plazo continúen estando bien ancladas».

En el cuadro n.º 2, tomado prestado de Gilchrist, López-Salido

y Zakrajsek (2014), se presenta un resumen actualizado de las acciones clave de política no convencional empleadas por la Reserva Federal durante el periodo. En English, López-Salido y Tetlow (2013) se presenta un análisis formal de los anteriores posibles beneficios macroeconómicos y los costes de emplear un *forward guidance* basado en los umbrales. Además, Gilchrist, López-Salido y Zakrajsek (2014) investigan el efecto de las sorpresas en la política monetaria durante el límite inferior actual en las rentabilidades de los títulos del Tesoro y los costes de los préstamos de las empresas y hogares, medido por los tipos de interés en los bonos corporativos e instrumentos relacionados con hipotecas. Estos autores comparan los efectos de las sorpresas en la política de los tipos de interés durante el periodo de una «política convencional» y durante el periodo en que el tipo de interés objetivo está en el «límite inferior de cero». Encontraron evidencia que respaldaba que la política monetaria expansiva aplana la curva de tipos de interés y que, además, reduce significativamente los costes de financiación para las empresas y que la política expansiva durante el periodo no convencional implicaba un efecto en los costes reales de los préstamos corporativos que eran hasta tres veces más grandes que los observados durante el régimen de política convencional para un movimiento proporcional en la rentabilidad de los títulos del Tesoro a dos años. La política monetaria reduce también el coste real de la financiación de los hogares, medido por los movimientos en las rentabilidades reales de los instrumentos relacionados con hipotecas. Williams (2013) resume muy bien los efectos de un *forward guidance* explícito relacionado con la trayectoria del

tipo de interés de los fondos federales sobre las expectativas del mercado financiero.

3. Compras de activos a gran escala

3.1. Fundamentos teóricos

Los fundamentos subyacentes en las compras de activos a gran escala (LSAP) se basan en el supuesto de que los precios relativos de los activos financieros se ven, hasta cierto punto, influidos por la cantidad de activos a disposición de los inversores. En este apartado vamos a destacar el principal canal a través del cual las LSAP pueden funcionar (22).

— Segmentación del mercado: modelos de preferred habitat

La teoría económica sugiere que los cambios en las tenencias de valores a largo plazo del banco central afectarán a los tipos de interés a largo plazo si los inversores privados prefieren mantener una parte de sus carteras en esos valores, una idea formalizada como los modelos de *preferred habitat* (23). Un ingrediente clave de estos modelos es la presencia de una forma de «segmentación de mercado» que fundamentalmente que los activos financieros son sustitutos imperfectos en algunas carteras de los participantes del mercado. Así, en este marco, una reducción en el *stock* de valores con un vencimiento concreto en manos de los inversores privados crea una carencia de esos activos que no puede mitigarse totalmente, con los precios existentes en los activos, sustituyéndolos por otros tipos de valores o activos. De manera que esta carencia provoca un ajuste en los precios de los mercados financieros. En ocasio-

CUADRO N.º 2

ACCIONES MONETARIAS CLAVE NO CONVENCIONALES

Fecha	Tipo de política ^(a)	FOMC ^(b)	Aspectos destacados
25-nov-2008	LSAP	N	Anuncio del comienzo de las LSAP-I
01-dic-2008	LSAP	N	Anuncio que indica las posibles compras de títulos del Tesoro
16-dic-2008	LSAP	Y	El tipo de interés de los fondos federales se ha reducido hasta su límite inferior; declaración indicando que la Reserva Federal está considerando usar su balance para estimular aún más la economía; primera referencia al <i>forward guidance</i> : «... las condiciones económicas pueden requerir niveles excepcionalmente bajos del tipo de interés de los fondos federales durante algún tiempo»
18-mar-2009	LSAP	Y	Anuncio sobre la compra de títulos del Tesoro y aumento del tamaño de las compras de deuda y MBS de agencias federales; también, primera referencia al periodo amplio: «... los tipos de interés podrían permanecer bajos durante un periodo amplio ...»
10-ago-2010	LSAP	Y	Anuncio del comienzo de las LSAP-II
21-sep-2010	LSAP	Y	Anuncio reafirmando la política de reinversiones existente
15-oct-2010		N	Discurso del presidente en el Banco de la Reserva Federal de Boston
03-nov-2010	LSAP	Y	Anuncio de compras adicionales de títulos del Tesoro
9-ago-2011		Y	Primer <i>forward guidance</i> con fechas: «... prevé que las condiciones económicas pueden requerir niveles excepcionalmente bajos del tipo de los fondos federales al menos hasta mediados de 2013»
21-sep-2011	LSAP	Y	Anuncio del <i>Madurity Extension Program</i> (MEP)
25-ene-2012	FG	Y	Segundo <i>forward guidance</i> con fechas: «... mantener el tipo de los fondos federales excepcionalmente bajo al menos hasta finales de 2014»
20-jun-2012	LSAP	Y	Anuncio de la continuación del MEP hasta finales de 2012
13-sep-2012	LSAP	Y	Tercer <i>forward guidance</i> con fechas: «... probablemente se mantendrá el tipo de los fondos federales casi a cero al menos hasta mediados de 2015». Además, el primer <i>forward guidance</i> sobre el ritmo de los tipos de interés tras la recuperación: «... probablemente se mantendrán los tipos bajos durante un tiempo considerable después de que se fortalezca la recuperación económica», y el anuncio de las LSAP-III (basadas en el flujo; 40.000 millones de dólares por mes de MBS de las agencias federales)
12-dic-2012	LSAP	Y	Anuncio del incremento en las LSAP-III (de 40.000 millones de dólares a 85.000 millones de dólares al mes); primer <i>forward guidance</i> basado en un umbral: mantener el tipo de interés de los fondos cercano a cero mientras el desempleo esté por encima del 6,5%, la inflación (1-2 años en adelante) por debajo del 2,5% y las expectativas sobre la inflación a largo plazo estén bien ancladas
19-jun-2013	FG	Y	El <i>forward guidance</i> establece una serie de planes para empezar a reducir las compras de activos a finales de año (tasa de desempleo por debajo del 7,5%); y final de las LSAP-III para mediados de 2014, cuando la tasa de desempleo se sitúe en torno al 7%
18-sep-2013	FG	Y	«Las compras de activos siguen un curso preestablecido...»
19-mar-2014	FG	Y	Se elimina la referencia al umbral y se hace referencia a una declaración consensuada

Notas:

(a) LSAP = asociado con las políticas de compra de activos a gran escala; FG = asociado con las políticas sobre *forward guidance*.

(b) Y = un anuncio asociado a una reunión periódica del FOMC; N = un anuncio sobre la política entre reuniones.

Fuentes: Gilchrist, López-Salido y Zakrajsek (2014).

nes se hace referencia a que este efecto provoca un «efecto de escasez» que puede persistir y propagarse en el tiempo, y que podría manifestarse en los tipos de interés (precios) de valores del gobierno para un vencimiento concreto.

Algunos de los participantes del mercado se inclinan por mantener una parte de sus inversiones en forma de deuda a largo plazo con un interés fijo, como los valores del Tesoro, basándose en que estos activos presentan características que no comparten las inversiones alternativas a largo plazo, concretamente la ausencia de riesgo de impago y un alto grado de liquidez. En este caso, a la luz de la preferencia de los inversores en títulos de gobierno a largo plazo, una reducción en la oferta de deuda pública a largo plazo (por una intervención de los responsables de la política) en relación con la oferta de otros activos financieros llevará, de igual modo, a una disminución en la rentabilidad de la deuda pública, para inducir a los inversores a reducir sus participaciones en dichos títulos; por el contrario, un incremento en la oferta de deuda pública a largo plazo impulsaría la rentabilidad de los bonos.

— *Liquidez y expectativas*

Krishnamurthy y Vissing-Jorgensen (2011) se refieren también al «canal de liquidez» en virtud del cual surge la presión a la baja en los tipos a largo plazo en las compras de activos a largo plazo, al llenarse las reservas (liquidez) en relación con los títulos a largo plazo. Además, Krishnamurthy y Vissing-Jorgensen (2011) y Gilchrist, López-Salido y Zakrajsek (2014) introducen también un «canal de inflación» en virtud del cual las compras de activos a largo plazo pueden

conllevar cambios en las expectativas de inflación. Sin embargo, la reacción a las expectativas de la inflación puede verse como una consecuencia del funcionamiento de los canales anteriores, más que como un canal propio. Existe alguna evidencia de que las compras, al sugerirse que la Reserva Federal también arriesga, puedan ayudar a que el *forward guidance* relacionado con el tipo de los fondos federales sea más creíble para los participantes en el mercado —véase, por ejemplo, Woodford (2012b) y Bauer y Rudebusch (2011)—. Así, el mero anuncio de promesas de acciones futuras relacionadas con el tipo de interés de los fondos puede resultar insuficiente para obtener con éxito los beneficios hoy de la política prevista. En ese caso, una acción visible, como la ampliación del balance del banco central, puede ayudar a convencer al público de que la Reserva Federal cumplirá con el prometido acomodo de la política monetaria.

— *Ventas forzosas (Fire sales)*

Las crisis financieras destacan la importancia de cómo la intermediación financiera y las fricciones financieras aumentan las fluctuaciones económicas, mientras que la caída de los precios de los activos perjudican a los balances de los intermediarios financieros y, así, provocan un endurecimiento de las condiciones financieras («restricciones financieras» en la jerga de los modelos económicos) y contribuyen a las ventas forzosas (es decir, forzar una reducción en el precio de los activos por debajo, o muy por debajo, de su valor fundamental o de su valor en épocas normales). La reducción en el valor de los activos disminuye la capacidad de las empresas no financieras para constituir garantías y endeudarse en los mercados fi-

nancieros debilitando a la inversión real (24). Además, el deterioro del valor neto de los bancos reduce la capacidad para ampliar el crédito —el llamado canal de préstamos bancarios de la política monetaria (por ejemplo, en Bernanke y Blinder, 1988)—, lo que supone una reducción sustancial de las inversiones durante la crisis. Estos mecanismos crean un círculo vicioso que se retroalimenta mutuamente, y producen olas de liquidación de activos y paradas repentinas en la financiación (a corto plazo) aumentando el impacto original que disparó la crisis. La compra de hipotecas y títulos de las agencias garantizadas por el gobierno pretende detener este círculo vicioso y puede llevar a un círculo virtuoso mediante el uso de dos mecanismos. Primero, al reducirse o evitarse las compras de activos en ventas forzosas por parte del banco central (u otra institución gubernamental) se tiende a reducir al mínimo los trastornos en los precios de los activos. En segundo lugar, estas políticas pueden aliviar el hecho de que las instituciones financieras pudieran preferir la especulación (estrategias de *carry-trade*) o la acumulación de liquidez (búsqueda de seguridad y una preferencia por la liquidez por precaución) a los nuevos préstamos al desintegrarse los mercados. Shleifer y Vishny (2011), y algunas de las referencias allí citadas, estudiaron el círculo virtuoso que surge de las compras de valores de las agencias gubernamentales al mejorar la liquidez del mercado (véase también Bernanke, 2009) (25).

3.2. *El uso por parte de la Fed*

— *En realidad, no es una nueva herramienta*

La idea de que las operaciones del banco central en los merca-

dos de deuda a largo plazo pueden afectar a los tipos de interés a largo plazo con una «trayectoria concreta» de los tipos de interés a corto plazo previstos tiene una larga historia. Los bancos centrales de las décadas de posguerra solían argumentar que las inversiones a largo plazo no equivalían a una secuencia de inversiones a corto plazo, y un alto funcionario de la Reserva Federal afirmó que «cualquier decisión de préstamo o empréstito de una cantidad de dólares concreta tiene un mayor significado cuando se realiza en un mercado a largo plazo» (Riefler, 1958).

El apartado 14 de la Ley de la Reserva Federal describe, en estos términos, las operaciones en el mercado abierto que puede realizar la Reserva Federal: «los bonos, notas u otras obligaciones que sean obligación directa de los Estados Unidos o que estén plenamente garantizadas por los Estados Unidos en relación con el principal y los intereses pueden comprarse y venderse sin importar sus vencimientos, pero solo en el mercado abierto» (26). Las palabras «sin importar sus vencimientos» ayuda a poner el reciente programa de compra en la perspectiva adecuada. En comparación con la prioridad dada en las décadas anteriores a la política de tipos de interés a corto plazo, las LSAP suponen una ruptura con la convención. Pero viendo las herramientas que la Reserva Federal ha tenido históricamente a su disposición, y ha podido utilizar, las LSAP no tienen por qué considerarse una política no convencional. En su lugar, pueden considerarse las últimas de una serie de operaciones de la Reserva Federal en los mercados de activos a largo plazo. Y, en común con la política de tipos de interés a corto plazo, el objetivo de estas opera-

ciones ha sido influir en la demanda agregada a través de los tipos de interés a largo plazo. D'Amico *et al.* (2012) ponen las LSAP en un contexto histórico revisando las operaciones de la Reserva Federal en los mercados a largo plazo en el periodo de posguerra. En el siguiente apartado tratamos la cronología de las LSAP recientes así como las evidencias empíricas que respaldan su efectividad.

— La experiencia reciente

El FOMC facilitó un acomodo mayor de la política monetaria autorizando una serie de compras por parte de la Reserva Federal de valores a largo plazo, una política conocida como «compras de activos a gran escala» (LSAP). El primer programa de LSAP se anunció a finales de noviembre de 2008, y a partir de ese momento la Reserva Federal compró gubernamentales y títulos con respaldo hipotecario garantizados por las agencias federales (MBS). En marzo de 2009, el programa de compras se incrementó y se amplió para incluir títulos del Tesoro a largo plazo. La primera ronda de compras se completó en marzo de 2010. El siguiente avance en la política de compras de la Reserva Federal fue el anuncio del FOMC en agosto de 2010 sobre los acuerdos de reinversión, en virtud de los cuales la Reserva Federal —realizando inversiones a largo plazo en los títulos del Tesoro con los pagos principales de los valores gubernamentales de la cartera de las Operaciones del Mercado Abierto del Sistema (SOMA, según sus siglas en inglés)— mantendría el nivel elevado de tenencias de títulos a más largo plazo ocasionado por la primera serie de LSAP. Desde noviembre de 2010 hasta finales de junio de 2011, la Reserva Federal puso en marcha un segundo programa de

LSAP que suponía la compra de 600.000 millones de dólares en valores del Tesoro a largo plazo. El FOMC decidió continuar manteniendo el nivel de tenencia de valores obtenido con las LSAP y, en septiembre de 2011, el Comité realizó nuevos ajustes en su política de inversión incluyendo un cambio hacia un vencimiento medio a más plazo para su cartera de valores del Tesoro, y reinvertiendo los pagos del principal de los valores de las agencias en MBS en lugar de en valores del Tesoro a largo plazo. El programa de compras abierto existente no tenía un tamaño previsto fijo. La declaración del FOMC de diciembre de 2012 indicaba que las compras continuarían hasta que «las perspectivas del mercado laboral» mejoraran «sustancialmente» en un contexto de estabilidad de precios (27).

Cerramos este apartado resumiendo los efectos de las políticas sobre el balance del banco central. En concreto, el cuadro n.º 3, tomado prestado de Williams (2013), resume muy bien la literatura reciente que ha intentado cuantificar los efectos de las políticas sobre el balance en el precio de los activos. Una lección importante del análisis que recoge el cuadro n.º 3 es que el tono general de la política monetaria ha resultado más expansionista de lo que habría podido ser solo con el nivel del tipo de interés a corto plazo. Además, existen algunas evidencias de que las compras han ofrecido un estímulo apreciable a la actividad real y han ayudado a limitar las presiones deflacionistas (véase, por ejemplo, Chung *et al.*, 2012).

V. ALGUNAS CONCLUSIONES Y DESAFÍOS PARA EL FUTURO

Este artículo resume los recientes cambios en el marco de la

CUADRO N.º 3

ESTIMACIONES EMPÍRICAS DE LOS EFECTOS DE LAS LSAP

Estudio	Muestra	Método	Efecto estimado de las LSAP por 600 mM \$ (± 2 errores estándar si disp.)
Modigliani, Sutch (1966, 1967)	Operación Twist	Series temporales	0 pb (± 20 pb)
Bernanke, Reinhart, Sack (2004)	Japón, EE.UU.	Estudio de eventos	400 pb (± 370 pb), 40 pb (± 60 pb)
Greenwood, Vayanos (2008)	EE.UU. posguerra (pre-crisis)	Series temporales	14 pb (± 7 pb)
Krishnamurthy, Vissing, Jorgensen (2011, 2012)	EE.UU. posguerra, QE1 y QE2	Series temporales	15 pb (± 5 pb)
Gagnon, Raskin, Remache, Sack (2011)	QE1	Estudio de casos, series temporales	30 pb (± 15 pb), 18 pb (± 7 pb)
D'Amico, King (2013)	Compras del Tesoro en QE1	Estudio de casos específicos de activos	100 pb (± 80 pb)
Hamilton, Wu (2011)	EE.UU., 1990 QE2	Modelo de no arbitraje afín	17 pb
Hancock, Passmore (2011)	Compras de MBS en QE1	Series temporales	Depende, apenas 30 pb
Swanson (2011)	Operación Twist	Estudio de casos	15 pb (± 10 pb)
Joyce, Lasaosa, Stevens, Tong (2011)	LSAP de Reino Unido	Estudio de casos, series temporales	40 pb
Neely (2013)	Efecto de la QE1 de EE.UU. en la rentabilidad de los bonos extranjeros	Estudio de casos	17 pb (± 13 pb)
Christensen, Rudebusch (2012)	QE1, QE2, y LSAP de Reino Unido	Estudio de eventos, modelo de no arbitraje	10 pb
D'Amico, English, López, Salido, Nelson (2012)	EE.UU., pre-crisis	Series temporales semanales	Depende, apenas 45 pb
Bauer, Rudebusch (2013)	QE1, QE2	Estudio de casos, modelo de no-arbitraje	16 pb
Li, Wei (2013)	EE.UU., pre-crisis	Modelo de no-arbitraje	26 pb

Fuentes: Modigliani-Sutch (1966, apartados 3-4); Bernanke-Reinhart-Sack (2004, tabla 7, Ilustración 6, y cálculos del autor); Greenwood-Vayanos (2008, tabla 2); Krishnamurthy-Vissing-Jorgensen (2011, apartado 4); Gagnon et al. (2011, tablas 1-2); D'Amico-King (2013, Ilustración 5); Hamilton-Wu (2011, Ilustración 11); Hancock-Passmore (2011, tabla 5); Swanson (2011, tabla 3); Chung et al. (Ilustración 10); Joyce et al. (2011, Gráfica 9); Neely (2013, tabla 2); Bauer-Rudebusch (2013, tabla 6); Christensen-Rudebusch (2012, tabla 8); D'Amico et al. (2012, Conclusiones); Li-Wei (2013, tablas 3 y 6). Casi todas las estimaciones recogen los cálculos del autor para volver a normalizar el efecto a las LSAP de Estados Unidos por 600.000 millones de dólares.

política de la Reserva Federal en los últimos años. Estos cambios han acercado a la Reserva Federal a una situación de «fijación de objetivos flexibles sobre la inflación» que tiene en cuenta las consecuencias de sus acciones en la economía real y la inflación (English, López-Salido y Tetlow, 2013; Bernanke, 2012). En pri-

mer lugar, el mandato dual ha desempeñado un papel importante en la comunicación del marco de la política del Comité y de sus intenciones. Así, el FOMC ha expresado claramente sus objetivos tanto en materia de empleo como de inflación y ha descrito su enfoque equilibrado para lograr esos objetivos en su

Declaración sobre la Estrategia de la Política Monetaria y Objetivos a largo plazo. En segundo lugar, la Reserva Federal se muestra flexible en cuanto al horizonte en el que desea devolver la inflación a su objetivo a largo plazo.

Aunque la Reserva Federal y otros grandes bancos han hecho

cambios importantes en sus marcos de política monetaria en los últimos años, cabe esperar que estos marcos sigan evolucionando. De cara al futuro, pueden ser necesarios más cambios en los marcos de los bancos centrales para tratar problemas suscitados por la crisis financiera.

Aún quedan numerosos desafíos por afrontar. El primero pertenece a los esfuerzos continuados para mejorar las comunicaciones sobre la política monetaria. Añadiendo transparencia y claridad sobre sus objetivos y perspectivas para la economía, las comunicaciones del banco central ayudarán a ofrecer al público orientaciones sobre el futuro. Y, como el anterior presidente, Bernanke indica, «en la medida en que podamos comunicar claramente lo que intentamos conseguir, los inversores podrán entender mejor nuestros objetivos y nuestros planes, y podremos hacer que la política monetaria sea más efectiva» (Bernanke, 2013c). Pero las orientaciones pueden conllevar algunos riesgos. Concretamente, si la comunicación incorpora el riesgo de simplificar en exceso y de confundir, en lugar de añadir claridad, puede crear una incertidumbre innecesaria. Como destaca Yellen (2013), la «Reserva Federal continúa cosechando los beneficios de explicar con claridad sus acciones al público. Creo que es posible realizar más mejoras en la comunicación del FOMC y espero que continúen» (28).

El segundo desafío tras la crisis y la gran recesión consiste en que los responsables políticos e investigadores han de considerar cómo tratar las posibles amenazas a la estabilidad financiera. Tradicionalmente, los bancos

centrales han tenido tanto objetivos de estabilidad monetaria como de estabilidad financiera. De hecho, la Reserva Federal se fundó, en gran medida, para tratar de solucionar las huidas de los bancos ocurridas en la primera mitad del siglo anterior, y que habían demostrado ser muy costosas y negativas. Por el contrario, los objetivos de su política monetaria surgieron claramente solo una vez pasado el tiempo (Bernanke, 2013a y 2013b). Pero en las décadas previas a la crisis financiera, los bancos centrales centraron casi toda su atención en la estabilidad macroeconómica, y la estabilidad financiera desempeñó un papel secundario (Bernanke, 2011). Durante este periodo, muchos responsables políticos creyeron que las decisiones sobre política monetaria podían realizarse, por lo general, con independencia de las consideraciones sobre la estabilidad financiera. De hecho, para que los responsables políticos pudieran emplear la política monetaria para resolver las preocupaciones sobre la estabilidad financiera, habían de darse tres condiciones (Kohn, 2008). En primer lugar, los responsables políticos tendrían que poder identificar un desequilibrio. En segundo, los responsables políticos tendrían que juzgar que una política monetaria más severa podía ayudar a limitar los desequilibrios. Y, en tercer lugar, el uso de una política monetaria para resolver el desequilibrio tendría que arrojar mejores resultados en términos de los objetivos sobre empleo e inflación. Estas no son tareas sencillas, pero los análisis futuros y la elaboración de políticas ayudarán a ampliar los marcos de la política monetaria para incluir consideraciones sobre la estabilidad financiera.

NOTAS

(*) Agradezco al coordinador, Javier Vallés, por su invitación a contribuir en este volumen así como sus comentarios y sugerencias de gran utilidad. Parte del análisis e investigación que se describe aquí es fruto del trabajo conjunto de Stefania D'Amico, Bill English, Simon Gilchrist, Chris Gust, Andy Levin, Ed Nelson, Bob Tetlow, Tack Yun, y Egon Zakrajsek, a quienes debo darles el reconocimiento oportuno por sus análisis de gran valor durante el transcurso de los últimos años; aunque he de decir que por supuesto todos los errores que puedan encontrarse son míos. Y por último, pero no menos importante, las opiniones que se reflejan en este artículo son exclusivas del autor y no reflejan de forma alguna las opiniones de Board of Governors of the Federal Reserve System, de los Bancos de la Reserva Federal o de cualquiera de sus empleados.

(1) Ben Bernanke, «On Milton Friedman's Ninetieth Birthday». Discurso ofrecido en la Conference to Honor Milton Friedman, en la Universidad of Chicago, 8 de noviembre de 2002. Disponible en: <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2002/20021108/default.htm>.

(2) Robert E. Lucas, «Bernanke Is the Best Stimulus Right Now: A zero interest rate isn't the last weapon in the Fed arsenal», *Wall Street Journal*, 23 de diciembre de 2008. Disponible en: <http://online.wsj.com/news/articles/SB122999959052129273>.

(3) Las medidas no convencionales vinculadas al tamaño del balance del banco central incluyen también aquellas medidas asociadas a dotar de liquidez (no solamente adquisición de activos). Ambas medidas de liquidez y adquisición de activos han sido descritas en ocasiones como «expansión cuantitativa» o «relajación del crédito» (véase, por ejemplo, BERNANKE, 2009). Este artículo analiza especialmente las adquisiciones de activos. MADIGAN (2009) lleva a cabo una evaluación minuciosa de las políticas de liquidez puestas en marcha por la Reserva Federal durante las primeras etapas de la crisis financiera.

(4) Este apartado hace uso de los argumentos presentados en ENGLISH, LÓPEZ-SALIDO y TETLOW (2013).

(5) Hay que resaltar el esfuerzo importante por ofrecer información acerca de lo que supone el objetivo de pleno empleo (véase, por ejemplo, YELLEN, 2014).

(6) Para obtener un resumen de los cambios en las comunicaciones del FOMC desde 1975 a 2002, véase LINDSEY (2003).

(7) Este apartado utiliza los argumentos presentados en ENGLISH, LÓPEZ-SALIDO y TETLOW (2013).

(8) Con anterioridad a la introducción del SEP, la Reserva Federal ofreció previsiones más limitadas en su Informe semestral sobre Política Monetaria para el Congreso. Estas

previsiones resultaron ser bastante más modestas, incluyendo solamente el año corriente y un año más, además de proporcionar muy pocos datos que sustentaran estas previsiones.

(9) En enero de 2013 se reafirmó la declaración, sin cambios de importancia.

(10) El objetivo fijado debía también equilibrar los costes sociales resultantes de los efectos de la inflación (véase, por ejemplo, FISCHER, 1981), frente a la necesidad de un nivel de inflación que redujera los riesgos que entrañaba un límite cero en los tipos de interés y la posible deflación como consecuencia de los *shocks* muy extremos en la economía (REIFSCHEIDER y WILLIAMS, 2000). En el Apéndice se incluye un resumen breve de la bibliografía existente donde se evalúan los costes y beneficios de una inflación baja.

(11) En muchos países se han utilizado fondos para ayudar a la recapitalización de sus sistemas bancarios —la reacción inicial en Estados Unidos tuvo lugar, principalmente, a través del Programa de Alivio para Activos en Problemas (TARP, según sus siglas en inglés)—. Desde el punto de vista monetario, la función tradicional de prestamista de última instancia del banco central ha sido desempeñada enérgicamente por los principales bancos centrales del mundo; además, en Estados Unidos se amplió el acceso a la ventanilla de descuento a un mayor número de instituciones. Concretamente, puede resultar muy útil leer el artículo de Robert E. Lucas, «Bernanke Is the Best Stimulus Right Now: A zero interest rate isn't the last weapon in the Fed arsenal», *Wall Street Journal*, 23 de diciembre de 2008; y su presentación de «Why a Second Look Matters», en el Consejo de Relaciones Exteriores, de 30 de marzo de 2009, en Nueva York. El análisis de los mecanismos de préstamo puestos en marcha por la Reserva Federal en las primeras etapas de la crisis, aunque resulta extremadamente interesante, queda fuera del alcance de este artículo. MADIGAN (2009) describe de forma soberbia estas medidas en la primera fase de la crisis financiera. La historia de la fase inicial de la crisis ha sido tratada ampliamente en muchos sitios, incluyendo los dos simposios publicados en el *Journal of Economic Perspectives* en los números de invierno de 2009 e invierno de 2010. Además, dos referencias teóricas importantes sobre estos temas son HOLMSTROM y TIROLE (2011) y SCHLEIFER y VISHNY (2011). Dos análisis ampliamente recomendados sobre la actuación de los bancos durante la crisis y de las diferentes interpretaciones actuales de la crisis bancaria son los libros de DUFFIE (2010) y GORTON (2012), respectivamente.

(12) Quizá, el análisis más interesante sobre este problema de la medición es el artículo de ORPHANIDES (2001) y el de ORPHANIDES y WILLIAMS (2007). Otros investigadores han mostrado que responder solo a los cambios en la utilización de recursos y no al nivel puede resultar bastante costoso cuando el tipo de interés está cercano al límite inferior efectivo (BILLI, 2011).

(13) WOODFORD (2003) estudia en qué condiciones una regla basada en la inercia supone una aproximación a una regla óptima en determinados modelos macroeconómicos.

(14) Esas reacciones pueden permitir obtener importantes beneficios para la estabilización, tal y como trataron LEVIN, WIELAND y WILLIAMS (1999), TAYLOR y WILLIAMS (2011) y WOODFORD (2011). De forma contraria, las reglas no basadas en la inercia, como TAYLOR (1993, 1999), se quedan muy cortas a la hora de obtener resultados óptimos en los modelos con expectativas, modelos como FRB/US, y modelos de Equilibrio General Dinámicos y Estocásticos (EDGE) como el SIGMA y EDO.

(15) La magnitud de este reto es una pregunta abierta que requiere un análisis formal conforme a un modelo que explique la dinámica de la economía en épocas normales y en épocas en que el límite inferior es igual a cero. Este análisis se encuentra en GUST, LÓPEZ-SALIDO y SMITH (2013) y en ENGLISH, LÓPEZ-SALIDO y TETLOW (2013).

(16) Para una comparación crítica de estas reglas véase McCALLUM y NELSON (2005).

(17) Por ejemplo, si las preferencias de los responsables políticos son simétricas, de manera que si la inflación y el desempleo están por encima o por debajo de su objetivo será igualmente costoso, entonces sería mejor una política más expansiva de forma que las previsiones a medio plazo de inflación y desempleo estuvieran en el lado contrario de sus objetivos de largo plazo, esto es, cuando el desempleo previsto está por debajo de su objetivo, la inflación prevista estará (temporalmente) en algún punto por encima de su objetivo (véase, por ejemplo, WOODFORD, 2011, y las simulaciones presentadas en ENGLISH, LÓPEZ-SALIDO y TETLOW, 2013).

(18) Véase también WOODFORD (2012). La recopilación de artículos editada por DEN HAAN (2013) es un análisis minucioso del *forward guidance* en la teoría y en la práctica. En términos más generales, SVENSSON (2013) indicó que «el *forward guidance* en la política monetaria supone ofrecer algo de información sobre los futuros escenarios de política».

(19) Estas pueden remontarse algo en el tiempo (véase, por ejemplo, COMITÉ RADCLIFFE, 1959).

(20) Véase la discusión de LEVIN, LÓPEZ-SALIDO, NELSON y YUN (2010).

(21) Puede encontrarse un análisis excelente de la política monetaria en presencia de la restricción inferior de cero en WOODFORD (2011 y 2012).

(22) Puede encontrarse más información sobre esto en D'AMICO, ENGLISH, LÓPEZ-SALIDO y NELSON (2012).

(23) La literatura que ha avanzado la idea de que la teoría de las expectativas de la estructura temporal no rige completamente la relación entre los tipos a corto plazo y los

tipos a largo plazo es el trabajo sobre los *preferred habitat* iniciado en MODIGLIANI y SUTCH (1966). Estas teorías han recibido una atención renovada y encontramos evidencia micro fundamentada en el trabajo de ANDRÉS, LÓPEZ-SALIDO y NELSON (2004) y VAYANOS y VILA (2009). KRISHNAMURTHY y VISSING-JORGENSEN (2011) introducen un «canal de prima segura», en virtud del cual una demanda segmentada de activos seguros a largo plazo tiende a reducir las rentabilidades de esos activos. Esto puede incluirse en la literatura sobre *preferred habitat*. Los responsables políticos, al comunicar los posibles efectos de las LSAP en los tipos de interés a largo plazo han invocado, en repetidas ocasiones, a los modelos de *preferred habitat* en la determinación de los tipos de interés, dado que el marco de la estructura temporal sin arbitraje no deja, básicamente, ninguna oportunidad para la oferta relativa de activos financieros muy líquidos —como los bonos del Tesoro— para influir en sus precios (véase Kohn, 2009; Yellen, 2011).

(24) BERNAKE y GERTLER (1989) y KIYOTAKI y MOORE (1997) son dos de las referencias más importantes en esta literatura.

(25) Véase también el análisis en HOLMSTROM y TIROLE (2011) y DIAMOND y RAJAN (2011). Para los lectores no académicos, el *Epilogo* de HOLMSTROM y TIROLE (2011) es una de las mejores disecciones de las distintas partes que subyacen en la crisis *subprime*.

(26) Véase <http://www.federalreserve.gov/aboutthefed/section14.htm>.

(27) ENGLISH, LÓPEZ-SALIDO y TETLOW (2013) hablan sobre el coste y los beneficios del actual programa de LSAP.

(28) Véase también YELLEN (2014a).

BIBLIOGRAFÍA

- AKERLOF, G.A.; DICKENS, W.T., y PERRY, G.L. (1996), «The Macroeconomics of Low Inflation», *Brookings Papers on Economic Activity* (1): 1-76.
- ANDRÉS, J.; LÓPEZ-SALIDO, J.D., y NELSON, E. (2004), «Tobin's Imperfect Asset Substitution in Optimizing General Equilibrium», *Journal of Money, Credit, and Banking*, 36(4): 665-690.
- ATTANASIO, O.P.; GUISSO, L., y JAPPELLI, T. (2002), «The Demand for Money, Financial Innovation, and the Welfare Cost of Inflation: An Analysis with Household Data», *Journal of Political Economy*, 110: 317-351.
- BAUER, M.D., y RUDEBUSCH, G.D. (2011), «The Signaling Channel for Federal Reserve Bond Purchases». Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper 2011-21.
- BEAN, C. (2009), «The Great Moderation, the Great Panic and the Great Contraction». Conferencia de Schumpeter, Congreso de la EEA, Barcelona, 25 de agosto.

<p>BENIGNO, P., y RICCI, L.A. (2011), «The Inflation-Output Trade-Off with Downward Wage Rigidities», <i>American Economic Review</i>, 101(4): 1436-1466.</p> <p>BERNANKE, B.S. (2004), «Inflation Targeting», Remarks at Federal Reserve Bank of St. Louis, St. Louis, Missouri.</p> <p>— (2009), «The Crisis and the Policy Response». Observaciones en una conferencia en la London School of Economics, Londres, Inglaterra, enero.</p> <p>— (2011), «The Effects of the Great Recession on Central Bank Doctrine and Practice». Remarks at the Federal Reserve Bank of Boston 56th Economic Conference, Boston, Massachusetts.</p> <p>— (2012), «Monetary Policy since the Onset of the Crisis». Remarks at the Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming, 31 de agosto.</p> <p>— (2013a), «Stress Testing Banks: What Have We Learned?». Remarks at the Financial Markets Conference, Maintaining Financial Stability: Holding a Tiger by the Tail, sponsored by the Federal Reserve Bank of Atlanta, Stone Mountain, Georgia, 8 de abril.</p> <p>— (2013b), «Monitoring the Financial System». Remarks at the 49th Annual Conference on Bank Structure and Competition sponsored by the Federal Reserve Bank of Chicago, Chicago, Illinois, 10 de mayo.</p> <p>— (2013c), <i>The Federal Reserve and the Financial Crisis. Lectures by Ben S. Bernanke</i>, Princeton University Press, Princeton y Oxford, 2013.</p> <p>BERNANKE, B.S., y BLINDER, A. (1988), «Credit, Money, and Aggregate Demand», <i>American Economic Review</i>, 78(2): 435-439.</p> <p>BERNANKE, B.S., y GERTLER, M. (1989), «Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations», <i>American Economic Review</i>, 79(1): 14-31.</p> <p>BERNANKE, B.S.; REINHART, V.R., y SACK, B.P. (2004), «Monetary Policy Alternatives at the Zero Bound: An Empirical Assessment», <i>Brookings Papers on Economic Activity</i>, 35(2): 1-78.</p> <p>BILLI, R.M. (2011), «Optimal Inflation for the US Economy», <i>American Economic Journal: Macroeconomics</i>, 3(3): 29-52.</p> <p>CHUNG, H.; LAFORTE, J.-P.; REIFSCHNEIDER, D., y WILLIAMS, J.C. (2012), «Have We Underestimated the Likelihood and Severity of Zero Lower Bound Events?», <i>Journal of Money, Credit and Banking</i>, 44: 47-82.</p> <p>COENEN, G.; ORPHANIDES, A., y WIELAND, V. (2004), «Price Stability and Monetary Policy Effectiveness when Nominal Interest</p>	<p>Rates are Bounded at Zero», <i>Advances in Macroeconomics, The B.E. Journals in Macroeconomics</i>, 4, 1-23.</p> <p>FEDERAL OPEN MARKET COMMITTEE (2011a). FOMC Statement, August 9.</p> <p>— (2011b). Minutes from the FOMC meeting, November 1-2.</p> <p>D'AMICO, S.; ENGLISH, W.; LÓPEZ-SALIDO, J.D., y NELSON, E. (2012), «The Federal Reserve's Large-Scale Asset Purchase Programs: Rationale and Effects», <i>The Economic Journal</i>, 122(564): 415-416.</p> <p>DEN HAAN, W. (2013), «Forward Guidance», Vox eBook. Disponible en: http://www.voxeu.org/article/forward-guidance-new-vox-ebook.</p> <p>DIAMOND, D., y RAJAN, R. (2011), «Fear of fire sales, illiquidity seeking, and credit freezes», <i>The Quarterly Journal of Economics</i> (mayo).</p> <p>DUFFIE, D. (2010), <i>How Big Banks Fail: and What To Do About It</i>, Princeton University Press, 2010.</p> <p>EGGERTSSON, G.B., y WOODFORD, M. (2003), «The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy», <i>Brookings Papers on Economic Activity</i>, 34(1): 139-211.</p> <p>ENGLISH, W. (1999), «Inflation and Financial Sector Size», <i>Journal of Monetary Economics</i>, 44: 379-400.</p> <p>ENGLISH, W.; LÓPEZ-SALIDO, J.D., y TETLOW, R.J. (2013), «The Federal Reserve's Framework for Monetary Policy – Recent Changes and New Questions». Presentado en la XIV Conferencia Anual de Investigación Jacques Polak del FMI, 7-8 de noviembre.</p> <p>FAGAN, G., y MESSINA, J. (2009), «Downward wage rigidity and optimal steady-state inflation». Serie de Documentos de Trabajo 1048, Banco Central Europeo.</p> <p>FELDSTEIN, M. (1997), «Costs and Benefits of Going from Low Inflation to Price Stability», en C. ROMER y D. ROMER (Eds.), <i>Reducing Inflation: Motivation and Strategy</i>, Chicago University Press, Chicago, pp. 123-156.</p> <p>— (1999), «Capital Income Taxes and the Benefits of Price Stability», en M. FELDSTEIN (Ed.), <i>The Costs and Benefits of Price Stability</i>, University of Chicago.</p> <p>FISCHER, S. (1981), «Towards an Understanding of the Costs of Inflation: II», <i>Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy</i>, 15(1): 5-41.</p> <p>GILCHRIST, S.; LÓPEZ-SALIDO, J.D., y ZAKRAJSEK, E. (2014), «Monetary Policy and Real Borrowing Costs at the Zero Lower Bound». Finance and Economics Discussion Series, Federal Reserve Board, 2014-03.</p>	<p>GOOFRIEND, M., y KING, R.G. (2005), «The Incredible Volcker Disinflation», <i>Journal of Monetary Economics</i>, julio/agosto: 981-1015.</p> <p>GORTON, G. (2012), <i>Misunderstanding Financial Crises: Why We Don't See Them Coming</i>, Oxford University Press.</p> <p>GUST, C.; LÓPEZ-SALIDO, J.D., y SMITH, M.E. (2013), «The Empirical Implications of the Interest-Rate Lower Bound». Finance and Economics Discussion Series 2012-83, Board of Governors of the Federal Reserve System.</p> <p>HOLMSTRÖM, B., y TIROLE, J. (2010), <i>Inside and Outside Liquidity</i>, MIT Press, París, Francia, 2011.</p> <p>KIM, J., y RUGE-MURCIA, F.J. (2009), «How much inflation is necessary to grease the wheels?», <i>Journal of Monetary Economics</i>, 56(3): 365-377, April.</p> <p>KING, R.G. (1994), «Comment on 'Toward a Modern Macroeconomic Model Usable for Policy Analysis'», <i>NBER Macroeconomics Annual</i> 9(1): 118-129.</p> <p>KIYOTAKI, N., y MOORE, J. (1997), «Credit Cycles», <i>Journal of Political Economy</i>, 105(2): 211-248.</p> <p>KOHN, D.L. (2009), «Monetary Policy Research and the Financial Crisis: Strengths and Shortcomings». Discurso en la Conferencia Key Developments in Monetary Economics, Washington, D.C., 9 de octubre.</p> <p>KRISHNAMURTHY, A., y VISSING-JORGENSEN, A. (2011), «The Effects of Quantitative Easing on Interest Rates: Channels and Implications for Policy», <i>Brookings Papers on Economic Activity</i>, 42(2): 215-265.</p> <p>LAGOS, R., y WRIGHT, R. (2005), «A Unified Framework for Monetary Theory and Policy Evaluation», <i>Journal of Political Economy</i> 113: 463-484.</p> <p>LEVIN, A.; LÓPEZ-SALIDO, J.D.; NELSON, E., y YUN, T. (2010), «Limitations on the Effectiveness of Forward Guidance at the Zero Lower Bound», <i>International Journal of Central Banking</i>, 6(1): 144-189.</p> <p>LEVIN, A.; LÓPEZ-SALIDO, J.D., y YUN, T. (2006), «Strategic Complementarities and Optimal Monetary Policy». Mimeo.</p> <p>LEVIN, A.T.; WIELAND, V., y WILLIAMS, J.C. (1999), «Robustness of simple monetary policy rules under model uncertainty», en J.B. TAYLOR (Ed.), <i>Monetary policy rules</i>, Chicago University Press, Chicago, Illinois, 263-299.</p> <p>LINDSEY, D. (2003), «A Modern History of FOMC Communication: 1975-2002». Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, D.C., June, 24, 2003.</p>
---	---	--

<p>LUCAS, R. (2000), «Inflation and Welfare», <i>Econometrica</i>, 68: 247-274.</p> <p>MADIGAN, B.F. (2009), «Bagehot's Dictum in Practice: Formulating and Implementing Policies to Combat the Financial Crisis». Presented at Jackson Hole Symposium on «Financial Stability and Macroeconomic Policy», 20-22 de agosto.</p> <p>MISHKIN, F.S. (2007), «Monetary Policy and the Dual Mandate». Remarks at Bridgewater College, Bridgewater, Virginia, 10 de abril.</p> <p>MODIGLIANI, F., y SUTCH, R.C. (1966), «Innovations in Interest Rate Policy», <i>American Economic Review</i>, 56(1): 178-197.</p> <p>ORPHANIDES, A. (2001), «Monetary policy rules based on real-time data», <i>American Economic Review</i>, 91(4): 964-985.</p> <p>ORPHANIDES, A., y WILLIAMS, J.C. (2007), «Robust monetary policy with imperfect knowledge», <i>Journal of Monetary Economics</i>, 54: 1406-1435.</p> <p>RADCLIFFE COMMITTEE (1959), Committee on the Working of the Monetary System: Report. Londres, HMSO.</p> <p>REIFSCHEIDER, D., y WILLIAMS, J.C. (2000), «Three Lessons for Monetary Policy in a Low-Inflation Era», <i>Journal of Money, Credit, and Banking</i>, 32(4): 936-966.</p> <p>RIEFLER, W.W. (1958), «Open Market Operations in Long-Term Securities», <i>Federal Reserve Bulletin</i> 44(11): 1260-1274.</p> <p>SHLEIFER, A., y VISHNY, R. (2011), «Fire Sales in Finance and Macroeconomics», <i>Journal of Economic Perspectives</i>, 25(1): 29-48.</p>	<p>SVENSSON, L.E.O. (2003), «What is Wrong with Taylor Rules? Using Judgment in Monetary Policy through Targeting Rules», <i>Journal of Economic Literature</i>, 41(2): 426-477.</p> <p>— (2005), «Targeting versus Instrument Rules for Monetary Policy: What Is Wrong with McCallum and Nelson?». Federal Reserve Bank of St. Louis Review, September/October, 87(5): 613-625.</p> <p>— (2013), «Forward Guidance as a Monetary Policy Tool in Theory and Practice: The Swedish Experience». Artículo presentado en la Conferencia NBER «Lessons from the Financial Crisis for Monetary Policy», Boston, 18-19 de octubre.</p> <p>TAYLOR, J.B. (1993), «Discretion versus Policy Rules in Practice». Serie de conferencias de Carnegie-Rochester sobre políticas públicas, 39(1): 195-214.</p> <p>— (1999), <i>Monetary Policy Rules</i>, University of Chicago Press.</p> <p>TAYLOR, J.B., y WILLIAMS, J.C. (2011), «Simple and Robust Rules for Monetary Policy», en B.M. FRIEDMAN y M. WOODFORD (Eds.), <i>Handbook of Monetary Economics</i>, North Holland, cap. 15, 829-859.</p> <p>VAYANOS, D., y VILA, J.-L. (2009), «A Preferred-Habitat Model of the Term Structure of Interest Rates». NBER Working Paper n.º 15.487.</p> <p>WALSH, C. (2008), «Announcements and the Role of Policy Guidance». Federal Reserve Bank of St. Louis, Review, July/August: 421-442.</p> <p>WILLIAMS, J. (2013), «Lessons from the Financial Crisis for Unconventional Monetary Policy». Panel discussion at the NBER</p>	<p>Conference on Lessons from the Financial Crisis for Monetary Policy, Boston, Massachusetts, 18-19 de octubre.</p> <p>WOODFORD, M. (2003), «Optimal Interest-Rate Smoothing», <i>Review of Economic Studies</i>, 70: 861-886.</p> <p>— (2011), «Optimal Monetary Stabilization Policy», en B.M. FRIEDMAN y M. WOODFORD (Eds.), <i>Handbook of Monetary Economics</i>, North Holland, cap. 14, 723-828.</p> <p>— (2012), «Methods of Policy Accommodation at the Interest-Rate Lower Bound». Manuscrito, Columbia University.</p> <p>YELLEN, J. (2011), «Unconventional Monetary Policy and Central Bank Communications». Speech at the U.S. Monetary Policy Forum, New York, 24 de febrero.</p> <p>— (2012), «Revolution and Evolution in Central Bank Communications». Discurso en la University of California Haas School of Business, Berkeley, California, 13 de noviembre.</p> <p>— (2013), «Communication in Monetary Policy». Discurso en la Conferencia por el 50 aniversario de la Society of American Business Editors and Writers, Washington, D.C., 14 de abril.</p> <p>— (2014), «What the Federal Reserve Is Doing to Promote a Stronger Job Market». Discurso en la Conferencia de 2014 titulada «National Interagency Community Reinvestment», Chicago, Illinois, 31 de marzo.</p> <p>— (2014a), «Monetary Policy and the Economic Recovery». Discurso en el Economic Club de Nueva York, Nueva York, 16 de abril.</p>
--	--	--

APÉNDICE

EL COSTE Y LOS BENEFICIOS DE UNA BAJA INFLACIÓN

El principal objetivo de este apéndice es presentar un resumen del análisis académico de los costes y beneficios de una tasa de inflación media relativamente baja. La discusión se centra en los cambios en la inflación *plenamente anticipada*, la tasa de inflación a la que la economía privada ha ajustado sus expectativas a largo plazo. En lugar de tener en cuenta el análisis de reducir una tasa de inflación considerable (una tasa de doble dígito, por ejemplo), la nota se centra en el impacto en el bienestar (como porcentaje del PIB) de reducir la inflación desde una tasa baja-moderada del 2 por 100 para lograr un índice de precios constante asociado a una tasa de inflación del 0 por 100. Al valorar los posibles beneficios y costes de una menor inflación, existen tres canales principales a través de los cuales una inflación estable puede falsear una asignación eficiente de recursos: balances económicos reales, el nivel y la asignación de capital y la dispersión de los precios relativos. Por el contrario, existen dos canales principales a través de los cuales la inflación estable en cero puede suponer costes: la presencia de rigidez a la baja en los salarios nominales y el límite inferior de cero en el tipo de interés nominal. Estas dos características pueden generar una curva de Phillips a largo plazo no vertical que implique importantes costes de desempleo de una reducción permanente a una tasa de inflación bastante baja.

La tabla A.1 resume los beneficios y los costes de reducir la tasa de inflación del 2 por 100 a cero que sugiere la literatura académica reciente. Dependiendo de cuál de estos canales específicos se destaque, un límite superior para el total de los beneficios en términos de bienestar sería del 2,2 por 100 del PIB, mientras que un límite superior para los costes totales del bienestar se situaría en torno al 1,6 por 100 del PIB. Así, los beneficios netos podrían ser sustanciales, cero o incluso negativos. No puede extraerse ningún consenso de la literatura, y el equilibrio entre costes y beneficios requiere de un modelo macroeconómico rico que incorpore la interacción entre estos mecanismos y la especificación de una estrategia de política monetaria. Además, para permitir una valoración de beneficios y costes de la deflación, podría también usarse ese modelo para cuantificar los costes dinámicos transitorios asociados a la obtención de una inflación cero, los cuales no se tienen en cuenta en el análisis actual. En este sentido, sería necesario realizar un mayor estudio para evaluar empíricamente los problemas sobre los costes de reducir las expectativas de inflación a cero y mantenerlas en torno a la nueva tasa estable de cero.

TABLA A.1

EL ANÁLISIS DEL BIENESTAR DE LA REDUCCIÓN DE LA INFLACIÓN ESTABLE DEL 2 POR 100 A CERO

POSIBLES BENEFICIOS Y COSTES	ESTIMACIONES (% DEL PIB)	FUENTE
Beneficios		
Fricciones en la demanda de dinero	0,2	Lucas (2000)
	0,1	Feldstein (1997)
	0,02	Attanasio, Guiso y Jappelli (2002)
	0,3	English (1999)
	0,5	Lagos y Wright (2005)
Consideraciones fiscales.....	1,0	Feldstein (1999)
Distorsión de los precios relativos	0,7	Levin, López-Salido y Yun (2006)
Costes		
Rigidez a la baja de salarios nominales.....	1,5	Akerlof, Dickens y Perry (1996)
	0,3	Kim y Ruge-Murcia (2009)
	1,3	Fagan y Messina (2009)
	[6,∞)	Benigno y Ricci (2011)
Restricción del límite inferior en cero (ZLB)	0,2	Coenen, Orphanides y Wieland (2004)

Nota: (*) En algunos casos las cifras se han obtenido mediante una extrapolación lineal del rango original de deflación que tiene en cuenta el autor o autores. El dato de Lagos y Wright (2005) corresponde a la media del intervalo de sus cálculos $-[0,39-0,65]$. El número junto a Fagan y Messina (2009) se deriva midiendo el cambio en su Ilustración 14. La cifra de Benigno y Ricci (2011) corresponde a una reducción en la inflación salarial, no en la inflación general.

COLABORACIONES

II.
SEMEJANZAS Y DIFERENCIAS
ENTRE LOS PAÍSES Y ENTRE LAS POLÍTICAS

Resumen

Tras más de cinco años de tipos de intervención cercanos a cero y numerosos estímulos no convencionales, en 2014 ha comenzado el proceso de normalización monetaria en EE.UU. y en el Reino Unido se ha adelantado la fecha esperada para las subidas de tipos. Sin embargo, tanto en Japón como en la zona del euro se contemplan posibles medidas adicionales de carácter expansivo. Este artículo, en primer lugar, ofrece una valoración de los distintos programas extraordinarios de política monetaria realizados por los principales bancos centrales de las economías avanzadas en respuesta a la crisis financiera global; en segundo lugar, expone los riesgos asociados a la prolongación de las actuales medidas y los interrogantes sobre la gradualidad en la retirada de dichos estímulos; y, por último, avanza algunas lecciones sobre la conducción de la política monetaria en el futuro.

Palabras clave: política monetaria, medidas no convencionales, riesgos, estrategias de salida.

Abstract

After more than five years of near-zero official interest rates and numerous unconventional stimuli, in 2014 the process of monetary normalization has begun in the US, and the date for the UK interest rate hike will come earlier than previous expected. However, additional expansionary measures are being contemplated both in Japan and the euro zone. This article first provides a review of the various programs of extraordinary monetary policy conducted by the major central banks in advanced economies in response to the global financial crisis; secondly, it exposes the risks associated with the extension of the existing measures and raises some questions about the gradual withdrawal of these stimuli; and lastly, it offers some lessons about the conduct of monetary policy in the future.

Key words: monetary policy, unconventional measures, risks, exit strategies.

JEL classification: E44, E52, E58.

LOS DESAFÍOS PARA LA POLÍTICA MONETARIA EN LAS ECONOMÍAS AVANZADAS TRAS LA GRAN RECESIÓN (*)

Juan Carlos BERGANZA

Ignacio HERNANDO

Javier VALLÉS

Banco de España

I. INTRODUCCIÓN

HAN pasado más de cinco años desde la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008 —punto álgido de la crisis financiera internacional— y el tono de la política monetaria en los principales bancos centrales continúa siendo extremadamente laxo. Los tipos de intervención siguen próximos a cero y hay numerosos estímulos no convencionales en vigor. De hecho, en 2013 se adoptaron nuevas medidas dada la debilidad de la actividad, la incertidumbre sobre el sistema financiero y la estabilidad de los precios en las principales economías avanzadas. Por ejemplo, en abril de 2013 el Banco de Japón pasó a una instrumentación de cantidades para lograr un objetivo de inflación del 2 por 100, y en sus reuniones de política monetaria de julio y agosto de 2013, respectivamente, tanto el Banco Central Europeo (BCE) como el Banco de Inglaterra comenzaron a formular explícitamente indicaciones sobre la orientación futura de la política monetaria (*forward guidance*, por sus siglas en inglés) trasladando al mercado su intención de mantener los tipos de interés oficiales en niveles reducidos durante un «periodo amplio».

Sin embargo, en 2014 ya se percibe la proximidad del comien-

zo del proceso de normalización monetaria al considerarse que la prolongación de las medidas extraordinarias podría tener más costes que beneficios. De hecho, la Reserva Federal inició en enero de 2014 un proceso gradual de reducción del volumen mensual de compras de activos. Por otro lado, el avance de la recuperación en Estados Unidos y Reino Unido ha llevado a adelantar el momento esperado, de acuerdo con las expectativas de mercado, para la primera elevación de los tipos oficiales, a diferencia de Japón y la zona del euro, donde no se contemplan elevaciones de tipos en un horizonte cercano pero sí posibles medidas adicionales para aumentar el carácter expansivo de la política monetaria.

El impacto potencial de la retirada de estos estímulos en algunos bancos centrales genera una cierta incertidumbre sobre los agentes económicos dada su magnitud y el periodo de tiempo que han estado vigentes. De hecho, el comienzo del debate en torno a la posible normalización del tono de la política monetaria por parte de la Reserva Federal en mayo de 2013 provocó un notable incremento de la volatilidad en los mercados financieros, un marcado repunte de la rentabilidad de los bonos soberanos en Estados Unidos y un desplazamiento de la inversión desde los

activos con mayor riesgo, incluyendo una salida significativa de capitales de los países emergentes. Este episodio —que ha tenido algunas réplicas con posterioridad— anticipa la complejidad asociada a la retirada de las medidas no convencionales.

Este artículo analiza de forma sistemática los cambios desde el inicio de la crisis en la estrategia de política monetaria en los bancos centrales de las principales economías avanzadas: la Reserva Federal (Fed), el Banco de Inglaterra (BoE), el Banco de Japón (BoJ) y el Banco Central Europeo (BCE). Se hace una comparación de las principales medidas adoptadas, teniendo en cuenta que cada banco central las ha modulado atendiendo, además de a la profundidad de la crisis en cada área, a la distinta naturaleza de sus sistemas financieros así como a sus propios objetivos y estructuras institucionales. El artículo presta especial atención al apoyo teórico proporcionado por la literatura académica a la utilización de estas nuevas herramientas y a la evidencia ya disponible sobre los efectos en los mercados financieros y en el nivel de actividad. También se hace un repaso de los principales riesgos del actual periodo de expansión monetaria y de los interrogantes sobre la estrategia de salida, ya que pueden condicionar el objetivo de estabilidad de precios y poner en cuestión la independencia del banco central.

Como la valoración sobre la efectividad de las medidas no convencionales y sobre los riesgos asociados a su utilización está todavía abierta, la configuración de la política monetaria en el futuro resulta hasta cierto punto incierta. Además, hay que tener en cuenta que no hay precedentes para una actuación monetaria de esta magnitud, tan prolongada en el tiem-

po y con un alcance geográfico tan extenso. De hecho, según todos los estudios, la ausencia de una política monetaria adecuada en la anterior crisis internacional de una dimensión comparable, la Gran Depresión de los años treinta, contribuyó al alargamiento del periodo de bajo crecimiento y elevado desempleo. Y la valoración del único antecedente reciente de algunas de estas acciones —en Japón tras la explosión de su burbuja de activos en los noventa— no resulta muy alentadora.

Más allá del análisis de las medidas monetarias extraordinarias introducidas en los últimos años, este artículo trata de reflejar hasta qué punto los desafíos a los que se ha enfrentado la política monetaria durante el desarrollo de la crisis financiera global están suponiendo una revisión del paradigma vigente de política monetaria. Cabe argumentar que estos desafíos, si bien no han quebrado la convicción de que la estabilidad de precios es la mejor contribución que la política monetaria puede hacer al bienestar social, sí han estimulado la creación de nuevos instrumentos para responder a situaciones complejas y, lo que es más importante, han puesto de manifiesto que el mantenimiento de la estabilidad de precios no es una condición suficiente para preservar la estabilidad financiera. Por ello, se otorga una importancia creciente al seguimiento de variables como el crédito o el precio de los activos inmobiliarios y su influencia sobre la estabilidad macroeconómica y financiera. En este contexto, se ha revelado imprescindible la definición de un nuevo marco operativo para la política macroprudencial que atienda los riesgos financieros de carácter sistémico y un diseño institucional adecuado que internalice las interacciones entre la

política monetaria y la macroprudencial.

El resto del artículo se estructura como sigue. En la sección II se sintetiza el consenso existente así como algunas discrepancias en torno a la conducción de la política monetaria en el periodo anterior a la crisis financiera global. En la sección III se comparan las principales líneas de actuación de los bancos centrales desde el comienzo de la crisis así como los argumentos teóricos que las apoyaban y la evidencia sobre sus efectos. En la sección IV se exponen los riesgos asociados a la prolongación de las actuales medidas no convencionales, se describen las estrategias de salida y se plantean los interrogantes y riesgos asociados a las mismas. En la sección V se analizan las interacciones entre la política monetaria y la macroprudencial. El artículo concluye con una breve reflexión en la sección VI sobre el futuro de la política monetaria a la luz de los cambios recientes en su gestión.

II. LA POLÍTICA MONETARIA EN EL PERIODO DE LA GRAN MODERACIÓN

En el largo periodo de crecimiento sostenido e inflación baja y estable que precedió a la Gran Recesión se gestó una visión ampliamente compartida en torno a la conducción de la política monetaria, para la que algunos autores han acuñado el término «consenso de Jackson Hole», en referencia a la conferencia de banqueros centrales y académicos organizada anualmente por la Reserva Federal de Kansas, cuyas discusiones contribuyeron a forjar este consenso (Bean *et al.*, 2010).

De acuerdo con esta visión, el objetivo prioritario de la política monetaria debía ser el manteni-

miento de la estabilidad de precios y la responsabilidad de su conducción debía recaer en un banco central independiente, que pudiese actuar sin estar sometido a las presiones del ciclo político. De este modo, los bancos centrales —principalmente, los de las economías avanzadas, pero también de manera creciente los de las emergentes— adoptaron una *estrategia flexible de objetivos de inflación*. Este marco contemplaba un compromiso de mantener la tasa de inflación en torno a un objetivo, no siempre explícito, en el medio plazo.

Bajo este enfoque general, no obstante, cabían diversas variaciones. Por un lado, algunos bancos centrales adoptaron una *estrategia formal de objetivos de inflación*, que es el resultado de un conjunto de elementos: reconocimiento explícito de la estabilidad de precios como objetivo primordial de la política monetaria, anuncio público de un objetivo cuantitativo, análisis de un conjunto amplio de información en la toma de decisiones incluyendo las expectativas de inflación, transparencia en la toma de decisiones y existencia de mecanismos de rendición de cuentas. Los esquemas de política monetaria de otros bancos centrales —la Reserva Federal, el Banco Central Europeo y el Banco de Japón, entre otros— compartían muchos de los rasgos esenciales antes citados, pero no todos, por lo que no se suelen considerar estrictamente como bancos con una estrategia formal de objetivos de inflación (1). En todo caso, la gestión en la práctica de estas estrategias de política monetaria contemplaba en la mayor parte de los casos la discrecionalidad por parte de los bancos centrales para decidir la velocidad de retorno de la inflación al objetivo ante una perturbación que hubiese provocado una desviación de la misma.

Otra de las ideas ampliamente compartidas es que los objetivos de estabilidad de precios y estabilidad financiera son complementarios y, en general, no existen conflictos entre ellos. En otros términos, existía la convicción de que la política diseñada para estabilizar la inflación y el *output* contribuiría a su vez a estabilizar el precio de los activos. En todo caso, se tendía a descartar el uso de la política monetaria ante indicios de formación de burbujas en el precio de los activos porque, por un lado, se desconfiaba de la capacidad de las autoridades para identificar, antes que el mercado, la existencia de una burbuja (es decir, de un crecimiento del precio de algún activo no justificado por la evolución de sus determinantes fundamentales) y, por otro, aunque se pudiesen identificar, se consideraba que los instrumentos de política monetaria eran demasiado burdos para impedir su desarrollo. De este modo, la aproximación dominante para afrontar la posible formación de burbujas —cuyo más claro exponente fue la política de la Reserva Federal en torno a la burbuja tecnológica de comienzos de siglo— fue una estrategia de *benign neglect* y *mop up after*, es decir, un papel pasivo del banco central ante la gestación de la burbuja y una actuación decidida, mediante la provisión de la liquidez necesaria, una vez que esta ha estallado para mitigar la propagación de sus efectos a la economía real (Greenspan, 2002; Blinder y Reis, 2005).

En retrospectiva, aunque diversos factores contribuyeron al periodo prolongado de estabilidad macroeconómica que precedió a la crisis actual, conocido como la «Gran Moderación», existe un consenso bastante amplio sobre el destacado papel de

sempeñado por el nuevo régimen de política monetaria (Bernanke, 2004). Es cierto, no obstante, que esta valoración se enfrenta a la crítica habitual de endogeneidad: la adopción de esta estrategia, en muchos casos, se enmarca dentro de un proceso previo más amplio de reformas encaminadas al logro de la estabilidad macroeconómica.

Sin embargo, la irrupción de la crisis financiera contribuyó a que se pusiese en cuestión el paradigma de política monetaria que se había ido formando en las décadas anteriores. La ausencia de presiones inflacionistas permitió el mantenimiento prolongado de tipos de interés muy reducidos pero, al mismo tiempo, se fueron acumulando una serie de desequilibrios financieros, relacionados en gran medida con un crecimiento insostenible del precio de la vivienda (2).

Muchos autores han señalado la relevancia de la innovación financiera y las consiguientes deficiencias en la regulación y supervisión financiera en la gestación de la crisis en muchos países desarrollados en el periodo anterior a la Gran Recesión. Así, entre la multiplicidad de factores se citan el modelo bancario originar-para-distribuir que propició un menor rigor en la provisión de crédito, la existencia de instituciones consideradas como demasiado grandes para quebrar, los incentivos inadecuados de las agencias de *rating*, los modelos de remuneración de directivos que favorecían la toma excesiva de riesgos, los crecientes desequilibrios globales, la complejidad de algunas innovaciones financieras o la creciente interconexión entre las instituciones financieras.

En todo caso, las dos principales objeciones sobre el paradigma de

política monetaria vigente antes de la crisis son su pasividad ante la formación de burbujas y su incapacidad para evitar caer en una situación de tipos oficiales nulos.

1. La gestación de burbujas: *leaning against the wind* versus *benign neglect*

El éxito de la estrategia de la Reserva Federal tras el estallido de la burbuja tecnológica parecía haber reforzado la bondad de la estrategia de *benign neglect* descrita anteriormente en la gestión de procesos especulativos en los mercados de activos. Sin embargo, la magnitud de los desequilibrios financieros acumulados con anterioridad a la crisis actual y la profundidad de la misma han reabierto el debate sobre cuál debe ser la respuesta de la política monetaria ante la formación de una burbuja. Aunque hay algunos principios sobre los que hay una visión común —los precios de los activos no deben formar parte del objetivo de política monetaria, los bancos centrales no deben intentar pinchar una burbuja y si esta estalla deben actuar con contundencia para mitigar sus efectos—, el papel de los bancos centrales en la fase de formación de la burbuja resulta más controvertido. Así, algunos autores —de modo destacado, los vinculados al BIS— han abogado por políticas más activistas, de *leaning against the wind*, para hacer frente a la aparición de desequilibrios financieros (Borio y Lowe, 2002; Rajan, 2005; White, 2006; Borio, 2012).

En todo caso, ambas visiones coinciden en la importancia de reforzar la regulación y supervisión macroprudencial, cuyo objetivo es la preservación de la estabilidad financiera. No obstante, como se verá más adelante, dadas las li-

mitaciones de los instrumentos macroprudenciales, la posible utilización de la política monetaria para frenar la acumulación de desequilibrios financieros sigue siendo objeto de debate.

2. Tipos oficiales próximos a cero (*zero lower bound*)

Durante la Gran Moderación, con objetivos de inflación de los bancos centrales de las economías avanzadas situados en torno al 2 por 100 —algo más elevados en promedio en el caso de los fijados en las economías emergentes—, se consideraba que la probabilidad de que los tipos de interés nominales se aproximasen a cero —y, por tanto, que se agotase el margen de maniobra de la política monetaria convencional para luchar contra las presiones deflacionistas o para estimular la actividad— era bastante reducida.

Sin embargo, la situación vivida en Japón desde la década de los noventa hasta bien entrado el presente siglo, en la que los tipos de interés oficiales estuvieron cercanos a cero y su economía estuvo en depresión, ya hizo pensar en la posibilidad de entrar en una situación de este tipo. Con la reciente crisis se ha constatado que la probabilidad de este fenómeno (lo que la literatura denomina *zero lower bound*) era mayor de lo que se pensaba, ya que en la actualidad los tipos oficiales en un buen número de economías avanzadas han agotado su recorrido a la baja.

Esta situación ha reabierto el debate sobre un posible cambio en los objetivos del banco central. Entre los partidarios del mantenimiento de objetivos de inflación, algunos abogan por fijar valores algo más elevados, entre otros mo-

tivos para crear más espacio para recortes de tipos en caso necesario (Blanchard *et al.*, 2010; Ball, 2013). Así, por ejemplo, dado un nivel de equilibrio del tipo de interés real, un aumento en el objetivo de inflación del 2 al 4 por 100 supone que sea necesaria una mayor caída en los tipos de interés nominales para alcanzar el cero. No obstante, frente a estos argumentos, los bancos centrales se oponen con unanimidad a dicho cambio, señalando la mayor dificultad a la que se enfrentaría la política monetaria para estabilizar la inflación y las expectativas de inflación en niveles más elevados, así como el daño reputacional asociado a este cambio.

III. LA ACTUACIÓN DE LOS BANCOS CENTRALES DESDE EL INICIO DE LA CRISIS

En tiempos normales, la política monetaria conlleva, de forma general, el control de un tipo de interés de corto plazo. Los bancos centrales inciden directamente, mediante operaciones de mercado abierto, en los tipos de interés de los mercados monetarios donde los bancos prestan y toman prestado y en la liquidez del sistema financiero. Los cambios en estas variables se acaban transmitiendo a los tipos de interés relevantes para los hogares y las empresas, los precios de los activos financieros, la riqueza de los agentes y al tipo de cambio, y afectan, en última instancia, a las decisiones de gasto y a la actividad real.

La crisis financiera global dañó severamente el mecanismo de transmisión monetaria en gran parte de las economías avanzadas. Entre el verano de 2007 y el otoño de 2008 los bancos centrales adoptaron una serie de medidas de apoyo a la liquidez, que alcanzaron límites insospecha-

dos tras la quiebra de Lehman Brothers: expansión de las líneas de liquidez habituales, cambios en el plazo de las mismas y en los requisitos de colateral, introducción de nuevas líneas temporales de liquidez, entre otras. Y como prestamistas de última instancia los bancos centrales trataban de evitar que problemas de liquidez derivaran en crisis de solvencia. En el cuadro n.º 1 se pueden encontrar las medidas de provisión de liquidez adoptadas por los principales bancos centrales.

La forma de financiarse de los agentes económicos en las dis-

tintas economías determinó la naturaleza de estas medidas. Así, por ejemplo, la importancia de los mercados de capitales como mecanismo de financiación en el caso de Estados Unidos y Reino Unido motivó que los programas de la Reserva Federal y del Banco de Inglaterra se dirigieran a intervenir directamente en los mercados, mientras que la mayor importancia relativa de los sistemas bancarios en la intermediación financiera explica que las actuaciones del Banco de Japón y del BCE se orientasen a dotar de liquidez a los bancos.

Igualmente los *currency swaps* bilaterales de la Reserva Federal y del BCE con otros bancos centrales jugaron un papel muy relevante en la fase álgida de la crisis, por tanto, es que los mercados financieros están tan globalizados que no es suficiente con ofrecer liquidez en la propia moneda.

Estos programas resultaron efectivos pues detuvieron los movimientos de pánico entre los acreedores de distintos tipos de instituciones financieras y restauraron el funcionamiento de los

CUADRO N.º 1

PRINCIPALES MEDIDAS EXTRAORDINARIAS DE PROVISIÓN DE LIQUIDEZ

	Programa	Anuncio	Duración
Reserva Federal*	<i>Provisión de liquidez a bancos y otras instituciones financieras</i>		
	<i>Term Auction Facility (TAF)</i>	dic-07	dic-07 a abr-10
	<i>Primary Dealer Credit Facility (PDCF)</i>	mar-08	mar-08 a feb-10
	<i>Term Securities Lending Facility (TSLF)</i>	mar-08	mar-08 a feb-10
	<i>Provisión de liquidez directamente a prestatarios e inversores</i>		
	<i>Commercial Paper Funding Facility (CPFF)</i>	oct-08	oct-08 a feb-10
	<i>Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility (AMLF)</i>	sep-08	sep-08 a feb-10
	<i>Money Market Investor Funding Facility (MMIFF)</i>	oct-08	oct-08 a oct-09
	<i>Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF)</i>	nov-08	mar-09 a jun-10**
BCE	Ampliación del vencimiento máximo de las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) hasta 6 meses y, posteriormente, 12 meses....	abr-08/jun-09	
	Subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena	oct-08	
	Ampliación de la lista de activos de garantía aceptados en las operaciones de financiación	oct-08 a mediados 2013	
	Dos OFPML extraordinarias con vencimiento a 36 meses y posibilidad de prepago tras 1 año	dic-11/feb-12	
	Reducción del coeficiente de caja del 2 al 1 por 100.....	dic-11	ene-12 a --
Banco de Japón	Expansión de la <i>Securities Lending Facility</i> (introducida en abr-04)	oct-08	
	Introducción de la <i>Complementary Deposit Facility</i>	oct-08	
	Aumento en la frecuencia y tamaño de las operaciones repo con papel comercial.....	oct-08	
	Provisión de préstamos subordinados a los bancos	mar-09	
Banco de Inglaterra	<i>Special Liquidity Scheme</i>	abr-08	abr-08 a ene-12
	<i>Discount Window Facility</i>	oct-08	oct-08 a --
	<i>Indexed Long-term Repo operations</i>	mar-08	mar-08 a --
	<i>Extended Collateral Term Repo</i>	dic-11	jun-12 a --

Notas:

(*) Otros programas y facilidades de liquidez fueron *Maiden Lane LLC* y *Maiden Lane II and III*.

(**) Fecha de última operación pero préstamos aún no vencidos.

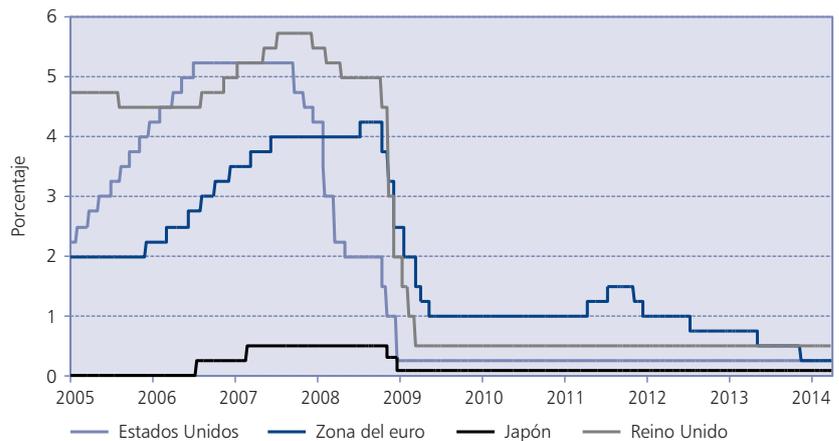
Fuentes: Reserva Federal de Estados Unidos, Banco Central Europeo, Banco de Inglaterra, Banco de Japón.

mercados, disminuyendo significativamente los riesgos de falta de liquidez. De hecho, cuando los mercados fueron recuperando la normalidad (en 2009 tanto en Estados Unidos como en Reino Unido), tras la fase más aguda de la crisis, se suprimieron la mayoría de estos programas, pues tomar prestado de los bancos centrales dejó de ser atractivo para las instituciones financieras. En la actualidad solo perviven algunos programas ofrecidos por el BCE dada la persistencia de la crisis en la zona del euro, que ha mantenido la disfuncionalidad en algunos segmentos de su sistema financiero.

La provisión extraordinaria de liquidez, que fue fundamental en los estadios iniciales de la crisis, vino acompañada de una reducción de los tipos de interés oficiales por los principales bancos centrales con el fin de dar soporte a la actividad. De este modo, entre finales de 2008 y principios de 2009, los tipos oficiales alcanzaron, de manera generalizada como se puede ver en gráfico 1, el límite inferior del 0 por 100.

Pero una vez que los principales bancos centrales agotaron el recorrido a la baja de su instrumento habitual y que se confirmó la debilidad de la recuperación, se hizo necesario el recurso a nuevos instrumentos no convencionales entre los que destacan tres: 1) compras de activos financieros y cambios en los balances de los bancos centrales; 2) cambios en la política de comunicación incluyendo el conocido como *forward guidance*, y 3) facilidades de crédito al sistema bancario. En las siguientes subsecciones se describe este conjunto de medidas no convencionales y cómo han ayudado, primero, a evitar el colapso financiero y, después, a apoyar la recuperación todavía incipiente en el conjunto de países desarrollados.

GRÁFICO 1
EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE INTERÉS OFICIALES



Fuentes: Reserva Federal de Estados Unidos, Banco Central Europeo, Banco de Inglaterra, Banco de Japón.

1. Compras de activos financieros y cambios en los balances de los bancos centrales

Más allá de las medidas extraordinarias de provisión de liquidez, los bancos centrales comenzaron a poner en marcha en los primeros estadios de la crisis programas de expansión cuantitativa (*QE* o *Quantitative Easing*) que se han ido sucediendo con distintas características desde entonces y que han ocasionado la expansión de sus balances. Los activos financieros que han ido adquiriendo han dependido de las diferentes circunstancias en las que se desenvuelven cada una de estas instituciones y de los objetivos perseguidos con estos programas —básicamente, el apoyo a la recuperación de la actividad o el restablecimiento del mecanismo de transmisión afectado por disfunciones en algunos segmentos de los mercados financieros—. Los programas de compras de activos financieros de los principales bancos centrales puestos en marcha

desde el comienzo de la crisis se recogen esquemáticamente en el cuadro n.º 2.

Estos programas presentan diferencias en el tipo de activos, su vencimiento y periodo de vigencia. Como consecuencia de estas diferencias en los programas, el impacto de los mismos sobre la cuantía y composición de los balances de los distintos bancos ha variado en el tiempo. Como puede comprobarse en el gráfico 2, son los balances de la Reserva Federal y del Banco de Inglaterra los que más aumentan durante este periodo, multiplicándose el tamaño del balance en ambos casos casi por cinco desde agosto de 2007.

Los programas de compras de activos han tenido éxito en reducir los tipos de interés nominales de los activos objetos de adquisición, han contribuido a sostener la actividad y, en algún caso, a atenuar el riesgo de deflación. Así, según la revisión de la literatura realizada por el FMI (2013c), el pri-

CUADRO N.º 2

PRINCIPALES PROGRAMAS DE COMPRAS DE ACTIVOS

	Programa	Fecha de anuncio	Duración	Descripción/Volumen	¿Expansión del balance?
Reserva Federal	<i>Large-Scale Asset Purchases (LSAP) 1</i>	nov-08	dic-08 a jul-10	Compra de deuda de las agencias GSE por 100 mm\$	S
			ene-09 a jul-10	Compra de titulaciones hipotecarias (MES) garantizadas por las GSE por 500 mm\$	S
	<i>LSAP 1-Extensión</i>	mar-09	mar-09 a mar-10	Compras de deuda de las agencias GSE adicionales por 100 mm\$ (finalmente sólo 75 mm\$)*	S
			ene-09 a jul-10	Compras de titulaciones hipotecarias (MBS) garantizadas por las GSE adicionales por 750 mm\$	S
		mar-09 a oct-09	Compras por 300 mm\$ de deuda pública federal	S	
		ago-10		Reinversión de vencimientos de deuda de las agencias GSE y MBS y de deuda pública federal en deuda pública federal	N
	<i>LSAP 2</i>	nov-10	nov-10 a jun-11	Compras por 600 mm\$ deuda pública federal	S
	<i>Maturity Extension Program (MEP)</i>	sep-11	sep-11 a jun-12	Recomposición de cartera de títulos de deuda pública federal: sustitución de 400 mm\$ de títulos con vencimiento residual inferior a 3 años por título con vencimiento residual entre 6 y 30 años	N
		sep-11	sep-11 a --	Reinversión de vencimientos de deuda de las agencias GSE y MBS en MBS/reinversión de vencimientos de deuda pública federal en deuda pública federal	N
	<i>Extensión MEP</i>	jun-12	jun-12 a dic-12	Recomposición de cartera de títulos de deuda pública federal: sustitución de 267 mm\$ de títulos con vencimiento residual inferior a 3 años por título con vencimiento residual entre 6 y 30 años	N
	<i>LSAP 3</i>	sep-12	sep-12 a dic-13	Compras de titulaciones hipotecarias (MBS) garantizadas por las GSE por una cuantía de 40 mm\$ mensuales	S
		dic-12	ene-13 a dic-13	Compras de deuda pública federal con una cuantía de 45 mm\$ mensuales	S
		dic-13	ene-14 a --	Reducción gradual de las compras mensuales de activos financieros (<i>tapering</i>)	S
Banco de Japón	<i>Comprehensive Monetary Easing (CME)</i>	oct-10	oct-10 a abr-13	Anuncio de compras de deuda pública (JGB) con vencimiento remanente hasta 2 años, papel comercial, bonos corporativos, exchange trade funds (ETF), fondos de inversión en activos inmobiliarios (J-RBIT). Tamaño inicial del programa de compras ascendió a 5 billones de yenes. 8 ampliaciones de este programa de compra de activos (mar-11, 5 bill¥; ago-11, 10 bill¥; oct-11, 5 bill¥; feb-12, 10 bill¥; abr-12, 5 bill¥; jul-12, 5 bill¥; sep-12, 10 bill¥; oct-12, 11 bill¥; dic-12, 10 bill¥) modificando también la fecha de finalización de las compras (hasta dic-13)	S
		ene-13	No se inició	A partir de ene-13 compras de activos pasarán a no tener fecha de finalización predeterminada y se estableció una cuantía mensual	S
	<i>Quantitative and Qualitative Monetary Easing (QQME)</i>	abr-13	abr-13 a --	Final del CME. Aumento de base monetaria en 60-70 bill¥ anuales mediante compras de JGB (extensión del vencimiento medio hasta 7 años), ETF y J-REIT. Incremento del vencimiento medio de los JGB en la cartera del Banco de Japón. Vigencia del programa hasta alcanzar tasa de inflación del 2%	

CUADRO N.º 2 (continuación)

PRINCIPALES PROGRAMAS DE COMPRAS DE ACTIVOS

Programa	Fecha de anuncio	Duración	Descripción/Volumen	¿Expansión del balance?
BCE	<i>Covered Bond Purchase Program (CEPP)</i>	may-09 jul-09 a jun-10	Programa de adquisiciones de bonos garantizados por una cuantía de 60 mm€	S
	<i>Security Market Program (SMP)</i>	may-10 may-10 a sep-12	Compras de deuda pública soberana de los países periféricos por un total de 218 mm€ (valor nominal)	S**
	<i>Covered Bond Purchase Program (CEPP)-2</i>	oct-11 nov-11 a oct-12	Programa de adquisiciones de bonos garantizados por una cuantía de 40 mm€ (finalmente se adquirieron 16,4 mm€)	S
	<i>Outright Monetary Transactions (OMT)</i>	ago-12	Compras de deuda pública de países pertenecientes a la zona del euro con el objetivo de salvaguardar la transmisión apropiada de la política monetaria y la política monetaria única. Condicional a la adopción de programas por parte del país	S**
Banco de Inglaterra	<i>Asset Purchase Facility (APF)-1</i>	ene-09 mar-09 a feb-10	Tras autorización del Gobierno, creación de la APF en ene-09. Compras de 75 mm£ durante 3 meses principalmente de deuda pública (periodo residual de vencimiento entre 5 y 25 años)	S
			Incremento de 50 mm£ de compras de activos en may-09	S
			Incremento de 50 mm£ de compras de activos en ago-09 (ampliación a bonos con periodo residual de vencimiento mayor a 3 años)	S
			Incremento de 25 mm£ de compras de activos en nov-09	S
	<i>APF-2</i>	oct-11 oct-11 a oct-12	Incremento de 75 mm£ de compras de activos en oct-11	S
			Incremento de 50 mm£ de compras de activos en feb-12	S
			Incremento de 50 mm£ de compras de activos en jul-12	S
			Mantiene 375 mm£ de activos (deuda pública casi en su totalidad con presencia testimonial de bonos corporativos y papel comercial)	

Notas:

(*) En la reunión del FOMC de noviembre de 2009 se decidió que las compras de deuda totales de las agencias GSE se limitaran a 175.000 millones de dólares por la limitada disponibilidad de la misma.

(**) Esterilizado con depósitos a tipo de interés fijo en el BCE.

Fuentes: Reserva Federal de Estados Unidos, Banco Central Europeo, Banco de Inglaterra, Banco de Japón.

mer programa de la Fed (*LSAP-1*) supuso una reducción acumulada de entre 90 y 200 pb en los tipos de interés de los bonos del Tesoro a 10 años, siendo este efecto mayor que el encontrado en los programas de compra de activos de Reino Unido. En cualquier caso, se ha documentado que los efectos de los distintos programas sobre los precios y las rentabilidades de los activos han sido cada vez menores a lo largo del tiempo (Bauer, 2012; Krishnamurthy y Vissing-Jorgensen, 2011). Además, algunos autores (Cúrdia y Ferrero, 2013) consideran que estos efectos

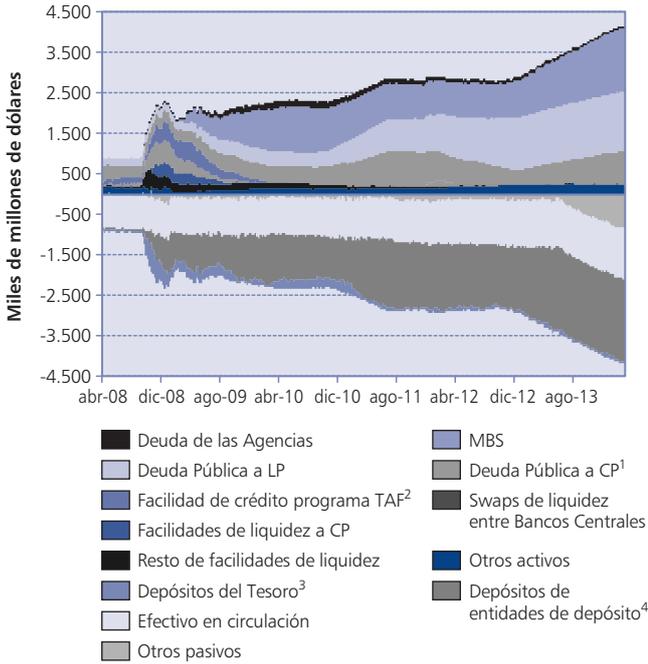
dependen de que el banco central lleve a cabo al mismo tiempo una política de *forward guidance* (véase la siguiente subsección).

Los efectos de los programas de compras de activos han ocurrido principalmente a través de dos canales. En primer lugar, de acuerdo con el llamado «canal de la composición de la cartera de activos» (*portfolio-balance channel*), el aumento de la demanda del activo adquirido por el banco central provoca que aumente su precio y, por tanto, se reduzca el rendimiento del mismo. Asimismo,

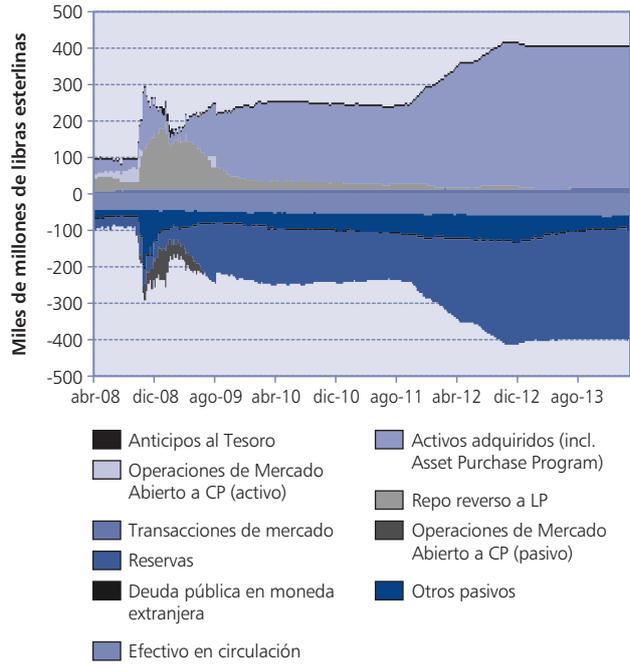
mo, al disminuir el precio del riesgo, aumenta la demanda de otros activos con mayor riesgo como los bonos corporativos o las acciones, con lo que se eleva el precio de los mismos, se reducen los costes de financiación y se produce un efecto riqueza, incentivando el gasto y la demanda nominal. En segundo lugar, el conocido como «canal de señalización» (*signalling channel*), considera el impacto de las compras de activos sobre la percepción de que el tono de la política monetaria seguirá siendo laxo durante un periodo prolongado, lo que

GRÁFICO 2
BALANCES DE LOS BANCOS CENTRALES DE LAS PRINCIPALES ECONOMÍAS AVANZADAS

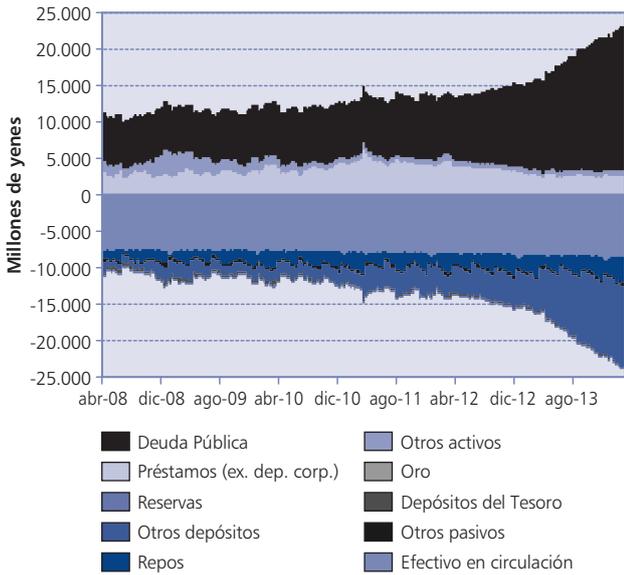
A) Balance de la Reserva Federal



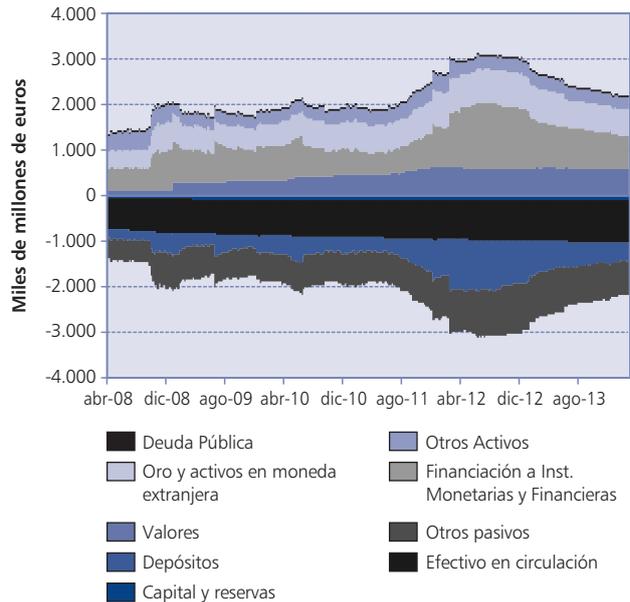
B) Balance del Banco de Inglaterra



C) Balance del Banco de Japón



D) Balance del Banco Central Europeo



Notas:

- (1) Deuda Pública emitida con vencimiento inferior a 5 años.
- (2) Term Auction Facility.
- (3) Los depósitos mantenidos por el Tesoro en la Reserva Federal incluyen «US Treasury General Account» y «US Treasury supplementary financing account».
- (4) Incluye *reserve balances*, *clearing balances* y *excess balances*.

Fuentes: Reserva Federal de Estados Unidos, Banco Central Europeo, Banco de Inglaterra, Banco de Japón.

incide sobre las expectativas de los tipos de interés de corto plazo y sobre la rentabilidad de los activos de largo plazo, favoreciendo una expansión de la demanda. Este canal está relacionado con el mecanismo de manejo de las expectativas que se tratará posteriormente y, de acuerdo con Woodford (2012a), habría sido más relevante sobre la reducción

de la prima de tipo de interés de largo plazo que el canal de recomposición de las carteras en el caso de Estados Unidos.

Por otro lado, en los programas de compras de activos que llevan asociada una expansión del balance del banco central, se produce un aumento de las reservas no obligatorias de las institu-

ciones financieras en el banco central y, por tanto, un incremento de la base monetaria. Sin embargo, desde el inicio de la crisis se ha reducido notablemente el multiplicador monetario y, por ello, este aumento de la base monetaria no se ha trasladado más que en una pequeña cuantía a los agregados monetarios (gráfico 3).

GRÁFICO 3
BASE MONETARIA Y M2 EN LAS PRINCIPALES ECONOMÍAS AVANZADAS

A) Estados Unidos



B) Reino Unido



C) Japón



D) Zona del euro



Fuentes: Reserva Federal de Estados Unidos, Banco Central Europeo, Banco de Inglaterra, Banco de Japón.

Aunque los estudios recientes encuentran efectos significativos de las medidas anteriores en el PIB y la inflación de las cuatro áreas analizadas, la literatura reconoce la dificultad de estimar los efectos de la relajación en las condiciones financieras, dados los cambios en las relaciones históricas que se han producido entre estas variables y la inexistencia de contrafactuales que

permitan un análisis más adecuado. Aunque la prolongación de las medidas expansivas extraordinarias conlleva un riesgo de que las expectativas de inflación se acaben desanclando al alza, este no parece haber sido el caso en la situación actual (gráfico 4). Es más, en el caso de la eurozona, la acentuación de la tendencia descendente de la inflación desde mediados de 2013 ha propiciado

un cierto descenso de las expectativas de inflación en el largo plazo. En los casos de Estados Unidos y Reino Unido, estas se han mantenido firmemente ancladas. Finalmente, en Japón la puesta en marcha del programa QQME ha conseguido elevar las expectativas a largo plazo, si bien están todavía alejadas del objetivo del Banco de Japón, mientras que las de corto plazo están afec-

GRÁFICO 4
EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN EN LAS PRINCIPALES ECONOMÍAS AVANZADAS BASADAS EN LOS SWAPS DE INFLACIÓN

A) Estados Unidos



B) Zona del euro



C) Reino Unido



D) Japón



Fuente: Barclays.

tadas por las variaciones en la imposición indirecta.

Ante las supuestas limitaciones en la efectividad de las políticas de compras de activos, por la situación de persistente debilidad de la demanda, algunos académicos y analistas han planteado la posibilidad de introducir instrumentos adicionales. Un ejemplo es Turner (2013), que plantea un estímulo fiscal financiado con aumentos permanentes de la cantidad de dinero (*overt money finance* o *helicopter money*). Este impulso a la demanda, aumentando el gasto público o reduciendo impuestos, no genera un aumento de deuda pública. Es un canal más directo y efectivo que las acciones anteriores de política monetaria al no actuar vía las decisiones del sector privado que están ahora tan restringidas por los problemas de sobreendeudamiento. Se trata de una propuesta similar a la defendida por Bernanke (2003) para estimular el gasto nominal en Japón en los noventa. Según sus defensores, el aumento del déficit público es monetizado; no hay efecto ricardiano en las decisiones de consumo e inversión ya que no subirán los impuestos futuros; y se reducirá la ratio de deuda pública al aumentar el gasto nominal.

Sin duda, el gran riesgo de esta propuesta es que los agentes crean que se pueda repetir en el futuro el *helicopter drop* generando expectativas de mayor inflación y, por tanto, eliminado su posible efecto positivo sobre la demanda agregada (Sargent y Wallace, 1981).

2. Indicaciones sobre la orientación futura de la política monetaria (*forward guidance*) (3)

Tras la crisis y dada la debilidad de la demanda, una vez que los

tipos de interés de intervención alcanzaron niveles próximos a cero y que existían dudas crecientes sobre la efectividad marginal y los riesgos de las medidas cuantitativas no convencionales, aumentaron los incentivos de los bancos centrales para recurrir a estas herramientas de comunicación. Estos han optado por ofrecer una orientación futura sobre la política monetaria a los agentes económicos (*forward guidance*) (4) adicionalmente a las acciones inmediatas que se han ido adoptando.

La teoría keynesiana clásica consideraba que la política monetaria era ineficaz cuando los tipos de interés estaban próximos a cero. Se pensaba que, en esta situación, el aumento de la liquidez mediante operaciones de mercado abierto no se traduciría en un fortalecimiento de la actividad. Pero la experiencia japonesa de finales del siglo pasado y comienzos de este y los temores deflacionistas en Estados Unidos a comienzos de la década pasada propiciaron el desarrollo de nuevas investigaciones sobre las opciones de política económica en dichas circunstancias. Estos trabajos, corroborados por estudios más recientes, apoyan la efectividad de los anuncios del banco central sobre tipos de interés en el futuro como forma de influir sobre las expectativas de los agentes (Woodford, 2012a).

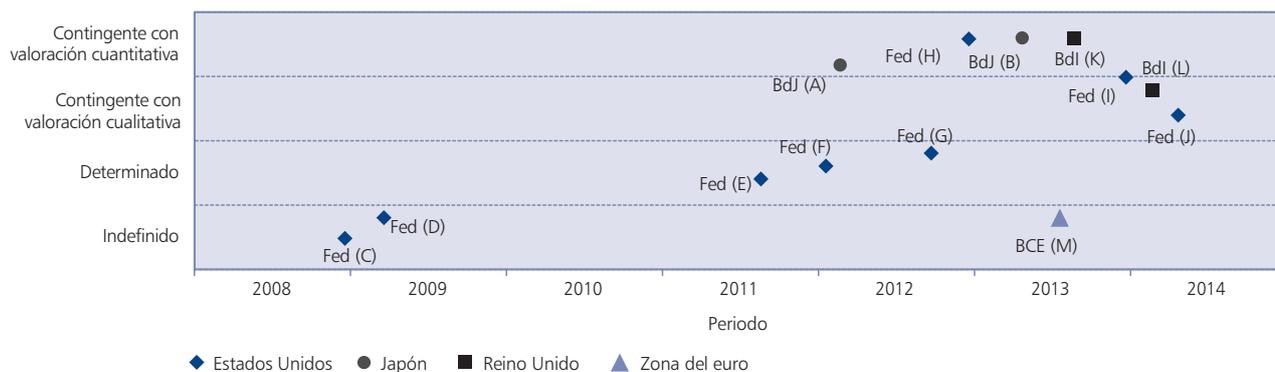
Como se verá en los siguientes párrafos, la naturaleza de este compromiso ha evolucionado en los cuatro grandes bancos, en general, desde la señalización de un periodo indefinido de tiempo a la alusión de fechas concretas y, finalmente, al condicionamiento a determinadas variables económicas (gráfico 5).

La Reserva Federal comenzó a dar pasos en esa dirección en di-

ciembre de 2008. Así, utilizó una variante indefinida de *forward guidance*, al afirmar que mantendría el tipo de interés reducido «durante algún tiempo» («indefinido» en el gráfico 5). En marzo de 2009 el compromiso para mantener el tipo de interés reducido se amplió a «durante un periodo extenso de tiempo». Desde agosto de 2011, el manejo de las expectativas pasó a referirse a periodos de tiempo definidos («determinado» en el gráfico 5), pues la Reserva Federal comenzó a comprometerse a mantener el tipo de interés reducido hasta una fecha concreta (mediados de 2013, aunque lo fue extendiendo posteriormente hasta mediados de 2015). No obstante, los compromisos ligados a fechas concretas presentan un problema de inconsistencia temporal, ya que el banco central tendrá incentivos a reajustar sus planes si cambian las condiciones económicas, incumpliendo su anuncio inicial (Rajan, 2013). Es en ese sentido en el que las compras de activos (con riesgo de tipo de interés) por parte de los bancos centrales pueden aumentar la credibilidad del compromiso, dados los posibles costes financieros para el banco central que podrían añadirse a los costes estrictamente reputacionales (5). Existe también el riesgo mencionado por Woodford (2012a) de que los agentes interpreten la promesa de que se mantendrán los tipos de interés oficiales bajos durante un largo periodo de tiempo como que la senda de recuperación económica es más débil de lo anticipado, con lo que desaparecerían parte de los efectos expansivos que se buscan vía expectativas de los agentes.

Los esquemas contingentes, en los que la autoridad monetaria condiciona explícitamente los movimientos futuros de los tipos de interés oficiales a la evolución

GRÁFICO 5
FORWARD GUIDANCE EN LOS PRINCIPALES BANCOS CENTRALES TRAS LA CRISIS FINANCIERA



ANUNCIOS DE LOS BANCOS CENTRALES

Banco Central	Tipo de forward guidance	Fecha de decisión	Gráf.	Anuncio
Banco de Japón	Contingente	Febrero de 2012	A	Hasta que la estabilidad de precios esté a la vista, con un objetivo del 1 por 100 de inflación
	Contingente	Abril de 2013	B	El Banco continuará con la expansión monetaria cuantitativa y cualitativa durante el tiempo necesario para mantener la estabilidad de precios en el objetivo del 2 por 100, con un horizonte temporal de unos dos años
Reserva Federal de Estados Unidos	Indefinido	Diciembre de 2008	C	Durante algún tiempo
	Indefinido	Marzo de 2009	D	Por un periodo prolongado
	Periodo determinado	Agosto de 2011	E	Al menos, hasta mediados de 2013
	Periodo determinado	Enero de 2012	F	Al menos, hasta finales de 2014
Reserva Federal de Estados Unidos	Periodo determinado	Septiembre de 2012	G	Al menos, hasta mediados de 2015
	Contingente	Diciembre de 2012	H	Mientras la tasa de desempleo se mantenga por encima del 6,5 por 100, la previsión de inflación en un horizonte de entre uno y dos años no supere el 2,5 por 100 y las expectativas de largo plazo de inflación continúen bien ancladas
	Contingente con mayor valoración cualitativa	Diciembre de 2013	I	Se valorarán más indicadores del mercado de trabajo y es posible que se mantengan los tipos oficiales hasta bastante tiempo después de que la tasa de paro se sitúe por debajo del 6,5 por 100, especialmente si la inflación prevista sigue situándose por debajo del objetivo del 2 por 100
Banco de Inglaterra	Contingente con valoración cualitativa	Marzo de 2014	J	Para determinar cuánto tiempo el tipo de interés oficial se mantendrá en el intervalo actual del 0-0,25 por 100, se tendrán en cuenta una serie de indicadores sobre el mercado de trabajo, las presiones inflacionistas, las expectativas de inflación y la evolución financiera
	Contingente	Agosto de 2013	K	Al menos, hasta que la tasa de desempleo caiga al 7 por 100, sujeto a tres <i>knockouts</i> relacionados con la inflación y la estabilidad financiera
Banco de Inglaterra	Contingente con mayor valoración cualitativa	Febrero de 2014	L	Aún queda capacidad ociosa que absorber antes de aumentar el tipo oficial. La senda de tipos en los próximos años dependerá de la evolución económica, si bien la subida de tipos será gradual y se mantendrá por debajo del 5 por 100
	Contingente	Febrero de 2014	L	Aún queda capacidad ociosa que absorber antes de aumentar el tipo oficial. La senda de tipos en los próximos años dependerá de la evolución económica, si bien la subida de tipos será gradual y se mantendrá por debajo del 5 por 100
Banco Central Europeo	Indefinido	Julio de 2013	M	Por un periodo prolongado de tiempo

Nota: Contingente: condicionado a variables económicas.

Fuentes: Reserva Federal de Estados Unidos, Banco Central Europeo, Banco de Inglaterra, Banco de Japón.

de ciertas variables —por ejemplo, la senda de inflación o la tasa de paro—, preservan cierto margen de flexibilidad para reaccionar ante sucesos inesperados, al tiempo que reducen el riesgo de pérdida de credibilidad por actuar en un sentido distinto al anunciado, de ahí su atractivo, *a priori*. Este tipo de formulaciones contingentes se adoptaron por parte de la Reserva Federal y del Banco de Inglaterra («contingente con valoración cuantitativa» en el gráfico 5).

Así, el FOMC en diciembre de 2012 se comprometió a que, mientras la tasa de paro se siga situando por encima del 6,5 por 100, la previsión de inflación entre 1 y 2 años no supere el 2,5 por 100 (es decir, medio punto por encima del objetivo) y las expectativas de largo plazo de inflación continúen bien ancladas, no aumentaría el tipo de in-

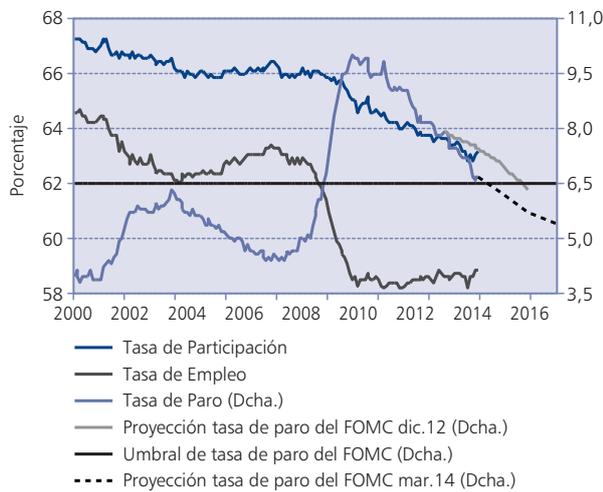
terés oficial desde su rango actual extraordinariamente bajo (0-0,25 por 100). Mientras, el MPC del Banco de Inglaterra anunció en agosto de 2013 que mantendría el tipo de interés oficial y no reduciría la cuantía del programa de compra de activos APF siempre que la tasa de paro no se situara por debajo del 7 por 100 y se cumplieran tres condiciones sobre la inflación y la estabilidad financiera (conocidas como «condiciones *knock-out*»), lo que probablemente refleja el mayor peso de este objetivo en las atribuciones actuales del Banco de Inglaterra. Es decir, se trataba de condiciones necesarias para que los bancos centrales reconsiderasen sus decisiones de política monetaria, pero no suficientes para aumentar el tipo de interés oficial. Además, al hacer contingente de forma explícita la senda del tipo de interés en la evolución

de ciertas variables económicas, los umbrales numéricos para estas variables se podrían haber utilizado como instrumentos adicionales de política monetaria (6), aunque puede ser una fuente de volatilidad en los mercados financieros, si los compromisos se revisan muy frecuentemente.

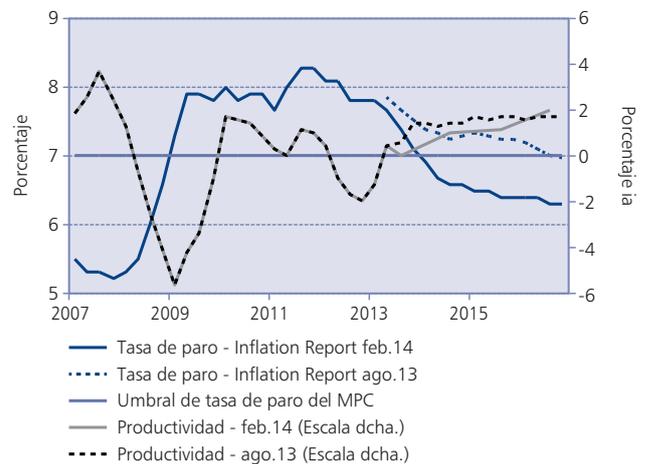
Sin embargo, en un breve lapso de tiempo se han puesto de manifiesto problemas de diseño y comunicación en ambas propuestas. En particular, en 2014 las tasas de paro de ambos países se han aproximado a los umbrales establecidos mucho antes de lo previsto, en un contexto en el que los mercados laborales han mostrado peculiaridades que generan notable incertidumbre sobre la evolución futura de las tasas de paro y su relación con otras variables macroeconómicas (gráfico 6). Así, en Estados Unidos,

GRÁFICO 6
FORWARD GUIDANCE Y MERCADO LABORAL EN ESTADOS UNIDOS Y REINO UNIDO

A) Evolución de las tasas de participación, paro y empleo en Estados Unidos



B) Reino Unido. TASA de paro y productividad¹



Nota: (1) Datos de los Informes de Inflación del Banco de Inglaterra publicados en agosto de 2013 y febrero de 2014.

Fuentes: Bureau of Labor Statistics, Reserva Federal de EE. UU., Banco de Inglaterra, estadísticas nacionales, Bloomberg y Datastream - Thomson Reuters.

la Reserva Federal proyectaba, en el momento de introducir el *forward guidance* contingente, que la tasa de paro se situaría cercana al umbral del 6,5 por 100 en la segunda mitad de 2015, y sin embargo el descenso seguido ha sido mucho más rápido del proyectado. Este rápido descenso de la tasa de paro no se ha debido a la mayor creación de empleo sino a la importante e inesperada caída de la tasa de participación. En el caso de Reino Unido, la evolución de la tasa de paro ha estado estrechamente ligada a la de la productividad, que, desde que se inició la crisis, ha mostrado una gran e inesperada debilidad. Sin embargo, el mayor dinamismo de la actividad en Reino Unido vino acompañado de un notable repunte del empleo y de una escasa respuesta de la productividad, de forma que la tasa de paro se aproximó rápidamente al umbral de referencia.

Esta rápida convergencia a los umbrales establecidos ha impulsado una reformulación de los compromisos vigentes y ambos bancos centrales han introducido nuevamente elementos cualitativos en sus formulaciones para señalar que los tipos oficiales se mantendrán en sus niveles actuales más allá de los umbrales («contingente con valoración cualitativa» en el gráfico 5). Así, la Fed anunció tras su reunión de diciembre de 2013 que ve apropiado mantener el tipo oficial en su rango actual por un tiempo prolongado una vez que la tasa de paro se sitúe por debajo del 6,5 por 100, especialmente si la inflación proyectada se seguía manteniendo por debajo del 2 por 100 (objetivo oficial). Y en su reunión de marzo de 2014 abandonó el umbral del 6,5 por 100 para la tasa de paro y cambió la condicionalidad a una valoración cualitativa que incluye indicado-

res de las condiciones del mercado de trabajo, de las presiones inflacionistas, de las expectativas de inflación y de la estabilidad financiera. Por su parte, el Banco de Inglaterra en su Informe de Inflación de febrero de 2014 prescindió de la tasa de paro como referencia única del grado de capacidad ociosa, ampliando el conjunto de indicadores de referencia. Al mismo tiempo ha reformulado su compromiso señalando que es preciso reabsorber la capacidad ociosa de la economía antes de elevar el tipo oficial y que, cuando esto se produzca, se realizará de forma gradual y no llegará a alcanzar el promedio de la etapa anterior a la crisis (5 por 100).

Estas dos experiencias ilustran la complejidad de las formulaciones de orientación de expectativas basadas en referencias cuantitativas, especialmente si el margen de incertidumbre que rodea la proyección de las variables de referencia es muy elevado, como en la situación actual. Los bancos centrales deben ser capaces de transmitir al público un compromiso creíble, para alcanzar los efectos deseados con estas políticas, y mantener, al mismo tiempo, la flexibilidad necesaria para adaptarse a los cambios que puedan producirse en las condiciones económicas, sin poner en entredicho el cumplimiento de sus objetivos. En ese sentido, la evidencia empírica sugiere que, cuanto más fuerte es el compromiso, mayor es el impacto en las expectativas de mercado y en las decisiones económicas, pero también es mayor el riesgo que corre la autoridad monetaria en términos de credibilidad. Adicionalmente, la condicionalidad no debe incluir un exceso de detalles técnicos, ya que podrían estar sujetos a problemas de interpretación y gene-

rar confusión entre los agentes. Este reto se acentúa cuanto más hacia el futuro se extiende la *forward guidance* (7).

El BCE también ha utilizado el manejo de expectativas, pero por un periodo indefinido y con una redacción más vaga que en el caso de la Reserva Federal y el Banco de Inglaterra. En particular, el BCE, en su reunión de julio de 2013, anunció que el Consejo de Gobierno del mismo «espera que los tipos de interés permanezcan en los niveles actuales o menores por un periodo prolongado de tiempo. Esta perspectiva se basa en la previsión de una inflación general controlada en el medio plazo, dada la debilidad de la economía real y la débil dinámica monetaria». La adopción por parte del BCE de esta política de *forward guidance* para la evolución futura de los tipos de interés rompió con el principio establecido previamente por esa institución y mantenido hasta esa fecha de *no pre-commitment*. Pero ha subrayado que no implica un cambio en su función de reacción.

Por su parte, el Banco de Japón es el único de los grandes bancos centrales que, ya antes de la crisis, había adoptado una política de *forward guidance* en su sentido «odiseico». Así, durante la primera etapa de expansión cuantitativa, en 1999, se comprometió a mantener el tipo de interés oficial en niveles reducidos hasta el fin de la deflación. A principios de 2012 se volvió a comprometer de nuevo a mantener los tipos de interés oficiales en mínimos y a proseguir las compras de activos hasta que el objetivo de inflación (del 1 por 100 en ese momento) estuviera a la vista. En enero de 2013 el Banco de Japón aumentó el objetivo de inflación al 2 por 100 y anunció que se llevaría a cabo una política

monetaria agresiva compuesta de una política de tipos de interés virtualmente cero y compras de activos financieros durante el tiempo que considerase apropiado para lograrlo. Por ello, la *forward guidance* del Banco de Japón es contingente, pero respecto al logro de un objetivo de inflación, sin hacer referencia a otras variables, y el instrumento principal de la política monetaria pasa a ser la base monetaria en lugar del tipo de interés oficial.

Las políticas de *forward guidance* pueden transmitirse a la economía a través de tres canales principales: 1) curva de tipos de interés, pues el anuncio de la senda esperada de los tipos oficiales influirá en los tipos de interés a largo plazo, los más relevantes para las condiciones de financiación de los agentes; 2) reducción de la incertidumbre sobre las decisiones de política monetaria en el futuro, lo que puede reducir la prima por plazo, la volatilidad y las primas de riesgo, y 3) reducción de los tipos de interés reales cuando los tipos de interés oficiales están en el límite cero vía menores tipos nominales y mayores expectativas de inflación, siempre que no se interprete este anuncio como indicativo de unas peores perspectivas económicas.

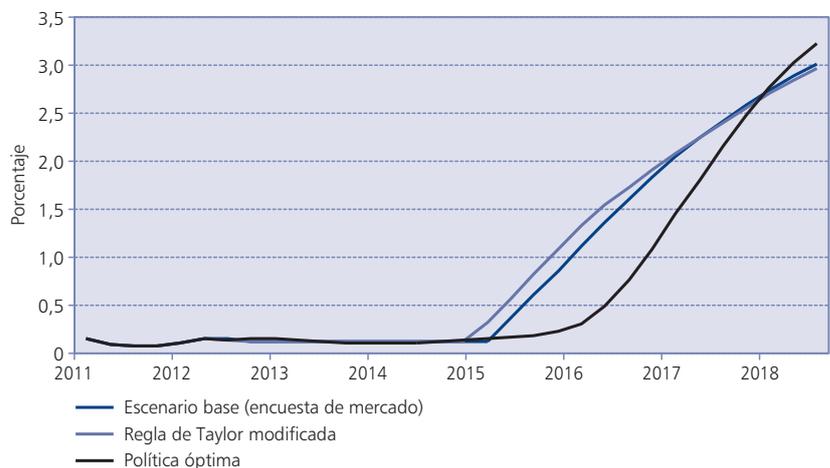
La evidencia empírica (Campbell *et al.*, 2012; Swanson y Williams, 2012; Woodford, 2012a; Femia *et al.*, 2013; Moessner, 2013; Raskin, 2013; Filardo y Hofmann, 2014), mucho más escasa que la concerniente a los programas de compras de activos financieros, apunta en general a que la política de *forward guidance*, especialmente la de carácter más definido, afecta tanto al nivel como a la volatilidad de los tipos de interés a corto futuros y a los

tipos de interés de largo plazo tanto en tiempos normales como en periodos de crisis, especialmente en los casos en los que sirve para señalar desviaciones de la función de reacción «tradicional» del banco central. Estos efectos han variado entre países y a lo largo del tiempo, si bien parecen ser decrecientes. Sin embargo, la evaluación de la política de *forward guidance* se complica por la dificultad de separar los múltiples factores que pueden afectar tanto a las expectativas de los agentes como a las condiciones financieras. Además, su aplicación ha coincidido con otros elementos de política monetaria no convencional, como las compras de activos, y las modalidades más recientes llevan poco tiempo en vigor, por lo que una valoración completa es prematura.

En el caso de la Reserva Federal se ha discutido extensamente si la utilización de una política de *forward guidance* señala un

cambio en la formulación de la función de reacción habitual. Así, la adopción de un umbral explícito para la tasa de paro junto a la inflación sitúa en el mismo plano de prioridad ambos componentes dentro de la función de reacción del banco central, lo que se ha interpretado como una modificación de la misma. Anteriormente, pese al mandato dual de la Reserva Federal, existía la percepción entre los agentes económicos de que se otorgaba más peso al objetivo de inflación, tal y como se desprende de las ponderaciones utilizadas habitualmente en las reglas de Taylor (8). Esta interpretación ha sido corroborada por Yellen (2012a y b), la nueva presidenta de la Fed, utilizando las previsiones del FOMC y un modelo macroeconómico de la economía americana, al mostrar que en las actuales circunstancias la senda óptima de tipos de interés que minimiza las desviaciones de la tasa de paro y del objetivo de inflación (gráfico 7) es más ex-

GRÁFICO 7
ESTADOS UNIDOS: SENDA DE TIPOS BAJO REGLAS ALTERNATIVAS DE POLÍTICA MONETARIA



Fuentes: Reserva Federal de Nueva York, Survey of Primary Dealer.

pansiva que incluso una regla de Taylor modificada con más peso en desempleo. Según Yellen, «esta política acomodaticia será adecuada incluso cuando la recuperación sea más fuerte» y de esta forma se compensa por el periodo en el que la debilidad de la actividad no pudo mitigarse mediante reducciones adicionales del tipo de interés nominal.

Sin embargo, bajo la formulación actual, la política de *forward guidance* de la Fed no tiene en cuenta el compromiso explícito de compensar desviaciones pasadas de los tipos de interés dado que se trata de una regla *forward looking*. Una alternativa que sí tiene en cuenta estas desviaciones pasadas, aproximándose así a la regla óptima propuesta por Eggerston y Woodford (2003) y Woodford (2012a), es la fijación de un objetivo de PIB nominal. Según esta regla, el tipo de interés se mantiene en niveles mínimos hasta que el PIB nominal alcance el nivel que hubiese alcanzado si el tipo oficial fijado por el banco central no hubiera estado restringido. De esta manera, los agentes esperan que la inflación y/o el crecimiento estén por encima de su tendencia en el futuro, lo que eleva hoy las expectativas de inflación y reduce los tipos de interés reales; y el banco central no se preocupa en distinguir cómo el mayor PIB nominal se reparte entre renta real y precios. De hecho, una característica atractiva es que la Reserva Federal reconoce de forma explícita su mandato dual y atribuye la misma relevancia a ambos objetivos.

Pero en la práctica hay voces que alertan sobre los diferentes riesgos que conlleva implementar reglas condicionadas como las mencionadas (Mishkin, 2012; Goodhart, 2013). Por un lado, hay importantes problemas de

medición: dificultad en separar la parte cíclica de la estructural y en identificar el momento en que se produce la desviación tendencial (inicio de la crisis, por ejemplo). Por otro lado, plantea problemas de credibilidad para el banco central: pueden deteriorarse las expectativas de inflación en el largo plazo al aumentar transitoriamente la inflación y permitir también mayor volatilidad. También se produce una subordinación de la política monetaria a otros objetivos, como el crecimiento, que quedan fuera del control del banco central. Por último, se producen periódicamente revisiones del PIB nominal que pueden alcanzar una cuantía significativa.

3. Facilidades de crédito al sistema bancario

Junto a los programas de compras de activos y a las estrategias de manejo de expectativas, algunos bancos centrales han puesto en marcha intervenciones específicas con el objetivo de estimular la actividad mediante un mayor dinamismo del crédito bancario. Así, el Banco de Inglaterra, conjuntamente con el Tesoro británico, lanzó el programa conocido como *Funding for Lending Scheme* (FLS) en julio de 2012 con el propósito de reducir los costes de financiación de los bancos directamente y proporcionar incentivos para aumentar la oferta de crédito al sector no financiero. Con este esquema el Banco de Inglaterra proporciona a la banca fondos a largo plazo que puede utilizar para financiar la expansión de su cartera crediticia a hogares y empresas, siendo tanto el coste como la cantidad de financiación disponible para los bancos una función del crédito neto que ofrezcan. Este programa fue ampliado en

abril de 2013, otorgando mayores incentivos a las entidades para que aumenten la financiación a pequeñas y medianas empresas, el sector con mayores dificultades para obtener financiación, y extendiendo la vigencia del programa hasta enero de 2015. Adicionalmente, en noviembre de 2013, el Banco de Inglaterra anunció que a partir de febrero de 2014 el programa no estaría disponible para conceder préstamos hipotecarios y que solo se aplicaría a los préstamos a pymes.

De forma similar, el Banco de Japón desde junio de 2010 ha llevado a cabo una serie de iniciativas para incentivar la concesión de créditos al sector real (*Loan Support Program*). Las dos más relevantes son las conocidas como *Growth-Supporting Funding Facility* (introducida en junio de 2010 y ampliada y extendida en marzo de 2012), que está dirigida a financiar inversiones a sectores económicos que aumenten el crecimiento económico y la productividad (enfoque microeconómico), y *Stimulating Bank Lending Facility* (introducida en diciembre de 2012), que provee financiación ilimitada a las instituciones financieras por el doble de la cuantía correspondiente al incremento neto de crédito bancario concedido al sector privado (enfoque macroeconómico). En la reunión de política monetaria de febrero de 2014, el Banco de Japón aprobó una extensión de las mismas hasta junio de 2015.

De todas formas existe bastante incertidumbre en torno a los efectos de los programas existentes destinados específicamente a impulsar el crédito bancario. Así, los costes de financiación bancarios en Reino Unido han disminuido, pero es difícil discernir en qué medida es consecuen-

cia directa de este programa y en cuál lo es de la mejora en el entorno financiero internacional desde el inicio del programa.

IV. LOS RIESGOS DE LAS ACTUALES MEDIDAS DE EXPANSIÓN MONETARIA Y LA SALIDA DE LAS MISMAS

A pesar de que los bancos centrales de las principales economías desarrolladas han adquirido un enorme protagonismo, la recuperación en muchas de estas economías no está aún asentada y los niveles de desempleo y de capacidad ociosa continúan siendo significativos. Quizá por ello una parte de la opinión pública deposita grandes expectativas en la posibilidad de seguir utilizando la política monetaria para solucionar dichos problemas e incluso algunos proponen ir más allá en algunas de las actuaciones no convencionales. No obstante, el mantenimiento y la adopción de nuevas medidas de política monetaria no convencionales conllevan una serie de efectos colaterales y plantea algunos riesgos, que pueden incluso hacer que los bancos centrales se desvíen de su objetivo prioritario de estabilidad de precios y cuestionar su independencia (9).

1. Riesgos asociados a las medidas no convencionales de expansión monetaria

1.1. Estabilidad financiera

La evidencia disponible sobre los diversos programas de compra de activos indica que se han reducido significativamente las primas de riesgo, afectando a la rentabilidad y al precio de los activos donde han operado, aun-

que estos efectos hayan podido disminuir a lo largo del tiempo. Por su parte, las estrategias de *forward guidance* al señalar el compromiso de mantener tipos de interés extraordinariamente bajos durante un periodo amplio de tiempo han contribuido a reducir la prima por plazo.

Pero como consecuencia de estas acciones de política, algunos agentes en determinados mercados podrían estar tomando un riesgo excesivo, favoreciendo incluso la formación de nuevas burbujas, sin que se traslade de momento esta reducción en los costes de financiación a una mejora de la inversión real. Así lo muestra el aumento en las emisiones de deuda corporativa de alto riesgo en economías avanzadas, sobre todo en Estados Unidos, y la disminución en su rentabilidad. Igualmente el prolongado periodo de bajos tipos de interés está haciendo que intermediarios como aseguradoras y fondos de pensiones asuman inversiones más arriesgadas que las históricas en pos de un nivel mínimo de rentabilidad.

Además, la liquidez otorgada por el banco central en ciertos países le ha convertido en un actor relevante del mercado interbancario, lo cual podría hacer que algunos bancos pospongan su necesario desapalancamiento y recapitalización. En ese caso, una vez se han eliminado los riesgos de carácter sistémico, las medidas de liquidez en lugar de apoyar la recuperación de dichas instituciones financieras podría estar enmascarando algún problema de solvencia. Por tanto, las acciones de los bancos centrales pueden estar generando algunas distorsiones en la asignación de recursos del sector financiero y la continuidad de estas actuaciones para evitar una posible perturba-

ción financiera pueden, sin embargo, poner en riesgo el objetivo de estabilidad financiera.

1.2. Dominancia fiscal

Tras la crisis financiera, el promedio de la deuda pública de las economías desarrolladas ha alcanzado el 100 por 100 del PIB y, a pesar de los esfuerzos de consolidación fiscal iniciados en 2010, las cuentas públicas no están todavía en una senda sostenible. En este contexto, la continuidad de las actuales políticas monetarias no convencionales o la puesta en práctica de medidas adicionales puede retrasar la búsqueda de la sostenibilidad fiscal. Técnicamente con tipos de interés cero no hay distinción entre el dinero en circulación y los bonos del gobierno a corto plazo. Esa situación reduce el coste de financiación de la deuda del gobierno, y el aumento de los balances de los bancos centrales con la compra de deuda pública facilita la labor de los Tesoros nacionales. Existe por tanto un riesgo de monetizar la deuda afectando a la senda del nivel de precios y, por tanto, derivar a una situación de dominancia fiscal. Igualmente, los anuncios de *forward guidance* suponen no responder a futuros repuntes de la inflación. Todo ello por tanto puede afectar a la credibilidad del banco central para garantizar la estabilidad de precios.

En consecuencia, las condiciones monetarias laxas podrían estar retrasando las imprescindibles políticas para reestructurar los balances bancarios y restaurar la sostenibilidad de las finanzas públicas. De forma más general, la actual política monetaria puede estar «comprando tiempo» a través de un coste de financiación reducido sin que esté siendo apro-

vechado por parte de los responsables del resto de políticas económicas para hacer frente a problemas estructurales, como las elevadas tasas de paro o una composición sectorial desequilibrada. En este sentido, la crisis de la zona del euro, más allá de requerir cambios en su diseño institucional, es un ejemplo donde la acción del banco central no puede ser un sustituto del resto de políticas para recuperar el crecimiento.

1.3. Efectos distributivos

La política monetaria tiene efectos diferenciados entre agentes y sectores económicos. Dada la existencia de fricciones financieras, las decisiones de los bancos centrales alteran el precio de los activos financieros, que están distribuidos de forma no uniforme entre los agentes. Pero adicionalmente, las actuaciones no convencionales pueden generar efectos distributivos todavía más relevantes. Estos serán posiblemente más acusados tras una crisis financiera como la actual y en presencia de un elevado endeudamiento.

Las políticas de *forward guidance*, al conseguir mantener los tipos de interés en niveles reducidos, contribuyen a mitigar los efectos riqueza negativos derivados de la crisis, pero para los ahorradores supone una pérdida de renta relevante. De igual forma, la compra de activos por parte del banco central puede favorecer a los tenedores del tipo de instrumentos adquiridos por el banco central (véase Brunnermeier y Sannikov, 2012). Así ocurre, por ejemplo, con la compra de titulizaciones hipotecarias o de deuda pública. Estos efectos, por tanto, tienen que incorporarse a la evaluación global sobre el mantenimiento de las actuales políticas.

1.4. Efectos globales

Las consecuencias de las políticas monetarias expansivas han superado las fronteras de los países que las han llevado a cabo (10). El apetito por un mayor riesgo no se circunscribe a inversiones en los países desarrollados sino que es un fenómeno global. Así, coincidiendo con los tres programas de compra de activos por parte de la Reserva Federal se han producido crecimientos por encima de lo esperado de los flujos financieros a las economías emergentes. Estos flujos apoyaron un crecimiento entre 2009 y 2011 que, en algunos casos, estaba por encima del determinado por sus fundamentales y generó vulnerabilidades financieras al reducirse las primas de riesgo, aumentar el precio de los activos y la oferta de crédito.

En la medida en que algunas de estas economías se encontraban en una posición cíclica más avanzada, los flujos de capitales y las consiguientes variaciones del tipo de cambio dificultaron la gestión de las condiciones monetarias en cada país. De ahí la necesidad que han mostrado algunos de estos países por utilizar medidas macroprudenciales y controlar los flujos de capitales a la vez que acomodaban sus políticas monetarias a las de los países desarrollados.

En general, los bancos centrales no internalizan las consecuencias de sus políticas sobre otras economías al centrarse en objetivos domésticos. Pero tampoco se puede afirmar que las acciones llevadas a cabo en los últimos años por los bancos centrales de los países avanzados hayan perseguido una devaluación competitiva. Más bien al contrario, la evidencia es que la laxitud monetaria en las economías avanzadas

ha contribuido a sostener un mayor crecimiento en las economías emergentes, sobre todo a través del canal comercial y del mantenimiento de condiciones financieras favorables (FMI, 2013d). Sin embargo, al igual que ocurre en los países avanzados, las economías emergentes no pueden sustentarse en unas condiciones de liquidez globales laxas de forma indefinida sino que tienen que llevar a cabo políticas que garanticen un crecimiento más sostenible.

2. Las estrategias de salida

En el escenario central para los próximos años, en el que las economías desarrolladas comienzan a mostrar una recuperación sostenida y desaparecen las tensiones financieras, los bancos centrales deberán ir retirando gradualmente las medidas de estímulo extraordinarias que se han mantenido en vigor durante un periodo prolongado. El diseño de los mecanismos de salida constituye un reto formidable, dada la magnitud de los estímulos monetarios vigentes, los efectos inducidos sobre los mercados financieros y sobre otros países, y la escasez de fundamentación teórica y evidencia empírica que permita anticipar las consecuencias de estrategias alternativas.

Probablemente el mayor desafío consistirá en la reestructuración de los balances de los bancos centrales en términos de tamaño, composición y vencimiento medio. Hay que tener en cuenta que en la mayor parte de los casos estas operaciones han supuesto un alargamiento notable de la duración de las partidas del activo del banco central, por lo que ha aumentado el desequilibrio entre los vencimientos del activo y del pasivo del balance

y, consecuentemente, el riesgo de tipo de interés. En ese sentido parece crucial que los bancos centrales comuniquen con claridad la senda prevista de retirada de los estímulos monetarios y, en particular, bajo qué circunstancias se producirán ventas de activos. La situación macroeconómica y financiera hace pensar que el Banco de Inglaterra o la Reserva Federal serán, dentro de los principales bancos centrales, los primeros en avanzar en la normalización de la política monetaria.

Fue en 2013 cuando se abrió esta discusión en Estados Unidos. La publicación de las actas del FOMC en mayo de 2013 llevó a los mercados a posicionarse sobre una posible reducción gradual en el ritmo de compras mensuales de activos financieros (proceso conocido como *tapering*) a septiembre y, en paralelo, a adelantar el calendario de subidas de tipos de interés oficiales descontadas, un movimiento no deseado por la Reserva Federal, lo que ejemplifica la dificultad y la importancia de comunicar adecuadamente los pasos que se irán dando. Sin embargo, y de manera sorprendente, el FOMC optó en septiembre por no iniciar el *tapering*. Posteriormente, a la luz de mejores datos económicos y la resolución de cierta incertidumbre fiscal y tras un notable esfuerzo de comunicación para que los mercados financieros lograran distinguir el proceso de reducción gradual de las compras de activos del proceso de incremento del tipo de interés oficial, el FOMC decidió en su reunión de diciembre reducir las compras mensuales de activos financieros (en 10.000 millones de dólares repartidos a partes iguales entre títulos de deuda pública y de titulizaciones hipotecarias de las GSE) a partir de enero de 2014, lo que ha sido considerado por muchos

analistas como el primer paso en el cambio de ciclo monetario. Y en sus reuniones posteriores aprobó nuevas reducciones de otros 10.000 millones de dólares.

De esta forma, en el escenario central se producirían reducciones de magnitudes similares en cada una de las reuniones del FOMC durante 2014 hasta cesar totalmente las compras en el último trimestre del año, lo que supondría que el balance de la Fed alcanzaría un tamaño unas cinco veces mayor al existente al principio de la crisis. Dado que las posiciones mayoritarias dentro del FOMC han virado hacia una reducción más gradual del balance por vía pasiva (suspendiendo de forma total o parcial la reinversión de los pagos del principal de los activos en la cartera) que activa (vendiendo los activos en la cartera), el exceso de reservas bancarias, que podría situarse alrededor de 3 billones de dólares (16 por 100 del PIB) a finales de 2014, se mantendría durante los próximos años mucho mayor al existente antes de la crisis financiera (unos 30.000 millones de dólares). Por ello, el FOMC introdujo en septiembre de 2013 un instrumento nuevo (conocido como *overnight reverse repo facility*) que podría convertirse en esencial en la estrategia de salida, pues permite a los fondos de inversión monetarios, a las GSE y a otras instituciones además de las entidades bancarias mantener las reservas bancarias en la Reserva Federal a cambio de un tipo de interés y colateral en forma de los activos que la Fed tiene en su cartera tras las compras realizadas estos años. En esta situación de tal exceso de reservas bancarias, el tipo de interés al que la Reserva Federal ofrezca este instrumento (que debería igualarse al de remuneración de las reservas al que solo tienen acceso las

entidades bancarias) debería fijar un suelo para todos los tipos de interés del mercado interbancario y podría sustituir como tipo de interés oficial al tipo de interés de los fondos federales, que podría no funcionar bien en este entorno de liquidez tan elevada (Gagnon y Sack, 2014).

3. Interrogantes y riesgos de la estrategia de salida

Como se comentó anteriormente, dada la falta de experiencia del cambio de ciclo monetario en un entorno complejo como el actual y, sobre todo, la dificultad de medir correctamente el grado de recuperación tanto del sector financiero como de la actividad real, será importante la comunicación por parte de los bancos centrales de cómo se va a proceder a instrumentar la transición hacia unas condiciones monetarias normalizadas con tipos de interés más elevados. Para reducir la incertidumbre, y sobre todo para evitar que se aborte la recuperación, se espera que la introducción de las medidas sea gradual y anticipada por parte del resto de agentes económicos.

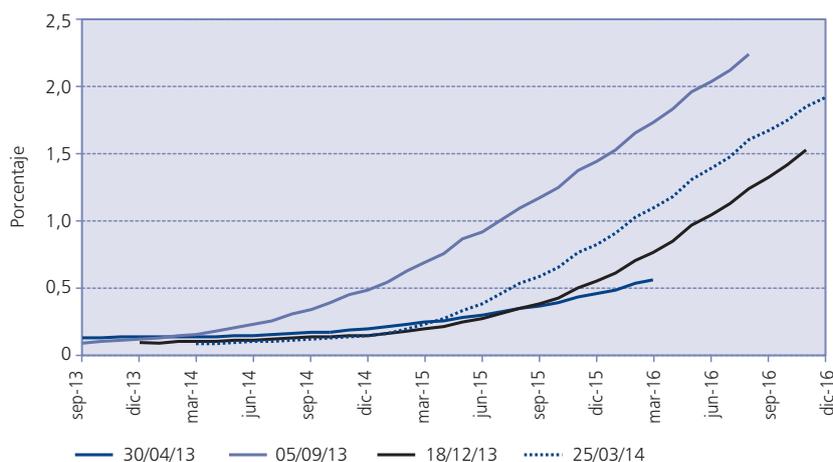
El principal riesgo a evitar es un aumento repentino e inesperado de los tipos de interés de largo plazo que puede afectar a la estabilidad financiera, y de forma más general a los flujos de capitales y a los tipos de cambio globales. En ese sentido, hay que tener en cuenta que a pesar del significativo proceso de desapalancamiento de empresas y familias iniciado en 2009 en las economías desarrolladas, su ratio de deuda todavía está en muchos países por encima de los niveles con los que comenzó el anterior periodo de expansión en 2002. En la fase de normalización monetaria, el todavía elevado en-

deudamiento hará que muchos agentes sean más sensibles a la subida de tipos de interés que en el pasado. Por otro lado, un aumento significativo de los tipos de interés puede llevar a algunos bancos e instituciones financieras a sufrir pérdidas en parte de su cartera de renta fija. La subida de tipos también puede aumentar el riesgo de crédito y la morosidad de la cartera. Es importante, por tanto, asegurar previamente la necesaria recapitalización de las instituciones financieras y el normal funcionamiento de los mercados en los que los bancos centrales han estado interviniendo, entre ellos el interbancario, para evitar tensiones en los mismos ante la venta de activos y el drenaje de liquidez.

Precisamente el anuncio en mayo de 2013 por parte de la Fed de que estaba debatiendo la disminución del proceso de compra de activos tuvo una gran influencia en las expectativas de los agentes, afectando tanto a la valoración de los distintos activos financieros en Estados Unidos (el tipo de interés del bono a 10 años subió más de 1 por 100 en poco más de tres meses) como en los mercados a nivel global. Fue necesaria por parte de la Fed una evaluación con nuevos datos sobre la recuperación del mercado laboral para reducir las posibilidades del *tapering* y una clarificación en su estrategia de comunicación, desligando el *tapering* de la subida de tipos, para calmar a los mercados y revertir los cambios en las expectativas sobre tipos de interés oficiales (gráfico 8).

Pero fue en los países emergentes donde el *tapering talk* tuvo un efecto más significativo e inmediato. La reversión de flujos de capitales por parte de inversores que se habían concentrado en esos países ante la expectativa de

GRÁFICO 8
FUTUROS DEL TIPO DE INTERÉS OFICIAL EN ESTADOS UNIDOS



Fuente: Datastream.

que continuara la liquidez global produjo un claro empeoramiento de sus condiciones financieras. Entre los meses de mayo y agosto de 2013 aumentaron los diferenciales de deuda, se depreciaron las monedas y cayeron los precios de los activos y el volumen de reservas. Los primeros análisis de ese periodo (e.g. Eichengreen y Gupta, 2013; Aizenman *et al.*, 2014) señalan que los efectos fueron mayores en aquellos países que acumularon vulnerabilidades externas en términos de apreciación de su moneda y deterioro de su cuenta corriente durante el periodo anterior con mejores condiciones de financiación, aunque la liquidez y profundidad de los mercados y el tamaño de las posiciones de los inversores resultan ser variables explicativas relevantes.

De momento, la retirada gradual de estímulos por parte de la Fed iniciada en enero de 2014 se está produciendo conforme se afianza la recuperación de la economía norteamericana. Como

se ha indicado anteriormente, además de cambiar la comunicación del *forward guidance* y una posible venta de activos, la Fed cuenta con otros instrumentos que todavía puede utilizar, como los tipos de interés sobre el exceso de reservas o los repos inversos, para ir señalizando cambios en la política y que se trasladen de forma suave a los mercados monetarios y a los tipos de interés de largo plazo. Este escenario de progresivo endurecimiento monetario, que proseguiría en los años siguientes para el resto de economías avanzadas, se espera que suponga también una reducción moderada de los flujos financieros a los países en desarrollo y un endurecimiento de las condiciones de financiación conforme se recompone la cartera de los inversores a nivel global. Además, el episodio que discurrió entre mayo y agosto de 2013 puede haber ayudado a reducir posiciones de los inversores y a convencer a estos de que los movimientos de los precios de los activos pueden ser en las dos direcciones, por lo que los

ajustes futuros podrían ser menos violentos.

Pero existe el riesgo de escenarios alternativos en los que se produzca un rápido ajuste de los tipos de interés y de los flujos de capital. En 2014 el Banco de Japón está inmerso en una nueva y ambiciosa fase de expansión cuantitativa y el BCE está valorando la adopción de nuevas medidas no convencionales ante posibles riesgos deflacionistas en la zona del euro. En esta situación, en la que no hay una sincronización entre los principales bancos centrales, la retirada de medidas no convencionales en un determinado país puede tener efectos *spillover* vía tensiones de los mercados financieros.

Para evitar que se materialicen estos riesgos de contagio, son relevantes los esfuerzos adicionales de transparencia y comunicación de los bancos centrales para atenuar la sobre-reacción de los mercados ante la aparición de nuevos datos económicos. Y además hay que tener en cuenta que las condiciones macroeconómicas de los países emergentes son, en general, más estables que las que provocaron las crisis cambiarias anteriores. Pero la preocupación por la potencial reacción desordenada de los mercados financieros a un eventual tensionamiento financiero podría llevar a una situación de dominancia financiera en la cual la gestión de la política monetaria se ve condicionada por las posibles tensiones en los mercados.

Por otro lado, los bancos centrales pueden incurrir en costes al realizar la venta de una parte de sus activos, siendo el BCE una excepción, ya que sus activos son mayoritariamente de corto plazo. Así, en proporción del total de bonos soberanos en circulación,

al final de 2013 las tenencias de estos títulos eran del 17,9, del 27 y del 16,4 por 100, en los casos de la Reserva Federal, del Banco de Inglaterra y del Banco de Japón, respectivamente. El FMI ha estimado la pérdida potencial para estos tres bancos centrales asociada a un aumento de los tipos de interés bajo escenarios alternativos definidos en función de la evolución de los tipos a largo plazo y de sus estrategias de tenencia de activos en el futuro (FMI, 2013c). El Banco de Inglaterra es el banco que puede sufrir mayores pérdidas dada su mayor cartera de bonos y proporcionalmente de más largo plazo. Pero para el caso de la Reserva Federal al menos (Carpenter *et al.*, 2013; Christensen *et al.*, 2014; JP Morgan, 2013), la posibilidad de que ello suponga registrar pérdidas operativas es bastante reducida. No obstante, resulta muy difícil estimar la magnitud de las posibles pérdidas pues también dependerán de cómo sea el ritmo de recuperación económica y, por tanto, la propia respuesta de la política monetaria ante esa evolución, que influirá en el coste por la remuneración a las reservas bancarias que conlleva la subida de los tipos de interés. En cualquier caso, el riesgo de que alguno de estos bancos centrales incurriese transitoriamente en pérdidas no debería debilitar su independencia como gestor de la política monetaria.

V. LA POLÍTICA MONETARIA Y EL OBJETIVO DE ESTABILIDAD FINANCIERA

1. La necesidad de la política macroprudencial y sus principales instrumentos

Como se ha señalado en la sección II, durante el periodo pre-

vio a la crisis financiera global se consolidó una estrategia de política económica que otorgaba un importante papel a la política monetaria. En particular, la literatura académica y la visión mayoritaria en las instituciones económicas internacionales tendieron a apoyar el uso de una estrategia de política monetaria orientada a lograr un objetivo de inflación, como el mejor modo de conseguir la estabilidad macrofinanciera. Además, el prolongado periodo de reducida volatilidad macroeconómica durante la Gran Moderación parecía avalar esta aproximación en la gestión de las políticas económicas.

Sin embargo, el estallido de la crisis reveló de manera clara que el mantenimiento de la estabilidad de precios no era una condición suficiente para alcanzar la estabilidad macrofinanciera. De hecho, como ya se ha comentado, la prolongada moderación de los tipos de interés pudo contribuir a la acumulación de desequilibrios en los mercados de activos, cuya brusca corrección generó efectos muy intensos sobre la actividad, como es bien conocido por la experiencia de pasadas crisis financieras. La actuación de los bancos centrales tras el desencadenamiento de la crisis mediante la provisión extraordinaria de liquidez consiguió evitar el colapso del sistema financiero, pero no impidió que la elevada inestabilidad de los mercados acabase erosionando significativamente el crecimiento y el empleo.

En todo caso, la crisis puso de relieve la necesidad de contar con instrumentos adecuados para hacer frente a los riesgos de naturaleza macrofinanciera y propició importantes esfuerzos, tanto en el mundo académico como entre los responsables de política

económica, para definir un marco operativo para la llamada política macroprudencial (11). Esta va más allá de la tradicional orientación microprudencial de la supervisión de las entidades bancarias de forma individualizada. En efecto, las medidas regulatorias de requisitos de capital y liquidez, y la supervisión continua del cumplimiento de la regulación y de los procedimientos de gestión del riesgo garantizan que las entidades sean solventes. Sin embargo, la solvencia de las entidades individuales no asegura la estabilidad del sistema financiero en su conjunto, siendo necesaria la vigilancia de los riesgos sistémicos, y este es el objeto de la política macroprudencial. En cualquier caso, a diferencia del objetivo de estabilidad de precios, no existe una definición clara de estabilidad financiera y no hay medidas numéricas de la misma. Por ello, al ser la tarea difícil de describir, se entienden fácilmente los problemas para especificar objetivos para las instituciones encargadas de preservarla y para hacerlas responsables de sus decisiones.

Con el fin de prevenir *ex ante* la aparición de estos riesgos y ayudar a generar colchones que permitan atenuar el impacto de la materialización *ex post* de estos riesgos, se han utilizado diversos instrumentos, algunos de los cuales ya se habían empleado en el ámbito microprudencial o en el monetario. Existen distintas clasificaciones de los instrumentos macroprudenciales. Por ejemplo, Blanchard *et al.* (2013) los agrupan en tres categorías: 1) los diseñados para afectar al comportamiento de los prestamistas —como las provisiones dinámicas, los colchones de capital contracíclicos o las ratios de apalancamiento— y aumentar su resistencia en periodos de estrés;

2) los dirigidos a limitar la toma de riesgos por los prestatarios (límites a las ratios préstamo-valor o deuda sobre renta), y 3) los destinados a gestionar los flujos de capitales. Esta amplia batería de instrumentos es un reflejo de la variedad de fuentes potenciales de riesgo, y la importancia relativa de las distintas herramientas puede variar al tiempo que lo hacen las diferentes distorsiones financieras. Diferentes variantes de estas herramientas se venían utilizando antes de la crisis en algunos países, pero su uso se ha extendido exponencialmente con posterioridad.

2. La interacción entre la política monetaria y la macroprudencial

Si bien existe un amplio consenso sobre la necesidad de la regulación y supervisión macroprudencial para perseguir el objetivo de estabilidad financiera, no hay unanimidad ni sobre en qué medida las decisiones de política monetaria deben tener en cuenta, de alguna forma, este objetivo ni sobre cuál es el diseño institucional óptimo para la gestión de la política macroprudencial (12). De acuerdo con el principio de separación de Tinbergen, que postula que por cada objetivo de política económica debe existir un instrumento cuyo manejo permita acercarse al cumplimiento del objetivo, la política monetaria mediante la gestión del tipo de interés persigue la estabilidad de precios (13), mientras que la responsabilidad de preservar la estabilidad del sistema financiero a través de instrumentos macroprudenciales debería recaer en la autoridad macroprudencial.

No obstante, como la crisis actual ha puesto de manifiesto, las

interacciones entre la política monetaria y la macroprudencial condicionan decisivamente la configuración del marco operativo de esta última, exigiendo que se contemplen mecanismos de coordinación entre las instituciones que ejerzan ambas responsabilidades (FMI, 2013a). La estrecha vinculación entre la política monetaria y la macroprudencial se manifiesta en los efectos que las acciones en una de ellas generan sobre los objetivos de la otra. En efecto, las medidas de política monetaria pueden tener implicaciones para la estabilidad financiera a través de múltiples canales —afectando a los incentivos a la toma de riesgos, a la capacidad de repago de las deudas, a los flujos de capital, entre otros— y, a su vez, la gestión de las herramientas macroprudenciales puede incidir sobre la evolución de la actividad y los precios —por ejemplo, al afectar al coste del crédito o al limitar la capacidad de conceder financiación de manera general o en un sector específico.

En principio, ambas políticas pueden diseñarse para contrarrestar los efectos indirectos de la otra política sobre sus objetivos. Es más, en determinadas circunstancias, ambas políticas pueden resultar complementarias, reforzándose mutuamente. Por ejemplo, una política monetaria creíble puede requerir menor agresividad para lograr sus objetivos y aliviar así la carga de la política macroprudencial para contrarrestar los efectos colaterales de las medidas monetarias.

En modelos macroeconómicos simplificados en los que se supone que los instrumentos macroprudenciales pueden corregir completamente las distorsiones financieras, se obtiene que la gestión óptima de ambas políticas

no varía sustancialmente en presencia de los efectos inducidos por la otra política. Pero este resultado no se mantiene cuando se tienen en cuenta las limitaciones en el funcionamiento de ambas políticas o la existencia de restricciones en el ámbito institucional. Estas limitaciones son más evidentes en el caso de la política macroprudencial, ya que existe todavía una elevada incertidumbre sobre sus efectos, de modo que posibles errores en su gestión pueden tener importantes costes. Además, en el caso de algunos instrumentos macroprudenciales, puede resultar difícil cambiarlos con frecuencia y en ocasiones su gestión puede estar sometida a una notable presión al afectar directamente a las instituciones financieras. En este contexto, como se señala en la siguiente subsección, no se puede descartar el empleo de la política monetaria con fines de estabilidad financiera.

En esta línea, Stein (2013, 2014) defiende que, en determinadas circunstancias, puede resultar conveniente el uso de instrumentos de política monetaria con fines de estabilidad financiera, como complemento a las herramientas macroprudenciales —que pueden no ser del todo eficaces en presencia de arbitraje regulatorio y no afectan a todos los segmentos de los mercados financieros—. Stein (2013) señala que, por ejemplo, en una hipotética situación en la que los rendimientos del crédito son anormalmente bajos en comparación con otros activos (*credit overheating*) y hay una búsqueda por obtener mayor rentabilidad a través de activos de más largo plazo (*maturity transformation*) pero, al mismo tiempo, las condiciones económicas apoyan una reducción de los tipos de interés, podría estar justificado utilizar

una política monetaria no convencional como es la compra de activos para aplanar la curva de tipos de interés dada la dificultad de los instrumentos macroprudenciales para reducir los riesgos de inestabilidad financiera de forma expeditiva. Por otro lado, Stein (2014) argumenta que en una situación en la que las primas de riesgo (en particular, la prima por plazo en los títulos públicos o la prima de riesgo en los bonos de alta rentabilidad) estén en valores anormalmente bajos, puede resultar óptimo mantener un tono menos acomodaticio de la política monetaria en la medida en que la reversión a los valores normales de estas primas pueden generar episodios de inestabilidad financiera que eventualmente pueden repercutir en el nivel de desempleo. Woodford (2012b) presenta un modelo teórico formalizado del que se deriva una conclusión similar: en presencia de un riesgo sustancial para la estabilidad financiera (en este caso, un nivel de apalancamiento elevado), la política monetaria debe ser menos expansiva. Este tipo de resultados pone de manifiesto la conveniencia de que los bancos centrales, además de caracterizar adecuadamente los ciclos financieros y de extender sus horizontes de previsión, realicen de forma sistemática análisis de riesgos para la estabilidad económica derivados de las vulnerabilidades financieras. Sobre la base de este tipo de análisis, la política monetaria óptima podría consistir en una elevación del tipo de interés de intervención por encima de lo que requeriría una regla de Taylor tradicional. En este sentido hay que destacar al BCE que ha defendido desde antes de la crisis su estrategia de dos pilares en el que se hace un seguimiento específico de la situación monetaria y financiera.

Sin embargo, utilizar la política monetaria con fines de estabilidad financiera (es decir, una estrategia de *leaning against the wind*) puede entrañar costes no despreciables. En esta línea, Galí (2014) encuentra que si el componente especulativo del precio de un activo (burbuja), que tiene una correlación positiva con el tipo de interés, es suficientemente grande en relación al componente fundamental, que tiene una correlación negativa con el tipo de interés, la política óptima puede ser bajar el tipo de interés de intervención para tratar de reducir así el tamaño de la burbuja (14). Por su parte, Svensson (2013) señala que tensionar la política monetaria más allá de lo que requeriría la estabilización de la inflación podría, bajo supuestos realistas, conseguir una reducción de la deuda de los hogares pero a costa de una contracción sustancial del PIB nominal, de modo que no se consiguiese frenar el aumento de la ratio de deuda sobre PIB.

Por otro lado, cuando la política monetaria se enfrenta a ciertas restricciones, como el mantenimiento de la paridad cambiaria en economías pequeñas o la existencia de una unión monetaria que conlleva un mismo tono monetario para economías con posibles divergencias cíclicas, los efectos de las medidas monetarias sobre la estabilidad financiera pueden ser importantes. En esas circunstancias, los beneficios potenciales de los instrumentos macroprudenciales pueden acentuarse.

En definitiva, las importantes interacciones entre ambas políticas hacen muy aconsejable el establecimiento de mecanismos que faciliten la coordinación entre los responsables de las mismas (Turner, 2014). Cabe esperar

que el resultado de la gestión independiente de estas políticas sea inferior al de una conducción coordinada. Por tanto, la configuración de las instituciones encargadas de la nueva política macroprudencial y su engarce con los bancos centrales constituye un aspecto clave para el futuro de la política macroeconómica.

Finalmente, una dimensión adicional de notable importancia para el diseño de la gestión de las políticas monetaria y macroprudencial es la presencia creciente de efectos *spillover* transfronterizos. Las decisiones de política económica de las economías sistémicas generan efectos importantes en otros países. De hecho, durante la crisis las medidas no convencionales adoptadas por los bancos centrales de las economías avanzadas en un contexto de demanda interna deprimida han generado importantes flujos de capital hacia las economías emergentes. En ellas, la política monetaria se ha enfrentado a un dilema entre frenar el sobrecalentamiento de la economía o moderar las entradas de capitales. En este contexto, estas economías han adoptado una batería de medidas macroprudenciales en sentido amplio que han resultado útiles para gestionar esta situación (*Brookings Institution*, 2011; FMI, 2013b). Más recientemente, y como ya se ha comentado, el anuncio en mayo de 2013 de un próximo comienzo de la reducción del programa de compras de activos por parte de la Reserva Federal desencadenó importantes salidas de capitales de las economías emergentes percibidas como más vulnerables, que se trataron de mitigar mediante intervenciones cambiarias y medidas macroprudenciales.

VI. EL FUTURO DE LA POLÍTICA MONETARIA

La naturaleza y profundidad de la reciente crisis financiera global obligó a los bancos centrales a innovar en su arsenal de instrumentos. El conjunto de políticas no convencionales introducidas desde 2007 ha conseguido disipar algunos riesgos extremos para la inestabilidad financiera, contrarrestar las presiones deflacionistas, restaurar el funcionamiento de determinados mercados financieros y, en definitiva, apoyar la recuperación económica. El presente trabajo ha analizado estas políticas poniéndolas en el contexto del consenso alcanzado previamente, durante el periodo conocido como la Gran Moderación, en torno a la conducción de la política monetaria.

Los bancos centrales de las principales economías avanzadas han venido realizando una evaluación continua sobre los costes y beneficios de las distintas medidas de política monetaria no convencional. El balance de este tipo de análisis se ha ido inclinando progresivamente hacia una menor ganancia marginal y un mayor coste potencial de la prolongación del actual conjunto de medidas o, al menos, de algunas de ellas. De este modo, el diseño de las estrategias de salida constituye uno de los retos principales a los que se enfrentan los bancos centrales en la actualidad (o lo harán en un futuro previsiblemente no muy lejano). En este contexto se enmarca el reciente debate *sobre la gradualidad del proceso de retirada de los estímulos monetarios extraordinarios* para evitar episodios de inestabilidad de los mercados financieros como los vividos con el *tapering talk* entre mayo y agosto de 2013 o la redefinición de las estrategias

de *forward guidance* en 2014 por parte del Banco de Inglaterra y de la Reserva Federal.

Pero, más allá de las acciones inmediatas para deshacer el conjunto de actuaciones no convencionales, parece claro que la crisis actual tendrá implicaciones sobre la forma de hacer política monetaria. Aunque todavía existe una elevada incertidumbre sobre la duración de la fase de salida y sobre la configuración de las nuevas estrategias, el comportamiento de los bancos centrales tras la crisis financiera y la evolución del debate académico e institucional en esta materia permite conjeturar algunos rasgos que caracterizarán previsiblemente la conducción de la política monetaria en el futuro.

En primer lugar, se ha constatado *la relevancia de la función de prestamista de última instancia desempeñada por los bancos centrales*. A pesar del desarrollo financiero y la existencia de medios de pago sustitutivos al dinero durante las últimas décadas, en presencia de un posible pánico financiero es imprescindible disponer de mecanismos adecuados de provisión de liquidez. Ese fue el propósito de muchas de las medidas extraordinarias de los principales bancos centrales en 2007 y 2008 para restaurar la confianza en el sistema financiero. Algunas de estas medidas se tomaron de forma coordinada —*swaps* de liquidez entre distintos bancos centrales— ya que, dadas las crecientes interdependencias globales, esta crisis ha puesto de manifiesto la necesidad de ofrecer liquidez en moneda distinta de la propia.

De la experiencia acumulada en el uso de una amplia batería de medidas no convencionales a raíz de la crisis financiera global

se derivan dos lecciones sobre el instrumental a disposición de los bancos centrales. Por un lado, *se ha reforzado el peso otorgado a la política de comunicación del banco central en la consecución de sus objetivos*. En una situación en la que los tipos oficiales se han situado en su límite inferior, se ha mostrado la influencia que puede ejercer el banco central señalizando cómo serán los tipos de interés futuros (*forward guidance*) al afectar a las expectativas de los agentes sobre la inflación y el tipo de interés real. Por otro lado, *es previsible que parte de las herramientas no convencionales pasen a integrarse en el conjunto regular de instrumentos de las autoridades monetarias, en la medida que tiende a reconocerse que para actuar sobre determinados segmentos de la economía o de los mercados resultan más eficaces instrumentos específicos que recurrir exclusivamente a cambios en el tipo de intervención*. Pero también existe cierta resistencia a que los bancos centrales intervengan en segmentos o sectores específicos, tratando de limitar que la política monetaria acabe teniendo efectos distributivos excesivos, limitando así la eficacia para lograr sus objetivos (Posen, 2013).

En todo caso, el manejo de estas herramientas para alcanzar los objetivos de largo plazo del banco central puede llevar aparejado un aumento de las fluctuaciones financieras en el corto plazo, como ha sido el caso con alguno de los anuncios sobre compras de activos realizados por la Reserva Federal. La incertidumbre sobre la modelización del comportamiento de los agentes representa un factor de apoyo adicional para este reforzamiento de la política de comunicación y de la ampliación del conjunto de instrumentos. Por ejemplo, re-

cientemente el FMI ha vuelto a recordar la dificultad inherente a la estimación del *output gap* y ha puesto de manifiesto que su relación con la inflación ha tendido a debilitarse en los últimos años (FMI, 2013b).

Otro principio que se ha afianzado a raíz de la crisis ha sido el de *la necesidad de contar con instituciones adecuadas para evitar que la política fiscal interfiera con la monetaria en la consecución de sus objetivos*. La solvencia del sector público es una pieza esencial para impedir una situación de dominancia fiscal, en la que la política monetaria se ve limitada por su impacto potencial en las cuentas públicas. La magnitud alcanzada por la deuda pública en el balance de algunos bancos centrales y la gradualidad en su proceso de venta hace prever que esta interacción siga siendo relevante en los próximos años.

Además, los actuales problemas de sostenibilidad de la deuda pública en muchos países desarrollados, que han dado lugar a diversos episodios de inestabilidad financiera, ponen de relieve la importancia de contar con mecanismos que garanticen la sostenibilidad de las finanzas públicas en el largo plazo. En este sentido, las deficiencias del diseño institucional de la zona del euro en este ámbito, que han estado en la raíz de la crisis soberana del área, han originado cambios relevantes en sus reglas de gobernanza.

Finalmente, la reciente crisis financiera ha favorecido la formación de un amplio consenso sobre la necesidad de la regulación y supervisión macroprudencial para hacer frente a los riesgos financieros de carácter sistémico y, al mismo tiempo, ha contribuido a reavivar el debate sobre el

papel que debe desempeñar la política monetaria en relación con la estabilidad financiera. *Aunque no existe todavía un acuerdo generalizado sobre el diseño institucional adecuado para la gestión de la política macroprudencial* —como el que se forjó en las dos décadas pasadas en torno al esquema de objetivos de inflación como estrategia de política monetaria—, sí parece claro que, *dada su interacción con la política monetaria, resultaría beneficioso la coordinación entre los responsables de ambas políticas*. La experiencia acumulada sobre la efectividad de los distintos marcos institucionales que han entrado en vigor en los últimos años es todavía insuficiente, pero independientemente del esquema operativo que se articule para la política macroprudencial, la toma de decisiones de política monetaria deberá tener en cuenta sus implicaciones sobre la estabilidad financiera y, en situaciones específicas en las que la eficacia de los instrumentos macroprudenciales sea limitada, puede resultar adecuado que la política monetaria reaccione ante desarrollos que amenacen la estabilidad financiera y en último extremo la estabilidad macroeconómica. En este contexto, resulta necesario romper el «velo financiero» que ha dominado el análisis macroeconómico reciente —que descansa sobre los modelos de economía monetaria que ignoraban la intermediación financiera (King, 2012)—, haciendo un seguimiento regular de indicadores de fragilidad financiera y mejorando la representación del sector financiero en los modelos macroeconómicos utilizados en los bancos centrales.

NOTAS

(*) Agradecemos los comentarios de Enrique Alberola, Fructuoso Borralló, Pedro del Río y los recibidos en un seminario inter-

no en el Banco de España que se llevó a cabo en noviembre de 2013, así como el apoyo técnico de Sonia López e Irene Pablos. Este artículo es responsabilidad de los autores y no refleja necesariamente la opinión del Banco de España.

(1) La Reserva Federal cuenta con un objetivo dual: estabilidad de precios y apoyo al crecimiento. El Banco Central Europeo (BCE) tiene como objetivo principal la estabilidad de precios, pero en su estrategia de análisis en dos pilares otorga un papel destacado a los agregados monetarios. El Banco de Japón hasta muy recientemente no ha contado con un objetivo explícito de inflación.

(2) Autores, como TAYLOR (2007), argumentan que la política monetaria excesivamente acomodaticia contribuyó a la acumulación de desequilibrios.

(3) Véase LÓPEZ y DEL RÍO (2013). Esta sección se apoya extensamente en su artículo del *Boletín Económico del Banco de España*.

(4) Habitualmente esta orientación se refiere a la senda de tipos de interés oficiales, aunque el Banco de Japón pasó en abril de 2013 a utilizar la base monetaria como instrumento principal de política monetaria, en lugar del tipo de interés oficial, y su estrategia de *forward guidance* hace referencia a ese instrumento.

(5) KRUGMAN (1998) se ha referido a este comportamiento en el que la política futura es inconsistente con los objetivos futuros de inflación como «comprometerse a ser irresponsable».

(6) Por ejemplo, si se reduce el umbral numérico para la tasa de paro, supone, todo lo demás constante, que el tipo de interés oficial se mantendría en un nivel reducido durante un periodo más extenso de tiempo y, por tanto, significaría una relajación adicional de la política monetaria.

(7) Entre otras razones, porque resulta crecientemente difícil comprometer a plazos cada vez más dilatados las decisiones de los miembros futuros de los órganos de decisión de las autoridades monetarias (GOODHART, 2013).

(8) En los parámetros habitualmente utilizados en la regla de Taylor, el objetivo inflación (1,5) recibe un peso mucho mayor que el objetivo actividad/empleo (0,5).

(9) Véase RAJAN (2013) y también CARUANA *et al.* (2014) en este mismo número para un balance de riesgos.

(10) Véase GALLEGO y L'HOTELLERIE (2014) en este mismo número para una evaluación de los *spillovers* internacionales.

(11) Véase ROLDÁN (2014) en este mismo número para una descripción de la política macroprudencial tras la crisis.

(12) FMI (2013a) y SMETS (2013) ofrecen sendas panorámicas del debate actual sobre la interacción de las políticas monetaria y macroprudencial. KOHN (2013) analiza esta interacción en el caso de Reino Unido.

(13) Este principio de separación no se aplicaría estrictamente a los bancos centrales, como la Fed, con objetivo dual. En estos casos, este principio debería interpretarse en el sentido de que la política monetaria debería ocuparse de los objetivos macro y los instrumentos macroprudenciales de la estabilidad financiera.

(14) En esta línea, GALÍ y GAMBETTI (2014) encuentran evidencia de episodios prolongados en los que se aprecia una elevación persistente de los precios de las acciones en respuesta a un endurecimiento exógeno de la política monetaria.

BIBLIOGRAFÍA

AIZENMAN, J.; BINICI, M., y HUTCHISON, M. (2014), «The transmission of Federal Reserve tapering news to emerging financial markets». NBER Working Paper n.º 19.980.

BALL, L. (2013), «The case for four percent inflation». Mimeo, John Hopkins University.

BAUER, M. (2012), «Fed Asset Buying and Private Borrowing Rates». Economic Letter 2012-16, Federal Reserve Bank of San Francisco.

BEAN, C.; PAUSTIAN, M.; PENALVER, A., y TAYLOR, T. (2010), «Monetary Policy after the Fall». Federal Reserve Bank of Kansas City Annual Conference, Jackson Hole, Wyoming.

BERNANKE, B. (2003), «Some Thoughts on Monetary Policy in Japan». Remarks before the Japan Society of Monetary Economics, Tokyo, Japan.

— (2004), «The Great Moderation». Remarks at the meetings of the Eastern Economic Association, Washington, DC, 20 de febrero de 2004.

BLANCHARD, O.; DELL'ARICCIA, G., y MAURO, P. (2010), «Rethinking macroeconomic policy». IMF Staff Position Note 2010/03.

— (2013), «Rethinking macro policy II: Getting granular». IMF Staff Discussion Note SDN/13/03.

BLINDER, A.S., y REIS, R. (2005), «Economic performance in the Greenspan Era: The evolution of events and ideas». Federal Reserve Bank of Kansas City Annual Conference, Jackson Hole, Wyoming.

BORIO, C. (2012), «The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt?». BIS Working Paper No. 395.

BORIO, C., y LOWE, P. (2002), «Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus», BIS Working Paper n.º 114.

BROOKINGS INSTITUTION (2011), «Rethinking Central Banking». Committee on International Economic Policy and Reform.

BRUNNERMEIR, M., y SANNIKOV, Y. (2012), «Redistributive Monetary Policy». Federal Reserve Bank of Kansas City Annual Conference, Jackson Hole, Wyoming.

CAMPBELL, J.; EVANS, C.; FISHER, J.; JUSTINIANO, A.; CALOMIRIS, C., y WOODFORD, M. (2012), «Macroeconomic effects of Federal Reserve forward guidance», *Brookings Papers on Economic Activity*, Spring: 1-80.

CARPENTER, S.; IHRIG, J.; KLEE, E.; QUINN, D., y BOOTE, A. (2013), «The Federal Reserve's balance sheet and earnings: A primer and projections». Federal Reserve Board, SWP 2013-1.

CARUANA, J.; FILARDO, A., y HOFFMANN, B. (2014), «La política monetaria tras la crisis: balance de riesgos», *PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA*, 140.

CHRISTENSEN, J.; LÓPEZ, J., y RUDEBUSCH, G. (2014), «Stress Testing the Fed». FRBSF Economic Letter 2014-08.

CÚRDIA, V., y FERRERO, A. (2013), «How stimulatory are large-scale asset purchases?». FRBSF Economic Letter 2013-22.

EGGERTSSON, G., y WOODFORD, M. (2003), «The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy», *Brookings Papers on Economic Activity*, 2003(1): 139-211.

EICHENGREEN, B., y GUPTA, P. (2013), «Tapering Talk: the Impact of Expectations of Reduced Federal Reserve Security Purchases in Emerging Markets». The World Bank, Washington, DC.

FEMIA, K.; FRIEDMAN, S., y SACK, B. (2013), «The effects of policy guidance on perceptions of the Fed's reaction function». Federal Reserve Bank of New York Staff Reports n.º 652.

FILARDO, A., y HOFMANN, B. (2014), «Forward guidance at the zero lower bound», *BIS Quarterly Review*, marzo: 37-53.

FMI (2013a), «The Interaction of Monetary and Macroprudential Policies». IMF Policy Papers, enero.

— (2013b), «The interaction of monetary and macroprudential policies – Background paper». IMF Policy Papers, enero.

— (2013c), «Unconventional monetary policies – Recent Experiences and Prospects». IMF Policy Papers, abril.

— (2013d), «Global Impact and Challenges of Unconventional Monetary Policies». IMF Policy Papers, septiembre.

<p>GAGNON, J., y SACK, B. (2014), «Monetary policy with abundant liquidity: a new operating framework for the Federal Reserve». Peterson Institute for International Economics, Policy Brief n.º 14-4.</p> <p>GALÍ, J. (2014), «Monetary Policy and Rational Asset Price Bubbles», <i>American Economic Review</i>, forthcoming.</p> <p>GALÍ, J., y GAMBETTI, L. (2014), «The effects of monetary policy on stock market bubbles: some evidence». NBER Working Paper Series n.º 19.981.</p> <p>GALLEGO, S., y L'HOTELLERIE, P. (2014), «Las políticas monetarias en los países emergentes: <i>spillovers</i> internacionales y cooperación monetaria internacional», <i>PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA</i>, 140.</p> <p>GOODHART, C. (2013), «Debating the merits of forward guidance», en W. DEN HAAN (ed.), <i>Forward guidance: Perspectives from central bankers, scholars and market participants</i>, en voxEU.org eBook, CEPR.</p> <p>GOODHART, C.; BAKER, M., y ASHWORTH, J. (2013), «Monetary targetry: Might Carney make a difference?», entrada en el blog vox.eu.org (http://www.voxeu.org/article/monetary-targetry-might-carney-make-difference).</p> <p>GREENSPAN, A. (2002), «Opening remarks». Federal Reserve Bank of Kansas City Annual Conference, Jackson Hole, Wyoming.</p> <p>JP MORGAN (2013), «US: stress testing the Fed balance sheet». Economic Research Note, 18 de enero de 2013.</p> <p>KING, M. (2012), «Twenty years of inflation targeting». The Stamp Memorial Lecture, London School of Economics, 9 de octubre de 2012.</p> <p>KOHN, D. (2013), «The interactions of macroprudential and monetary policies: a view from the Bank of England's Financial Policy Committee». Speech at the Oxford Institute for Economic Policy, 6 de noviembre de 2013.</p> <p>KRISHNAMURTHY, A., y VISING-JORGENSEN, A. (2011), «The Effects of Quantitative Easing on Interest Rates: Channels and Implications For Policy». NBER Working Papers, n.º 17.555.</p>	<p>KRUGMAN, P. (1998), «It's Baaack! Japan's Slump and the return of the Liquidity Trap». Brookings Papers on Economic Activity 2: 1998.</p> <p>LÓPEZ, S., y DEL RÍO, P. (2013), «El uso de la orientación de expectativas o <i>forward guidance</i> como instrumento de política monetaria», <i>Boletín Económico del Banco de España</i>, diciembre: 53-67.</p> <p>MISKHIN, F. (2012), «Central banking after the crisis». 16 Conferencia Anual del Banco Central de Chile, 15 de noviembre de 2012.</p> <p>MOESSNER, R. (2013), «Reactions of real yields and inflation expectations to forward guidance in the United States». DNB Working Paper n.º 398.</p> <p>POSEN, A. (2013), «Testimony before the House Financial Services Committee Subcommittee on Monetary Policy and Trade». Hearing entitled «What Is Central About Central Banking? A Study of International Models», 13 de noviembre de 2013.</p> <p>RAJAN, R. (2005), «Has financial development made the world riskier?». NBER Working Paper n.º 11.728.</p> <p>— (2013), «A step in the dark: unconventional monetary policy after the crisis». Andrew Crockett Memorial Lecture.</p> <p>RASKIN, M. (2013), «The effects of the Federal Reserve's date-based forward guidance». Finance and Economics Discussion Series n.º 2013-37, Federal Reserve Board.</p> <p>ROLDÁN, J.M. (2014), «La política macroprudencial tras la crisis financiera», <i>PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA</i>, 140.</p> <p>SARGENT, T., y WALLACE, N. (1981), «Some Unpleasant Monetarist Arithmetic», <i>Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review</i>, 5(3): 1-17.</p> <p>SMETS, F. (2013), «Financial Stability and Monetary Policy: How Closely Interlinked?», en <i>Sveriges Riksbank Economic Review</i>, Special Issue (<i>Two Decades of Inflation Targeting: Main Lessons and Remaining Challenges</i>), pp. 121-160.</p> <p>STEIN, J. (2013), «Overheating in credit markets: origins, measurement, and policy responses». Remarks at «Restoring house-</p>	<p>hold financial stability after the Great Recession: Why household balance sheets matter», Research Symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of St. Louis, 7 de febrero de 2013.</p> <p>— (2014), «Incorporating financial stability considerations into a monetary policy framework». Remarks at the International Research Forum on Monetary Policy, Washington D.C., 21 de marzo de 2014.</p> <p>SVENSSON, L. (2013), «Leaning Against the Wind Leads to a Higher (Not Lower) Household Debt-to-GDP Ratio». Mimeo.</p> <p>SWANSON, E., y WILLIAMS, J. (2012), «Measuring the Effect of the Zero Lower Bound on Medium- and Longer-Term Interest Rates». Federal Reserve Bank of San Francisco, <i>Working Paper</i> n.º 2012-02.</p> <p>TAYLOR, J. (2007), «Housing and Monetary Policy», en <i>Housing, Housing Finance, and Monetary Policy</i>, Federal Reserve Bank of Kansas City, Annual Conference, Jackson Hole, Wyoming.</p> <p>TURNER, A. (2013), «Debt, Money and Mephistopheles: How do we get out of this mess?». Lecture at Cash Business School, 6 de febrero de 2013.</p> <p>— (2014), «Escaping the debt addiction: monetary and macro-prudential policy in the post crisis world». Speech at the Centre for Financial Studies, Francfort, 10 de febrero de 2014.</p> <p>WHITE, W. (2006), «Is price stability enough?». <i>BIS Working Paper</i> n.º 205.</p> <p>WOODFORD, M. (2012a), «Methods of Policy Accommodation at the Interest-Rate Lower Bound». Federal Reserve Bank of Kansas City, Annual Conference, Jackson Hole, Wyoming.</p> <p>— (2012b), «Inflation targeting and financial stability». NBER Working Paper Series n.º 17.967.</p> <p>YELLEN, J. (2012a), «The economic outlook and monetary policy». Remarks at the Money Marketeers of New York University, 11 de abril de 2012.</p> <p>— (2012b), «Revolution and evolution in central bank communications». Remarks at Haas School of Business, University of California, Berkeley, 13 de noviembre de 2012.</p>
---	--	--

Resumen

Desde 2007, varios bancos centrales han alcanzado el límite de tipos de interés cero (ZLB). Estos bancos centrales han desplegado herramientas muy diferentes de «políticas no convencionales»: compras de activos, orientación futura de la política monetaria, planes de préstamos o inyecciones de liquidez, entre otras. Esto confiere a la política monetaria un carácter multidimensional pues los bancos centrales operan sobre el tamaño de sus balances, los tipos de interés o la información acerca de su función de reacción e intenciones de política. En este artículo se describen algunas de estas estrategias y se analiza su eficacia, así como las lecciones que cabe extraer para el futuro. Algunas de las principales conclusiones son: las políticas no convencionales no son muy diferentes de las políticas convencionales y, por lo general, han tenido éxito cuando se han aplicado con convicción; los bancos centrales deben plantearse como objetivo tasas de inflación algo más altas, para suavizar el límite mínimo implícito de los tipos de interés reales; la orientación futura debe centrarse en lo que el banco puede controlar, su función de reacción, abstenerse de señalar pautas de tipos de interés y suavizarla a medida que se establezca la economía.

Palabras clave: política monetaria, estabilidad financiera, tipos de interés, crisis financiera internacional, bancos centrales, política no convencional.

Abstract

Since 2007, several central banks have reached the zero bound of interest rates. These central banks have deployed a very different arsenal of tools as «unconventional policies»: asset purchases, forward guidance, lending schemes or liquidity injections, among others. This has given monetary policy a multidimensional character: central banks have operated on the size of their balance sheets, on the yield curve, or on information about their reaction function and policy intentions. This paper describes some of these strategies and discusses their effectiveness and lessons for the future. Some of the main conclusions are: non-conventional policies are not very different from conventional policies, and have been broadly successful when tried with conviction; central banks should target a bit higher inflation target, to soften the implicit lower bound in real interest rates; forward guidance should focus on what the central bank can control, its reaction function, and shy away to a large extent from interest rate paths; and guidance should be softened as the economy approaches the steady state.

Key words: monetary policy, financial stability, interest rate, international financial crisis, central banks, unconventional policy.

JEL classification: E52, E58, F01.

POLÍTICAS MONETARIAS NO CONVENCIONALES: EXPERIENCIAS RECIENTES, IMPACTO Y LECCIONES

Ángel UBIDE (*)

Peterson Institute for International Economics

I. INTRODUCCIÓN

EN tiempos normales —definidos como con tipos de interés superiores a cero e intermediación financiera operando vía un arbitraje que funciona correctamente— la aplicación de una política monetaria «convencional» conllevaría gestionar los tipos de interés a corto plazo. Puesto que las expectativas de inflación no reaccionan inmediatamente «uno a uno» a los cambios en los tipos de interés, los bancos centrales también controlan los tipos de interés reales. Cabría esperar que los cambios en estos tipos de interés se transmitan a toda la curva de tipos y a los tipos de interés de los activos privados, y se traduzcan en una constelación de tipos de interés, los cuales, en principio, deberían generar las tasas de crecimiento y de inflación previstas por el banco central vía su impacto en el crédito, los precios de los activos y el tipo de cambio.

La crisis ha quebrado el funcionamiento convencional de las políticas monetarias en varios frentes. En primer lugar, los tipos de interés a corto plazo llegaron a cero (*Zero Lower Bound, ZLB*), privando al banco central del instrumento «convencional». En segundo lugar, la transmisión a toda la curva de tipos y a los tipos de interés de los activos privados de los cambios en los tipos de interés a corto plazo se interrumpió al dejar algunos mercados de operar y otros cambiar su natura-

leza al volverse sensibles a la información. En tercer lugar, la incertidumbre knightiana se disparó bruscamente debido a la falta de un modelo en el que basar las previsiones económicas, generando una extremada aversión al riesgo. Y cuarto, se generalizó la desconfianza acerca de la solvencia de los intermediarios bancarios, introduciendo el riesgo de contraparte como un elemento principal de la fijación del precio de los activos. La combinación de estas disfunciones creó un círculo vicioso autoamplificado de caída de precios de los activos y liquidaciones forzadas al que había que poner freno (1).

La respuesta de la política monetaria tenía que remediar estas cuatro disfunciones del sistema: hallar un instrumento alternativo al tipo de interés a corto plazo; reparar el mecanismo de transmisión de los tipos de interés, principalmente vía inyecciones de liquidez y creación de mercados para algunos activos; restaurar la confianza en el futuro ofreciendo un seguro y minimizando la ocurrencia de equilibrios perniciosos; y restaurar la solvencia del sistema bancario para eliminar el riesgo de contraparte.

La mayoría de los grandes bancos centrales ha introducido medidas no convencionales en algún momento de la crisis. La Fed, el BCE y el Banco de Inglaterra actuaron en todos los frentes, ya que se hallaban en el epicentro de la crisis. El Banco de Japón

(BDJ) ya había aplicado muchas políticas no convencionales, puesto que llevaba mucho tiempo en situación ZLB, por lo que mantuvo su marco de política prácticamente sin cambios hasta 2013, en que lanzó su expansión monetaria cuantitativa y cualitativa (*Quantitative and Qualitative Monetary Easing*, QQE). Las acciones del Banco Nacional Suizo y del Banco de Canadá fueron más limitadas, al hallarse en la periferia de la crisis y prácticamente tener que reaccionar solo al efecto contagio. Dinamarca tuvo un breve periodo de tipos de interés negativos para contener las enormes entradas de capitales provocadas por el temor a la ruptura del euro. De la restauración de la solvencia del sistema bancario se encargaron principalmente los gobiernos, por lo que no se abordará aquí. En la tabla A.1 del anexo se describe la cronología y la naturaleza de las medidas puestas en marcha por los diferentes bancos centrales, distinguiendo entre las acciones que incidían en las cantidades, los tipos de interés y la orientación futura.

II. EL CONSENSO SOBRE QUÉ POLÍTICA MONETARIA APLICAR EN SITUACIÓN DE TIPOS DE INTERÉS IGUAL A CERO (ZLB) CON ANTERIORIDAD A LA CRISIS

El consenso intelectual antes de la crisis sobre el riesgo de deflación y de llegar a la situación de tipos de interés igual a cero (ZLB) y sobre cómo abordarlo se basaba en gran medida en la experiencia japonesa. La investigación teórica dedicada a este asunto era escasa: Benhabib, Schmitt-Grohe y Uribe (2001), Eggertson y Woodford (2003),

así como Reifschneider y Williams (2000) fueron los primeros en analizar la cuestión; Bernanke (2002) representa una buena guía de cómo los bancos centrales observaron el fenómeno en la distancia y proporciona una buena referencia para evaluar la diferencia entre lo que proponía como teórico y lo que fue capaz de hacer al frente de un banco central y responsable de la política monetaria. Los estudios relativos a la experiencia del BDJ sugerían que la expansión cuantitativa (*Quantitative Easing*, QE) no había tenido un gran impacto, más allá de su efecto señalizador, debido principalmente al liderazgo poco entusiasta del BDJ, que ponía más énfasis en el riesgo moral que creaba para la consolidación fiscal y a la necesidad de reformas por el lado de la oferta para impulsar el crecimiento potencial. La expansión cuantitativa tuvo poco efecto al presentarse como «temporal» (véanse, por ejemplo, Ugai, 2007; Krugman, 1998 y 2000; Eggertsson y Woodford, 2003).

Además, la situación de ZLB se veía básicamente como una curiosidad intelectual que solo se produciría a raíz de un error de política —que era como se veía a la situación japonesa (2)—. Una razón clave detrás de esta valoración era la «maldición de la Gran Moderación», debido a que toda la investigación estaba basada en el periodo de posguerra, cuando los *shocks* eran «pequeños» y no persistentes, y todas las conclusiones en la literatura se limitaban a un subconjunto específico de sendas macroeconómicas posibles. Esta «maldición de la Gran Moderación» explica por qué la crisis era esencialmente «imposible» con arreglo a las proyecciones económicas realizadas con modelos estimados con los datos disponibles hasta 2007 (Potter,

2011) y por qué los economistas y los bancos centrales tenían que improvisar a medida que iban produciéndose los acontecimientos. Esto también explica por qué los mercados, al no disponer de un modelo ni de un conjunto de perspectivas creíbles en las que basar su gestión del riesgo, sobrereaccionaron al tiempo que se preparaban para el peor de los escenarios posibles. Las expectativas macroeconómicas dejaron de estar ancladas. Esto se vio agravado por la estructura de incentivos de analistas y expertos (que parecían más sabios cuanto más lúgubres eran y más catastróficos eran los escenarios que imaginaban); estaba claro que los fallos en la gestión de riesgos habían sido un fallo de imaginación, de imaginar un escenario tipo Lehman y, por ende, la existencia de una prima por considerar situaciones poco plausibles.

La prescripción de política que se desprendía de la literatura anterior a la crisis era que, ante la posibilidad de llegar a una situación de ZLB, la política monetaria debía relajarse agresivamente precisamente para evitar dicha posibilidad (lo opuesto a la estrategia de «ahorrar pólvora» defendida en algunos foros) y luego mantener los tipos bajos durante más tiempo de lo que sugeriría una política estándar con vistas a evitar volver a caer en la situación ZLB (véase, por ejemplo, Reinhart, 2004). El supuesto subyacente era que, en situación de ZLB, la política resultaría menos eficiente y su impacto en gran medida desconocido (y, a juzgar por la experiencia japonesa, posiblemente muy pequeño).

Al mismo tiempo, aun cuando el consenso en la literatura hacía tiempo que había dejado de vincular la inflación al crecimiento del dinero, cuando llegó el momen-

to de expandir de forma sustancial los balances de los bancos centrales la crítica monetarista reapareció de repente (véase, por ejemplo, la cautela expresada en Bullard, 2010), y los temores a una inflación elevada se convirtieron en una parte central del debate. Irónicamente, el escepticismo acerca de las políticas no convencionales procedían de ambos lados, porque podían no funcionar y porque podían funcionar demasiado bien, generando un consenso intelectual reticente a emprender políticas no convencionales al comienzo de la crisis. Este escepticismo es clave para explicar las acciones de los bancos centrales durante la crisis, como veremos más adelante.

III. EL FUNCIONAMIENTO DE LA POLÍTICA MONETARIA. ¿EXISTE ALGUNA DIFERENCIA ENTRE CONVENCIONAL Y NO CONVENCIONAL?

En todo momento, los bancos centrales actúan cambiando la base monetaria (divisas y reservas bancarias) para influir en algún tipo de interés. Esto puede hacerse de dos maneras: comprando y vendiendo títulos de deuda al público, o bien prestando y tomando dinero en préstamo del público. La diferencia entre las dos opciones es de carácter temporal, a saber: comprar y vender tiene un impacto «permanente»; prestar y tomar prestado tiene un efecto «transitorio». Naturalmente, ambas opciones pueden ser equivalentes si se eligen los horizontes temporales y las técnicas apropiadas.

En tiempos normales, la política monetaria opera vía cambios en el tipo de interés a corto plazo, el cual altera la estructura de plazos de los tipos de interés. Estos cambios en los tipos de interés reales

afectan a la economía a través de dos grandes canales: los precios de los activos y las condiciones de crédito. El canal de los precios de los activos se comprende bastante bien: los cambios en los tipos de interés reales alteran los precios de los activos e influyen en las decisiones de inversión y de consumo. El canal del crédito parte del supuesto de que los cambios en los tipos de interés reales modifican algunas fricciones financieras —selección adversa y riesgo moral— que influyen en las decisiones de prestar y tomar en préstamo. Este efecto es más generalizado durante las desaceleraciones, ya que los prestatarios «buenos» se vuelven más adversos al riesgo y se endeudan menos, mientras que los prestatarios «malos» apuestan por la resurrección. Los bancos conocen este deterioro de la cartera de prestatarios y se vuelven más reticentes a prestar. Al relajar las condiciones financieras y subir los precios de los activos, los bancos centrales pueden mejorar la solvencia de los prestatarios y reducen estas fricciones, suavizando así el endurecimiento de las condiciones de los préstamos (3). Así pues, la política monetaria puede afectar tanto a las valoraciones de los activos como a las actitudes hacia el riesgo.

La única diferencia entre política monetaria convencional y no convencional es que la política no convencional tiene que operar vía cambios en los tipos de interés a largo plazo. Esto añade una dimensión adicional ya que los tipos de interés reales a largo plazo son una combinación de la media de tipos de interés a corto plazo, la prima de plazo y la inflación esperada. Las políticas no convencionales, tanto compras de activos como orientación futura, operan afectando potencialmente a alguno o los tres

elementos. Los tipos esperados a corto plazo responden a los cambios en la función de reacción de la política monetaria, bien vía orientación futura de la política explícita o bien vía del efecto señalización de compras de activos. Las primas de plazo se ven afectadas sobre todo por la escasez y el efecto de duración de las compras de activos, si bien la orientación futura puede contribuir a través de su impacto en la reducción de la prima de plazo en el extremo de corto plazo de la curva de tipos (4). Las expectativas de inflación se ven afectadas por el mensaje general que ofrece la política monetaria, incluyendo las compras de activos, la orientación y el compromiso de lograr sus objetivos de política monetaria.

IV. EL DEBATE CONCEPTUAL SOBRE LAS COMPRAS DE ACTIVOS

En principio, las compras de activos solo deberían afectar a los precios de los activos que se compran, ya que el precio de los activos depende de sus propias rentabilidades esperadas ajustadas por riesgo. Sin embargo, existen algunos canales adicionales a través de los cuales las compras de activos pueden tener un impacto más allá de su propio precio (5):

1) Canal de señalización: Puesto que implementar un programa de compras de activos lleva tiempo, compromete creíblemente al banco central a no cambiar la dirección de su política incluso como mínimo durante el tiempo que lleve implementar las compras. De este modo, las compras pueden ser tanto un complemento de la orientación futura de la política (reforzándola) como un sustituto. La duración de las operaciones de refinanciación a

más largo plazo (*Longer-Term Refinancing Operations*, LTRO) del BCE a un tipo fijo fue considerada una forma sutil de señalar una pausa en los tipos durante ese periodo.

2) Canal de escasez/reajuste de cartera: Al convertirse en un operador dominante y reducir la oferta de un activo concreto, las compras de activos crean una situación donde los inversores incrementarán el precio del activo con su demanda. Si el precio es lo bastante alto, los inversores podrían optar por cambiar a otros activos y reajustar sus carteras. Por lo general, el banco central compra los activos más seguros, con la intención de forzar a los inversores privados a rotar hacia activos de mayor riesgo. Este canal suele requerir cierta segmentación —conforme se describe, por ejemplo, en los modelos de *preferred habitats*—, en virtud de la cual algunos agentes (por ejemplo, fondos de pensiones, compañías de seguros o fondos patrimoniales soberanos) tienen restringidos los activos en los que pueden invertir, de modo que el arbitraje está limitado (Bernanke, Reinhart y Sack, 2004; Vayanos y Vila, 2009). En principio, las compras de deuda pública afectarían solo al componente libre de riesgo de los precios de los activos, mientras que la concesión de préstamos afectaría a la prima de plazo de todos los activos que pueden contabilizarse como colateral.

3) Canal de duración: Comprando títulos de deuda con vencimientos largos en grandes cantidades, el banco central consigue que las carteras de los inversores sean más seguras ya que habrá una exposición global menor al riesgo de tipos de interés. *Ceteris paribus*, esto incrementaría el precio de los activos de riesgo.

4) Canal de aseguramiento: El banco central comunica que está listo para relajar la política todo lo que sea necesario para lograr sus objetivos. Esto cambia el nivel de riesgo global de la economía y reduce los riesgos en los escenarios usados para la gestión de riesgo, mejorando así la perspectiva de demanda, impulsando los precios de los activos, la suavización de los estándares de los préstamos e incrementando las expectativas de inflación y reduciendo los tipos reales. Este canal ha sido muy descuidado en el debate y, sin embargo, es probablemente la medida más potente y única de las políticas no convencionales.

Un punto de debate adicional es la discusión sobre si las compras de activos operan, o no, vía efectos *stock* o flujo. La teoría del *stock* sostiene que las compras de activos operan vía ajustes en el precio del activo una vez conocido el nuevo equilibrio entre oferta y demanda (en otras palabras, cuando se hace el anuncio de las nuevas compras de activos, los mercados reevalúan el nuevo equilibrio oferta/demanda y fijan consecuentemente el precio; todo el impacto radica en el anuncio). La teoría del flujo sostiene que las compras de activos operan inyectando dinero en el sistema con cada compra, dinero que luego es canalizado a otros activos (en otras palabras, el anuncio no tiene ningún impacto, pero sí cada una de las compras). La teoría económica y la evidencia empírica están sobre todo del lado de la teoría del *stock* (6), si bien el flujo podría tener cierto impacto a nivel micro y divulgar información sobre el *stock* final total de compras (por ejemplo, en el caso de reducción gradual, *tapering*, del QE3). Cabe destacar que los críticos de las compras de activos se hallan sobre todo en el campo de la teoría del flujo, al sostener que

el dinero solo consigue inflar el precio de los títulos, *bypassing* la economía real, y cuando terminan las compras de activos, los precios de los títulos se desinflan hasta el nivel previo a las compras de activos.

La modalidad de compras de activos es importante para comprender el canal a través del cual funciona la política y su impacto probable. Como se muestra en el cuadro n.º 1, los bancos centrales han adoptado muchas estrategias diferentes, combinando compras y préstamos, activos públicos y privados.

La Fed se ha centrado principalmente en compras de activos, con diferentes estrategias: QE en una cantidad fija en toda la curva (QE1 y QE2); QE en cantidades fijas con vencimientos seleccionados (Operación Twist); QE indeterminado (QE3). El BCE se ha centrado principalmente en operaciones de préstamo (LTRO), creando una oferta de liquidez endógena; las compras de activos fueron pequeñas y esterilizadas (Programa para los mercados de valores, SMP). El BDJ realizó operaciones tanto de compra como de préstamo. Por el lado de las compras, a la operación Rinban de larga duración añadió el Programa de Compra de Activos (cantidad fija, compras de títulos del Gobierno de Japón de vencimientos cortos) y luego QQE (compras de títulos del Gobierno de Japón indeterminadas de vencimientos más largos). Los programas de préstamo son sobre todo de cantidades fijas y van dirigidos a sectores específicos. El Banco de Inglaterra también hizo ambas compras (QE en cantidades fijas, comprando Gilts de vencimientos largos a entidades no bancarias y sin reducirlas gradualmente al final) y préstamos (los FLS, cantidad fija y dirigidas).

CUADRO N.º 1

DIFERENTES POLÍTICAS DE COMPRAS DE ACTIVOS (*)

	RESERVA FEDERAL (FED)	BANCO CENTRAL EUROPEO (BCE)	BANCO DE JAPÓN	BANCO DE INGLATERRA	BANCO NACIONAL SUIZO
Modalidad	Compras (QE)	Compras (SMP, OMT) Préstamos (LTRO)	Compras (Rinban, APP, QQE) Préstamos	Compras (QE) Préstamos (FLS)	Compras
Activos comprados ...	Títulos de Deuda Pública	Títulos de Deuda Pública	Títulos privados (REIT, ETF) Títulos de Deuda Pública	Títulos de Deuda Pública	Bonos extranjeros
Esterilizadas	No esterilizadas	Esterilizadas	No esterilizadas	No esterilizadas	No esterilizadas
Cantidad	Cantidad fija (QE1, QE2) Indeterminadas (QE3)	Indeterminadas	Cantidad fija (Rinban, APP) Indeterminadas (QQE)	Cantidad fija	Ilimitadas
Plazo	Largo plazo (QE1, QE3) Operación Twist	Corto plazo	Corto plazo (Rinban, APP) Largo plazo (QQE)	Largo plazo (QE) Corto plazo (FLS)	Desconocido

Nota: (*) QE = *Quantitative Easing* (Expansión cuantitativa); QQE = *Quantitative and Qualitative Easing* (Expansión cuantitativa y cualitativa); SMP = *Securities Markets Programme* (Programa para los mercados de valores); OMT = *Outright Monetary Transactions* (Operaciones monetarias de compraventa); LTRO = *Longer-Term Refinancing Operations* (Operaciones de refinanciación a plazo más largo); REIT = *Real Estate Investment Trust* (Fondo de inversión en bienes inmuebles); ETF = *Exchange Traded Funds* (Fondos cotizados en el mercado de valores).
Fuente: Elaboración propia.

El Banco Nacional Suizo se ha centrado en la intervención cambiaria y luego en el suelo del tipo de cambio euro-franco suizo, ya que no disponía de una cantidad suficiente de bonos domésticos para hacer un QE y combatir la deflación.

¿Por qué tantas estrategias diferentes? Porque era un proceso de aprendizaje haciendo y probando instrumentos que no se habían usado antes, abordando problemas específicos y sorteando las diferentes restricciones a las que se enfrentaba cada banco central. Una preocupación clave de todos los bancos centrales cuando empezaron a expandir sus balances fue la de asegurarse de que el público y los mercados comprendían que estarían listos para abandonar el QE y contener la inflación de una manera efectiva. Por ejemplo, el tamaño «pequeño» de los paquetes iniciales

de la Fed y su combinación con un debate de estrategias de salida (que mermaron su impacto); la insistencia del BCE en la naturaleza autoabsorbente de las LTRO, como explicación de por qué era una política mejor que el QE; las decisiones del Banco de Inglaterra sobre QE a tres meses vista. Conforme se fue recabando más información sobre el impacto de estas nuevas políticas, los bancos centrales se volvieron más y más atrevidos en su aplicación (la Fed y el BDJ pasaron, por ejemplo, al QE indeterminado). Otra preocupación era que, a pesar del hecho de que los bancos centrales no necesitan capital para operar, había cierta inquietud de que las posibles pérdidas en que podían incurrir mermara la independencia de los bancos centrales. Por ejemplo, el debate de la Fed sobre los costes y beneficios del QE (7); la decisión del Banco de Inglaterra de obtener

una garantía de indemnización explícita del Tesoro británico para su programa QE; la solicitud del BCE de que los gobiernos de la UEM se comprometieran a recapitalizarlo si el programa SMP incurría en pérdidas; la persistente reticencia del BDJ a comprar títulos del Gobierno de Japón con vencimientos superiores a dos años por temor a incurrir en fuertes pérdidas si los tipos de interés subían de forma sustancial; o la tremenda presión sufrida por el Banco Nacional Suizo debido a las pérdidas contables derivadas de su intervención cambiaria para defender un tipo de cambio fijo entre el euro y el franco suizo. También existía un temor a interferir en la asignación del crédito, lo que explica por qué los bancos centrales evitaron en una gran medida las compras de activos privados una vez superada la fase aguda de la crisis. En efecto, las compras de ETF (*Exchange Traded*

Funds, Fondos para operaciones con el extranjero) y REIT (*Real Estate Investment Trust*, Fondos para invertir en el mercado inmobiliario) del BDJ están diseñadas específicamente para no interferir en los precios de mercado.

V. INDICACIONES SOBRE LA ORIENTACIÓN FUTURA DE LA POLÍTICA MONETARIA: ARGUMENTACIÓN Y VARIANTES

El argumento clave a favor de la orientación futura de la política monetaria es que los bancos centrales no tienen un conocimiento superior sobre cómo funciona el mundo, pero deberían ser capaces de explicar cómo piensan, y esto es clave para el éxito de la política monetaria. Eso conlleva fijar objetivos de política claros, determinación para lograr los objetivos, adoptar acciones claras para lograr los objetivos y responder plenamente del cumplimiento de los objetivos (8).

Una regla de política simple puede, durante tiempos tranquilos, proporcionar una buena aproximación a una estrategia de política monetaria orientada a los objetivos. Pero es muy probable que sea una descripción muy incompleta, si no errónea, de una política orientada a objetivos en una situación de ZLB por dos razones. En primer lugar, no lograría describir completamente las intenciones de política monetaria, ya que los tipos de interés no pueden bajar de cero; por ejemplo, la regla descrita en Taylor (1999) habría sugerido tipos de interés en Estados Unidos de -5 por 100 en 2009 (Ruddebush, 2009), siendo muy probable que grandes *shocks* generen cambios fuertes y variables a lo largo del tiempo en los parámetros profundos de la función de reacción

(por ejemplo, en el tipo de interés real neutral). Indicaciones sobre la orientación futura, con una descripción más exhaustiva y completa de la estrategia de política monetaria, es una forma de superar estas deficiencias. En segundo lugar, la orientación futura de la política monetaria es necesaria porque la prescripción de política en situación de ZLB (a saber, bajar los tipos agresivamente y mantenerlos «bajos durante mucho más tiempo» de lo que prescribiría una norma de política monetaria convencional) básicamente supone pasar a una función de reacción distinta, o al menos rotar a una función de pérdida diferente para una determinada función de reacción debido a la naturaleza asimétrica de los riesgos en situación de ZLB, y el banco central necesita educar a los mercados (y, cuando opera en Comité, también a los miembros de su propio comité) sobre la nueva estrategia.

La orientación futura ya fue usada en tiempos normales antes de la crisis, en discursos, declaraciones e informes de política monetaria. La Fed la introdujo tras bajar los tipos al 1 por 100 en agosto de 2003, para sustituir los sesgos que venían utilizándose para señalar la dirección probable de los tipos: «En estas circunstancias, el Comité estima que puede mantenerse una política acomodaticia durante un periodo de tiempo considerable». En enero de 2004, cuando la Fed se sintió más convencida de que el siguiente movimiento en los tipos sería hacia arriba, esta orientación cambió a «el Comité piensa que puede ser paciente a la hora de retirar su política acomodaticia» y, en mayo de 2004, a «el Comité estima que la política acomodaticia puede retirarse a un ritmo que será probablemente comedido». En otras palabras, la

Fed ofreció orientación sobre el momento del comienzo del ciclo de subidas de tipos y sobre su ritmo. El Banco de Inglaterra aportó indicaciones sobre la orientación con las previsiones de inflación del Informe de Inflación con tipos constantes y de mercado (con los observadores del Banco de Inglaterra centrándose en la diferencia entre ambos para valorar si el Banco de Inglaterra estaba o no de acuerdo con los tipos fijados por el mercado). El BCE se entusiasmó con su sistema «semáforo» (esencialmente variaciones de la palabra «vigilancia») para anunciar por adelantado subidas de tipos de interés.

Al igual que con las compras de activos, los bancos centrales empezaron a usar la orientación futura tímidamente y al principio no tuvieron mucho éxito. Por ejemplo, a pesar de cierta orientación verbal de la Fed («a veces»), los mercados descontaban sistemáticamente el regreso a tipos positivos unos 6-12 meses después de bajar los tipos a cero. Los mercados no disponían de ningún historial en el que basar sus perspectivas, por lo que usaban la experiencia histórica como guía. En el cuadro n.º 2 se muestran las diferentes estrategias adoptadas por los distintos bancos centrales.

En abril de 2009, el Banco de Canadá introdujo una innovación vía orientación sobre el calendario de su política monetaria, al sugerir que mantendría los tipos en pausa hasta un momento específico en el tiempo (el segundo trimestre de 2010). Una vez que el Banco de Canadá subió los tipos (en abril de 2010, un trimestre antes del momento sugerido por la orientación sobre el calendario), la nueva orientación se centró en dos elementos: el probable ritmo de subida gradual

CUADRO N.º 2

ESTRATEGIAS DIFERENTES DE INDICACIONES SOBRE LA ORIENTACIÓN FUTURA DE POLÍTICA MONETARIA

	FED	BCE	BANCO DE INGLATERRA	BANCO DE JAPÓN	BANCO DE CANADÁ
Instrumento	Tipo de interés de los fondos federales	Tipo refi y depo	Tipo bancario	Base monetaria	Tipo de interés
Orientación sobre el calendario	Sí	No	No	No	Sí
Orientación cualitativa	Sí	Sí	Sí	No	No
Umbrales	Inflación y desempleo	Ninguna	Tasa de desempleo con inflación e inestabilidad financiera	Inflación con inestabilidad financiera	Ninguna
Objetivo	Mantener bien ancladas las expectativas de inflación	Impedir la subida de los tipos de interés a corto plazo	Mantener bien ancladas las expectativas de inflación	Aumentar las expectativas de inflación	Mantener bien ancladas las expectativas de inflación
¿Cambiar a otra función de reacción?	Sí – bajos durante más tiempo	No	Sí – bajos durante más tiempo	Sí – nuevo régimen de política	Sí – bajos durante más tiempo

Fuente: Elaboración propia.

de los tipos, haciendo hincapié en la elevada tasa de capacidad ociosa existente en la economía y la gran cantidad de tiempo que llevaría absorberla; e indicando que sería probable un tipo más bajo al final del ciclo de subidas, insistiendo en que el tipo neutral era más bajo que en el pasado y que los tipos de interés seguirían por debajo del tipo neutral cuando la capacidad ociosa fuera reabsorbida y la inflación se hallara en la tasa objetivo debido a los persistentes factores adversos.

La Fed comenzó con una orientación temporal un tanto vaga en diciembre de 2008, señalando tipos bajos durante «algún tiempo», que luego se convirtieron en tipos bajos durante un «periodo prolongado» en marzo de 2009. A medida que fue agravándose la crisis de la zona del euro, la Fed se pasó a la orientación sobre el calendario de su política monetaria en agos-

to de 2011, señalando una pausa en los tipos por lo menos hasta finales de 2013. Esta orientación sobre el calendario de la política monetaria futura fue modificada dos veces, primero en enero de 2012 (no variar los tipos hasta finales de 2014) y luego en septiembre de 2012 (no variar los tipos hasta mediados de 2015). La desafección con la orientación sobre el calendario llevó, en diciembre de 2012, a la adopción de una orientación de estado contingente, definiendo una «zona de no acción» basada en variables macroeconómicas: una tasa de desempleo por encima del 6,5 por 100, una inflación a uno-dos años vista por debajo del 2,5 por 100 y unas expectativas de inflación bien ancladas. Al acercarse la economía a este momento en el que los umbrales están a punto de ser rebajados, la orientación volvió a una postura más cualitativa: no variar los tipos «hasta bastante después»

del momento en el que la tasa de desempleo cayera por debajo del 6,5 por 100. En marzo de 2014, la Fed sustituyó los umbrales por orientaciones cualitativas (similares a las adoptadas por el Banco de Inglaterra, véase más abajo) sobre el *timing* probable del comienzo de las subidas de tipos, el ritmo de las subidas y el punto terminal. Esta orientación se vio complementada por el «gráfico de puntos» en el SEP. Así pues, la Fed ha utilizado una estrategia de cinturón y tirantes, con un lenguaje de calendario y contingencias combinado con una orientación explícita sobre los tipos de interés (9).

El BCE ha usado formas más vagas de orientación futura. Se usó por primera vez en verano de 2012, con la ahora famosa expresión del presidente del BCE Mario Draghi «whatever it takes» (todo lo que sea preciso), con la que pretendía neutralizar el «riesgo de redenominación» y se ma-

terializó en el lanzamiento del programa condicional de compras ilimitadas de deuda pública, conocido por sus siglas en inglés OMT (*Outright Monetary Transactions*, Operaciones monetarias de compra-venta). No se facilitaron detalles sobre cómo funcionaría, pero sí logró contener la espiral alcista de los diferenciales de la deuda periférica (el canal «aseguramiento»). El BCE adoptó la orientación futura de tipos en julio de 2013, al declarar que los tipos se mantendrían o bajarían «durante un periodo de tiempo prolongado», pero sin apenas facilitar información sobre la norma de contingencia que subyacía al «periodo prolongado». En marzo de 2014, el BCE amplió la orientación futura introduciendo el concepto de «capacidad ociosa» como argumento para mantener los tipos bajos incluso después de que se produzca la recuperación (Praet, 2014). Implícitamente, este anuncio trata de romper con la función de reacción del pasado donde aumentos en los PMI hasta niveles superiores a la media acreaban subidas de tipos.

El Banco de Inglaterra adoptó una orientación contingente en agosto de 2013, con un umbral de desempleo (del 7 por 100) y una inflación bajo control (no superior al 2,5 por 100 a 18-24 meses vista) y una innovación, un indicador de estabilidad financiera (basado en una decisión del Comité de Política Financiera). La intención era hacer hincapié en la cantidad de capacidad ociosa y, por ende, que un periodo de crecimiento rápido no trajera consigo necesariamente, como en el pasado, subidas en los tipos de interés. Conforme la tasa de desempleo fue acercándose al 7 por 100, el Banco de Inglaterra pasó en febrero de 2014 a la orientación cualitativa (retirada tardía y eventualmente un proceso de subidas

graduales debido a la gran cantidad de «capacidad ociosa») y una orientación sobre un tipo neutral más bajo, acompañada de previsiones de inflación en el Informe de Inflación. Como en el caso de la Fed, se trata de una estrategia de orientación con cinturón y tirantes.

El BDJ llevaba mucho tiempo usando la orientación futura como herramienta de política clave y durante la crisis introdujo dos variaciones. Durante 2010-2013, la estrategia del BDJ se definió como expansión monetaria exhaustiva (*Comprehensive monetary easing*, CME), con dos elementos principales: orientación sobre tipos de interés futuros (tipos cero hasta que la tasa de inflación llegara al 1 por 100) respaldada por compras de títulos del Gobierno de Japón con vencimientos de hasta tres años vía su programa de compras de activos (*Asset Purchase Program*, APP). En abril de 2013, el BDJ pasó a la estrategia QQE (Expansión cualitativa y cuantitativa), lo que supuso: un cambio en el instrumento, del tipo de interés al crecimiento de la base monetaria, un aumento del vencimiento de los títulos del Gobierno de Japón comprados (ahora con un vencimiento medio de seis-ocho años), una orientación futura vinculada a las compras de activos y una tasa de inflación más alta con una dimensión temporal (un objetivo de inflación del 2 por 100 a lograr en dos años). Además de esta orientación con tiempos definidos, el BDJ añadió un segundo estrato de orientación indeterminado: el BDJ mantendrá el QQE todo el tiempo que sea necesario para mantener una inflación del 2 por 100 de forma «estable», probablemente siendo «estable» una función de las expectativas de inflación a medio plazo.

Indicaciones sobre la orientación futura en situación de ZLB son efectivas por dos razones. En primer lugar, porque el banco central considera que el horizonte temporal durante el cual los tipos se mantendrán fijos ya no es el que solía ser habitual en el pasado y/o puede ser comunicado con herramientas estándar (por ejemplo, la previsión de inflación publicada en el Informe de Inflación del Banco de Inglaterra era efectiva para comunicar una pausa en los tipos de hasta dos años, pero no más allá); y en segundo lugar, porque el banco central considera que el pasado no constituye una buena guía del futuro, y desea comunicar que está adoptando una función de reacción diferente porque la relación de intercambios entre inflación y crecimiento ha cambiado. El efecto de anclaje de la orientación del banco central es muy potente si se comunica con claridad. Ahora bien, la orientación puede fracasar si se convierte en un mero reflejo del hecho de que unas condiciones de mayor debilidad justifican mantener la contención de los tipos durante más tiempo, ya que el público podría interpretarla como que el banco central reconoce una perspectiva de debilidad pero no hace nada para remediarla (para un tratamiento más elaborado de este punto, véase Woodford, 2012). En el gráfico 1 se muestra cómo la orientación futura de la Fed fue efectiva a este respecto: la magnitud del aumento de tipos descontado en los 36 meses siguientes continuó siendo alta hasta mediados de 2011, pero cayó en picado cuando la Fed introdujo la orientación basada en un calendario.

En el caso de la Fed, Femia, Friedman y Sack (2013) muestran que la orientación futura cambió las expectativas de mercado acer-

GRÁFICO 1
VARIACIÓN EN LOS TIPOS DE INTERÉS A 36 MESES VISTA



Fuente: Bloomberg.

ca del nivel de desempleo, para una determinada tasa de inflación, a saber, la que llevará a la primera subida de tipos, generando así una postura de política más relajada. English, López-Salido y Tetlock (2013) muestran que la orientación del umbral ha permitido a la Fed acercarse a una norma de control óptimo, que mejora el nivel de bienestar con respecto de la regla de Taylor determinada por la inercia y filtra mejor la señal del ruido en cuanto a la dirección de la política monetaria (por ejemplo, neutralizando el impacto de difundir comunicados *hawkish*). En el gráfico 2 se muestra que la incertidumbre sobre la senda futura de los tipos de interés, medida por los mercados de opciones, había caído a mínimos absolutos en abril de 2013.

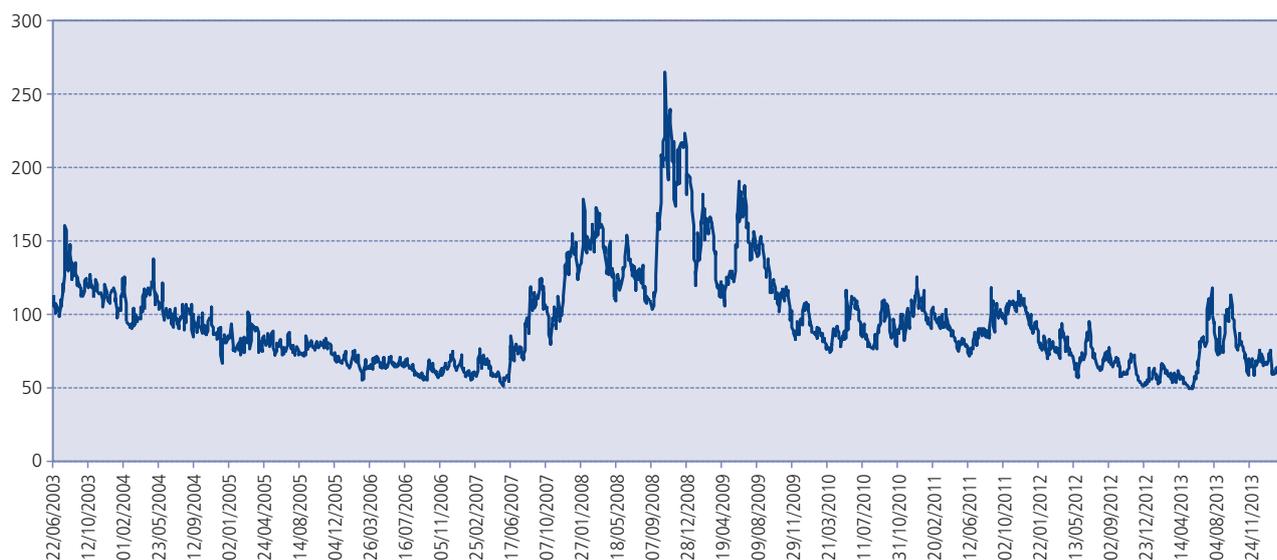
En el caso del Banco de Inglaterra, a pesar del tremendo error

de previsión de la tasa de desempleo, la orientación de umbral evitó un aumento enorme de los tipos de interés de mercado cuando el crecimiento se aceleró, que se habría producido si los mercados hubieran seguido la norma previa a la crisis basada en la relación entre las variaciones de los PMI o el crecimiento trimestral del PIB y de los tipos de interés (10). La aceleración en la creación de empleo y el descenso en la tasa de desempleo en los trimestres tercero y cuarto de 2013 fueron los más rápidos en la historia reciente. El sistema de umbrales permitió al Banco de Inglaterra comunicar claramente la diferencia entre niveles y tasa de crecimiento (ya que, pese a la rápida tasa de crecimiento, el nivel de PIB aún sigue por debajo de los niveles previos a la crisis), para ofrecer seguridad frente a una situación de inflación persistente debida a tasas y precios regulados,

y también generar disciplina y unidad de mensaje en el seno del Comité de Política Monetaria, en un momento en el que las discrepancias podrían haber resultado muy perjudiciales. Esto permitió al Banco de Inglaterra avanzar a la segunda fase de orientación, pasando de la señalización de lo que no haría (subir los tipos hasta superar unos umbrales) a la comunicación de lo que haría (subir los tipos gradualmente), sin apenas movimientos en los tipos.

En el caso del BCE, la efectividad ha sido más limitada, si bien tuvo éxito ya que logró estabilizar los tipos de interés a corto plazo. A diferencia de la Fed y del Banco de Inglaterra, el BCE no ha enviado claramente un mensaje de cambio a una función de reacción más relajada. Solo ha confirmado que la perspectiva de inflación se ha debilitado y que, por tanto, la senda de tipos de interés prevista

GRÁFICO 2
VOLATILIDAD IMPLÍCITA DE LA RENTA FIJA DE ESTADOS UNIDOS (índice MOVE)



Fuente: Bloomberg.

debería ser consecuente con esta debilidad. En otras palabras, la orientación del BCE no relajó la política, solo impidió, mediante un sesgo de relajación, un agravamiento de la corriente vendedora global de los tipos de interés a raíz del *tapering* de la Fed y del aumento de los tipos del mercado monetario derivado del reembolso de las LTRO. La orientación del BCE ha sido de relajación pasiva (que tenía por objeto compensar un indebido endurecimiento en la política), en lugar de relajación activa (que tenía por objeto aumentar la parte del acomodo de la política y que es similar a la decisión del BCE de usar unas LTRO que se autorreabsorbían en lugar de QE).

Al acercarse el momento de salida, cuando los bancos centrales pasan a una nueva fase de orientación futura «vaga» (facilitando información sobre la previ-

sión macro, el momento probable del comienzo de la subida de tipos, el ritmo de las subidas y el tipo neutral), surge una cuestión: ¿por qué no facilitar la senda completa de los tipos? La razón es que una orientación «vaga» encaja mejor con el concepto de que la orientación es una previsión condicional, no una promesa. Una orientación muy precisa podría parecer una promesa. En el punto álgido de la crisis tiene sentido, por la necesidad de una menor aversión al riesgo (el canal «aseguramiento» de la política) y la «certidumbre» de que los tipos se mantendrán en el 0 por 100 durante ese periodo. Pero cuando la economía está recuperándose, hay menos necesidad de compromiso y de certidumbre. Así pues, el grado de vaguedad debe ser proporcional a la situación cíclica. Se ha visto claramente que los bancos centrales no son mejores en sus previsiones

que el consenso y, por tanto, esta orientación «vaga» representa un buen equilibrio entre ofrecer información útil y evitar perder credibilidad, lo que sucede cuando una previsión detallada resulta desacertada. Además del pésimo historial en la previsión de tasas de desempleo de la Fed y del Banco de Inglaterra, y la experiencia de los bancos centrales que publican sendas de tipos de interés, arroja un elevado error de previsión a más de cuatro trimestres vista. La ratio ruido-senal es elevada, suscitando así la cuestión de si una mayor transparencia es siempre mejor para el bienestar. Dada esta experiencia, quizá sea mejor solo intentar describir la función de reacción —lo que el banco central puede controlar— y dejar a los mercados incorporar sus propias previsiones. Además, esta orientación futura «vaga» puede ser muy eficaz con empresas y hogares. Lo que las empresas

quieren saber con vistas a contratar e invertir no es la senda precisa de los tipos de interés, sino que el banco central está dispuesto a hacer todo lo que sea necesario para lograr un fuerte crecimiento y que los tipos de interés medios durante los próximos años no serán demasiado altos. De nuevo, el canal de «aseguramiento» de la política monetaria.

La interacción entre compras de activos y orientación no se ha comprendido cabalmente hasta hace poco. El impacto de los comentarios de Bernanke en mayo de 2013 sobre la posibilidad de reducir gradualmente el QE3 al final del año reveló que las compras de activos eran un complemento muy importante de la orientación futura. A raíz de la corriente de ventas en los mercados debido a los rumores de *tapering* y al adelanto agresivo del inicio del ciclo de subida de tipos, resultó evidente que la estrategia secuencial de la Fed —primero *tapering*, luego el reforzamiento preciso de la orientación futura— era equivocada, y que primero tenía que reforzarse la orientación futura para sustituir el impacto positivo de la misma en las compras de activos (véase el pronunciado aumento de la incertidumbre sobre la senda futura de tipos en el gráfico 1). Para simplificar, los mercados consideran que en tanto en cuanto los bancos centrales estén comprando activos no pensarán en subir los tipos y, por consiguiente, el periodo durante el cual se estén haciendo compras de activos es tomado como una «garantía» de pausa en los tipos (el canal de «señalización» de las compras de activos). Una vez que han terminado las compras de activos, la incertidumbre sobre la orientación aumenta, por muy claro que sea su mensaje verbal —ya que el banco central siempre puede

cambiar de opinión—. De hecho, la Fed parece haber reconocido esto y, en la orientación de umbrales posterior, ancló el *timing* de la primera subida de tipos como un «tiempo considerable» después del final del QE.

VI. ¿HA SIDO EFICAZ LA POLÍTICA NO CONVENCIONAL?

Existe un fuerte debate sobre si las políticas no convencionales han sido, o no, efectivas. Los escépticos sostienen que solamente han inflado los valores de los activos y que, una vez termine el flujo de dinero, los valores de los activos se desinflarán. Para esta línea de opinión, solo las políticas estructurales funcionan y hay muy poco que puedan hacer las políticas cíclicas para compensar el impacto de una crisis financiera (véase, por ejemplo, el documento de Hall para la conferencia de Jackson Hole de 2013). Con todo, la opinión predominante es que han funcionado, aunque de una manera más bien convencional (rebajando los tipos de interés reales) y que han contribuido a suavizar el impacto de la crisis. La medición precisa del impacto de cada una de las políticas en cuestión siempre ha sido el problema de un contrafactual, y existen formas diferentes de definir «eficacia».

El modo más simple de valorar la eficacia es examinar la evolución de los tipos de interés reales a largo plazo (el principal instrumento de la política monetaria no convencional) y de las expectativas de inflación (el principal objetivo de la política monetaria). En el gráfico 3 se muestra la evolución de los tipos de interés reales a diez años (definidos como los tipos a diez años menos la inflación esperada a diez años de-

rivada de los *swaps* de inflación) en Estados Unidos, Reino Unido y la zona del euro (en el caso de esta, la media de los tipos individuales de la zona del euro ponderada por el PIB). Parece claro que, por este parámetro, la Fed y el Banco de Inglaterra relajaron su política monetaria agresivamente, mientras que el BCE ha sido muy cauto. De hecho, durante 2010-2011 la postura de política monetaria se endureció en la zona del euro, mientras que en Estados Unidos y Reino Unido se relajó.

En términos de asegurar la estabilidad de las expectativas de inflación en niveles acordes con su mandato, se han registrado diferentes grados de éxito. La Fed y el Banco de Inglaterra han tenido éxito al lograr mantener ancladas las expectativas de inflación en torno a niveles compatibles con sus mandatos, mientras que el BCE parece haber fracasado y permitido que las expectativas de inflación a medio plazo cayeran más, ya que los mercados prevén un periodo muy largo de inflación inferior a la tasa objetivo (véase el gráfico 4, que muestra la estructura de plazos de la inflación a un año vista de los distintos bancos centrales). El objetivo del BDJ era un tanto diferente, ya que no pretendía estabilizar sino incrementar las expectativas de inflación. Las evidencias preliminares muestran que el BDJ ha tenido éxito al haber aumentado las expectativas de inflación hasta por encima del 1 por 100 (gráfico 5), si bien resulta difícil valorar el alcance real de dicho éxito debido al efecto distorsionador de la subida del IVA.

El FMI (2013) brinda un resumen muy detallado de la amplia literatura que evalúa el impacto preciso de políticas no convencionales en los precios de los activos,

**GRÁFICO 3
EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS REALES A 10 AÑOS**



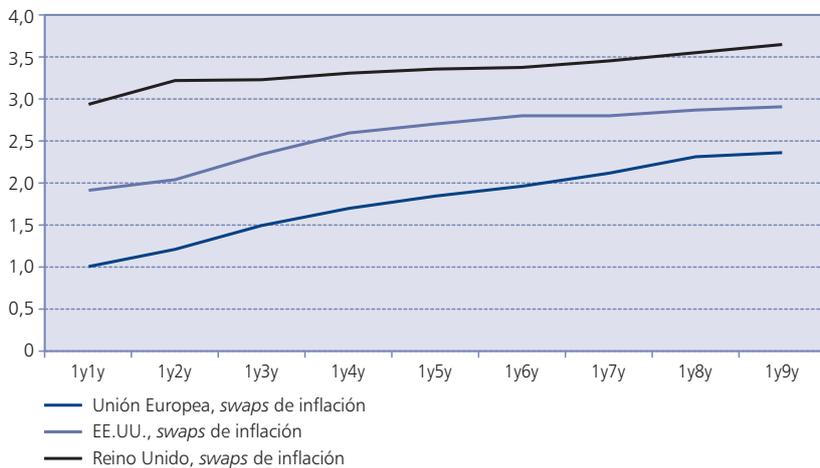
Fuente: Bloomberg.

el crecimiento y la inflación, usando principalmente estudios

de actuaciones concretas o análisis econométricos. La conclusión

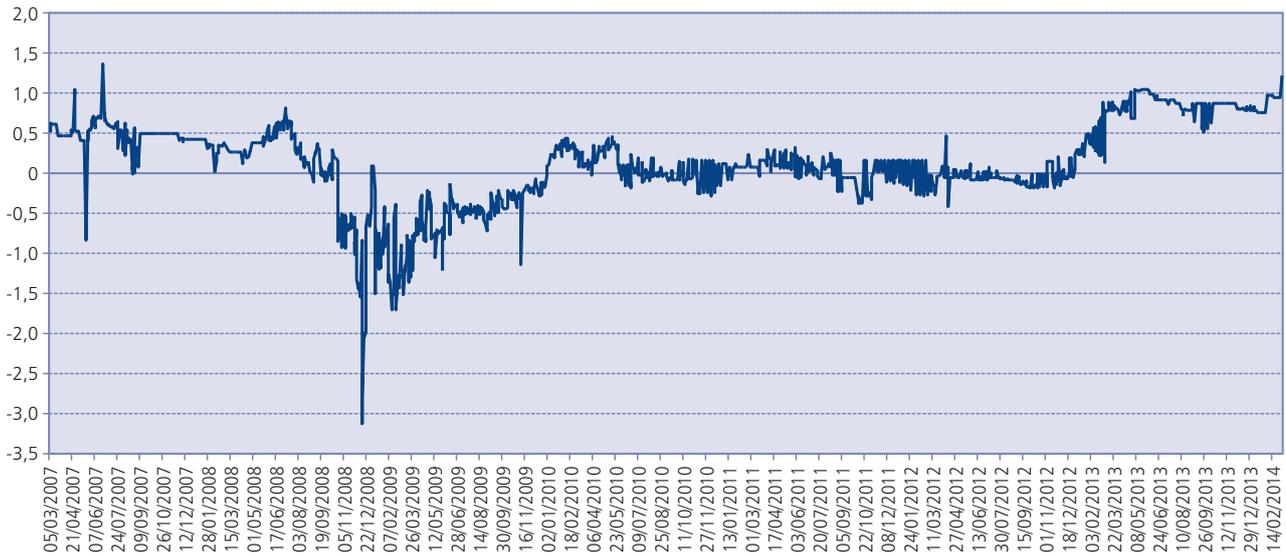
principal es que las políticas diseñadas para restaurar el funcionamiento de los mercados (por ejemplo, TALF, QE1, *swaps* de divisas, LTRO) han sido muy efectivas, al quedar generalmente restaurado dicho funcionamiento. La valoración de las políticas dirigidas a rebajar los tipos de interés a largo plazo es más variada, con estimaciones del impacto acumulado sobre los tipos de interés a largo plazo de los diferentes programas de compras de deuda arrojando descensos del orden de los 90-200 pb en Estados Unidos, 45-160 pb en Reino Unido y en torno a los 30 pb en Japón. Las compras de activos también tuvieron éxito a través del efecto «aseguramiento» ya que redujeron los riesgos, como demuestran la normalización de la incertidumbre de los mercados de valores implícita en el índice VIX (gráfico 6), las menores probabili-

**GRÁFICO 4
ESTRUCTURA TEMPORAL DE LA INFLACIÓN**



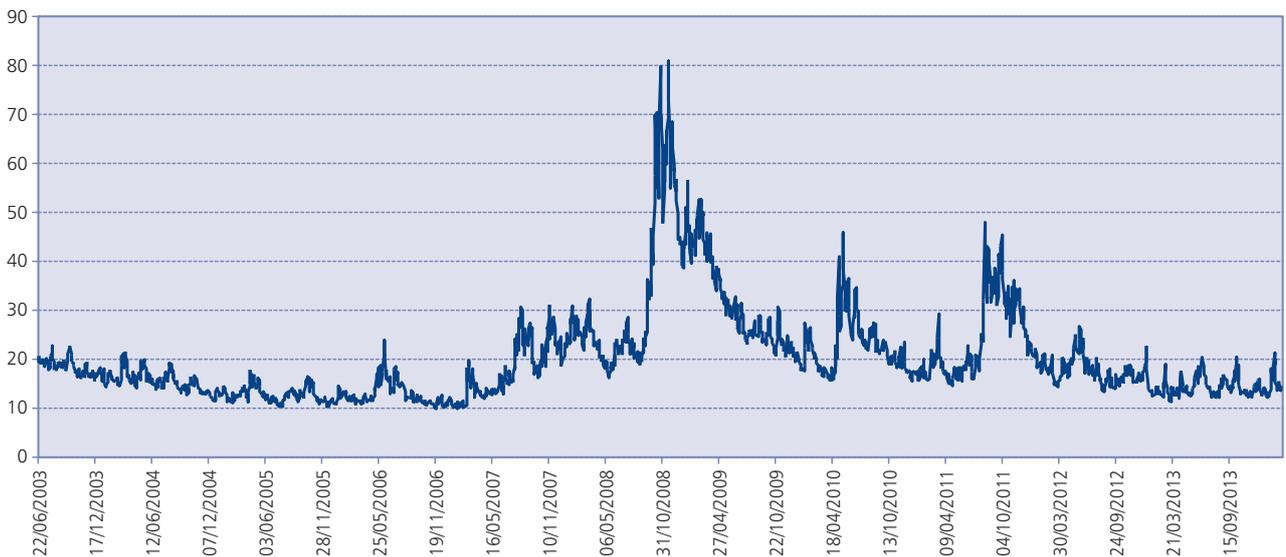
Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO 5
INFLACIÓN DE JAPÓN A 5 AÑOS



Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO 6
VOLATILIDAD IMPLÍCITA DE LA RENTA VARIABLE DE ESTADOS UNIDOS (índice VIX)



Fuente: Bloomberg.

dades de grandes oscilaciones en los tipos de cambio implícitas en las reversiones de riesgo en las opciones de divisas, así como la menor probabilidad de deflación implícita en la asimetría de previsiones de inflación. En cuanto al impacto en el crecimiento y la inflación, el FMI (2013) sugiere que las evidencias son también positivas, mostrando que en Estados Unidos y Reino Unido el crecimiento aumentó de media unos 2 puntos porcentuales a lo largo de dos años (con un rango entre impacto nulo e impacto de unos 8 puntos porcentuales), mientras que el impacto en la inflación fue de alrededor de 1,5 puntos porcentuales, con un rango similarmente amplio.

Ha habido mucho debate sobre si el QE era un intento de debilitar las divisas y lograr devaluaciones competitivas. La realidad es

que hay muchos factores que afectan a los tipos de cambio y a las tendencias generales que no han validado esta opinión (gráfico 7). La fuerte depreciación de la libra esterlina se produjo antes de que comenzara el QE y respondió a un reajuste bajista del tipo de equilibrio de la libra. El dólar estadounidense se ha movido dentro de un amplio rango, pero está ahora un 20 por 100 más fuerte que en 2008 en términos efectivos reales. El euro estuvo en riesgo de romperse, por lo que la política monetaria influyó solo marginalmente en su evolución. El único caso donde la divisa ha sido un objetivo intencionado es el del yen, pero a través de una corrección de una pronunciada sobrevaloración.

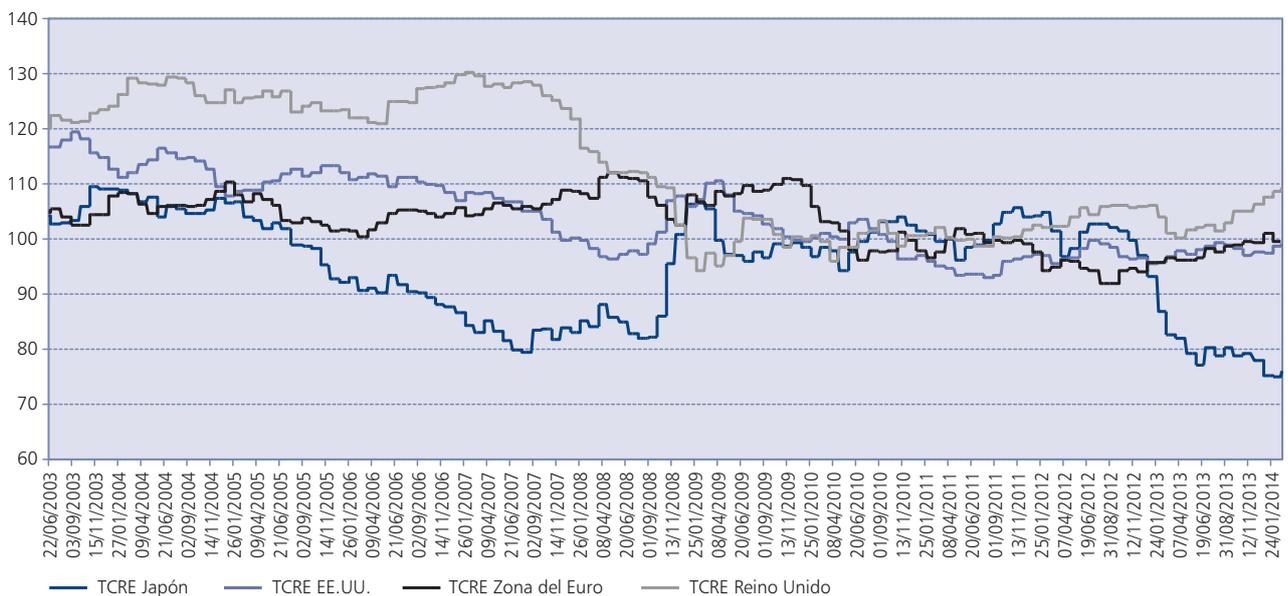
En general, la evidencia apunta crecientemente hacia una diferencia muy escasa entre políticas

convencionales y no convencionales. Por ejemplo, Glick y Leduc (2013), así como Rosa y Tambalotti (2014) muestran que el impacto de las políticas no convencionales, una vez que han sido adecuadamente calibradas en términos de medidas equivalentes de política convencional, ha sido muy similar al impacto de las políticas convencionales en términos de su efecto en los precios de los activos, incluido el dólar.

VII. EXPERIENCIA ADQUIRIDA

La profundidad de la crisis y la variedad de las respuestas de política monetaria han generado un terreno fértil para la experimentación y el aprendizaje. Son varias las lecciones que cabe extraer de cara al futuro. La primera es que las dificultades experimentadas

GRÁFICO 7
EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE CAMBIOS REALES EFECTIVOS (TCRE) (Índice 2010 = 100)



Fuente: Bloomberg.

durante la crisis y los bajos niveles de inflación actuales sugieren que en situación de ZLB los bancos centrales relajan menos del nivel óptimo (el importe de QE que se habría necesitado para lograr el nivel de los fondos federales resultante de aplicar la regla de Taylor (1999) sería del orden de los 5-6 billones) y, por ello, la recuperación está llevando más tiempo de lo que debería, posiblemente perjudicando el crecimiento potencial vía histéresis. También significa que las probabilidades de llegar a un tipo de interés igual a cero son mucho mayores de lo que se pensaba cuando se diseñó el objetivo de inflación hace veinte años. Y existe la posibilidad de que pudiéramos estar entrando en un largo periodo de alto crecimiento de la productividad con salarios bajos debido al avance tecnológico y a la robótica, así como de mayores desigualdades de renta.

Los bancos centrales deberían prepararse para una situación en la que las políticas no convencionales podrían muy bien convertirse en la norma, en lugar de la excepción, y adaptar sus marcos de política consecuentemente. Los bancos centrales deberían explicar de forma detallada al público que existe una escasa diferencia entre políticas convencionales y no convencionales, así como de que ambas son legales y se hallan dentro de su mandato, y reforzar el marco institucional para ser capaces de operar sin interferencias políticas. En Ubide (2014) se sostiene que esto requeriría ampliar los niveles de capital de los bancos centrales para evitar temores de pérdidas, explicar de una forma mucho más detallada la función de reacción para incrementar la efectividad, así como plantearse como objetivo una tasa de inflación más alta para reducir las probabilidades de llegar

a un tipo de interés igual a cero y facilitar la reducción de los tipos de interés reales.

La segunda lección es que existe una tensión entre el valor de una comunicación clara y transparente y el escaso grado de predictibilidad de las variables macro clave, tales como la inflación y el desempleo. Este desafío de comunicación reclama una estrategia dual: en primer lugar, rotar hacia una estrategia de política monetaria basada en objetivos simples, bien definidos y claramente cuantificables, como la declaración de la Fed de objetivos de política monetaria a largo plazo (véase *Federal Open Market Committee, FOMC, 2012*) y la nueva estrategia de QQE del BDJ. La definición imprecisa del BCE de estabilidad de precios sigue siendo un caso aislado un tanto anacrónico. En segundo lugar, describir la función de reacción y sus parámetros profundos como la principal herramienta de comunicación, restando importancia al mismo tiempo a las previsiones macro, calificándolas de «meramente ilustrativas» —un ejemplo de una perspectiva que el banco central considera plausible y deseable (en cuanto que cumple los objetivos de su mandato de una manera equilibrada), en lugar de la mejor previsión posible—. Esto también supondría centrarse menos en previsiones de escenarios básicos y más en posibles sendas alternativas —algo que el Riksbank, por ejemplo, viene haciendo desde hace tiempo y que el Banco de Inglaterra acaba de comenzar a introducir en su Informe de Inflación— como vía para educar a los mercados sobre la probable reacción del banco central ante cambios en la perspectiva macro.

La tercera lección que cabe extraer es que el debate sobre la in-

teracción entre política monetaria (convencional o no) y estabilidad financiera sigue siendo ampliamente imprevisible, circunstancia esta que probablemente se intensificará si continúa el periodo de bajos tipos de interés. Conceptualmente, la política monetaria debería resolver los riesgos macro residuales, algo que la regulación micro y macroprudencial no puede hacer. Ahora bien, la identificación de estos riesgos residuales no es tarea fácil. Detectar errores en la fijación de los precios de los activos es una labor compleja y no hay razones obvias por las que el banco central pueda acometerla mejor que los mercados. Además, puesto que la innovación y el desarrollo financiero son una parte integral del crecimiento económico, es preciso advertir de la facilidad de incurrir en errores de Tipo II a la hora de detectar burbujas. Los indicadores de apalancamiento macro, tales como la ratio crédito/PIB, han dado lugar a muchas señales falsas, y la política monetaria es difícil de calibrar para una variable tan lenta (Stein, 2014). De la gestión del apalancamiento deberían ocuparse las políticas normativas y macroprudenciales, incluidas las valoraciones horizontales y las pruebas de resistencia.

Una manera útil de reflexionar sobre política monetaria y estabilidad financiera es en términos de estabilización del «Valor en Riesgo macro». El VaR es una función del apalancamiento y de la incertidumbre. Cuando la incertidumbre se halla dentro de niveles «normales», la política monetaria debería centrarse en estabilizar la inflación y maximizar el crecimiento del PIB, mientras que la regulación, la supervisión y las políticas macroprudenciales deberían ocuparse de que el crédito, definido en términos generales, no alcan-

ce niveles excesivos como proporción del PIB y de que las normas de valoración sigan siendo apropiadas. Las crisis suelen provocar un aumento de la incertidumbre hasta niveles «anormales», por lo que el principal objetivo de la política monetaria debería ser la estabilización de la incertidumbre y de la aversión al riesgo (Ubide, 2009). Kocherlakota (2014) y Stein (2014) recientemente han avanzado argumentos similares usando el enfoque de la media-varianza, sugiriendo que los responsables de la política monetaria deberían preocuparse no solo por el nivel de inflación y desempleo, sino también por su variabilidad. El «canal de aseguramiento» de las políticas no convencionales pretende rebajar la incertidumbre y restaurar la asunción de riesgos, vía QE indefinido combinado con una orientación futura basada en umbrales que «aseguren» la consecución de resultados económicos.

Así pues, promover la asunción de riesgos a través del «canal de aseguramiento» es una parte integral de la política monetaria en situación de ZLB. Por consiguiente, la clave es la naturaleza indeterminada: las estrategias de mayor éxito (LTRO, OMT, QE3, QQE, el suelo del Banco Nacional Suizo) fueron todas ilimitadas (el QE del Banco de Inglaterra también podría considerarse ilimitado, ya que se revisaba en cada reunión de acuerdo con las previsiones de inflación). Existe cierta lógica en esto. Cuando un banco central comienza un ciclo expansivo, los mercados inmediatamente valoran el ciclo expansivo en su conjunto y pueden hacerlo porque existe experiencia pasada y una noción del tipo de interés neutral que sirve como orientación. Con QE no existe esta orientación y los mercados no saben cómo calibrar el grado de expansión de la política a valorar. Sin

embargo, si la QE es indefinida en el tiempo y se apoya en los resultados económicos y si los mercados lo creen así, entonces podrán valorar esos resultados.

La cuestión sin resolver es cómo determinar si la postura de política monetaria podría estar volviéndose excesivamente laxa desde este punto de vista. La aportación de «certidumbre» debe ser proporcional a la distancia hasta los objetivos de crecimiento y de inflación. Cuanto más cerca estemos de los objetivos, menor necesidad habrá de centrarse en estabilizar la aversión al riesgo y menos seguro se necesitará. Conforme se normalice la economía, la política monetaria deberá preocuparse más de evitar apuestas unidireccionales o de usar medidas extemporáneas como parte del «canal de aseguramiento». Las crisis sistémicas ocurren cuando se rompen paradigmas, y la política monetaria debería evitar crear tales situaciones (11). La política monetaria en situación de ZLB es vender una opción a los mercados, una *put* económica. Ahora bien, es crucial establecer una prima adecuada para este seguro: si la política que adopta el banco central es extemporánea, podría resultar contraproducente más tarde, ya que la economía no estará preparada para soportar el aumento de la volatilidad que podría generar una política extemporánea cuando el banco central reniega de sus promesas. La postura actual de la Fed es un ejemplo potencial. Debido a su agresividad, la postura de política monetaria de la Fed es a la vez totalmente creída por los mercados (el mercado está posicionado a lo largo de los puntos y se mueve cuando los puntos cambian, como demuestra la reacción del mercado a la reunión de marzo de 2014) y potencialmente extemporánea si los

puntos representan una aproximación a la estrategia de control óptima. El tiempo nos lo dirá.

NOTAS

(*) Todas las opiniones aquí expresadas son únicamente las mías y no representan, en modo alguno, las de D.E. Shaw & Co.

(1) Véase UBIDE (2008) para un análisis más pormenorizado de la dinámica de una crisis de crédito.

(2) Véase BERNANKE (2000) e ITO y MISHKIN (2006).

(3) Véase BERNANKE y GERTLER (1995), artículo seminal del NBER, y CICARELLI *et al.* (2010), para un análisis de su impacto en la zona del euro.

(4) Existe un creciente cuerpo de literatura que sostiene que la política monetaria convencional también afecta a la prima de plazo vía impacto en la asunción de riesgos (véase, por ejemplo, GILCHRIST, LÓPEZ-SALIDO y ZAKRAJSEK, 2013).

(5) Hay un canal adicional a través del cual las compras de activos pueden afectar a la perspectiva económica, a saber: el tipo de cambio. Pero esto no es algo específico de las compras de activos, es solo un reflejo de cambios en los tipos de interés relativos.

(6) Esto es lo que dijo el presidente Bernanke el 25 de abril de 2012 en la Conferencia de Prensa del FOMC en respuesta a la pregunta: «Existe algún desacuerdo, creo, sobre cómo las acciones de balance de la Reserva Federal afectan exactamente a los rendimientos de los bonos del Tesoro y a los precios de otros activos. La opinión que generalmente hemos adoptado en la Fed en la que pienso —de la que creo que existe una prueba bastante clara, es que el determinante primordial de los tipos de interés es la cantidad de títulos mantenida por la Fed en un momento dado, y no tanto las compras nuevas o el flujo de compras nuevas». Véase <http://www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpresconf20120425.pdf>

(7) Véase CARPENTER *et al.* (2013).

(8) Véase EVANS (2014) para una formulación más elaborada.

(9) Ahora bien, el SEP sigue siendo un instrumento imperfecto ya que revela discrepancias en torno a una previsión modal, no incluye incertidumbre a propósito de la hipótesis de referencia, y no está basado en un conjunto homogéneo de previsiones.

(10) Véase BROADBENT (2013) para una formulación más elaborada de este punto.

(11) En UBIDE (2009), sostengo que la crisis fue provocada inicialmente por la ruptura de los tres paradigmas que eran esenciales

para la fijación del precio de los activos, a saber: 1) los precios de las viviendas no pueden bajar; 2) los activos garantizados no son sensibles a la información, y 3) los repos no tienen riesgo de contraparte. Más tarde se añadió un cuarto paradigma roto: 4) el riesgo de ruptura de la zona del euro.

BIBLIOGRAFÍA

- BALL, L. (2013), «The Case for 4 Percent Inflation». Voxeu.org.
- BERNHABIB, J.; SCHMITT-GROHÉ, S., y URIBE, M. (2001), «The Perils of Taylor Rules», *Journal of Economic Theory*, 96(1-2), enero: 40-69.
- BERNANKE, B. (2000), «Japanese Monetary Policy: A Case of Self-Induced Paralysis?», en R. MIKITANI y A. POSEN (Eds.), *Japan's Financial Crisis and Its Parallels to U.S. Experience*, Institute for International Economics, septiembre 2000, pp. 149-166.
- (2002), «Deflation: Making sure 'it' doesn't Happen Here». Discurso ante el National Economist Club, Washington DC, noviembre.
- BERNANKE, B., y GERTLER, M. (1995), «Inside the Black Box: the Credit Channel of Monetary Policy Transmission», *Journal of Economic Perspectives*, 9: 4.
- BERNANKE, B.; REINHART, V.R., y SACK, B.P. (2004), «Monetary Policy Alternatives at the Zero Bound: An Empirical Assessment». *Brookings Papers on Economic Activity*, pp. 1-78.
- BROADBENT, B. (2013), «Conditional Guidance as a Response to Supply Uncertainty». Discurso en la London Business School, septiembre, Banco de Inglaterra.
- BULLARD, J. (2010), «Quantitative Easing – Uncharted Waters for Monetary Policy», *The Regional Economist*, enero, Federal Reserve Bank of St Louis.
- CARPENTER, S.; IHRIG, J.; KLEE, E.; QUINN, D., y BOOTE, A. (2013), «The Federal Reserve's Balance Sheet and Earnings: A Primer and Projections». Finance and Economics Discussions Series, 2013-01.
- CICCARELLI, M.; MADDALONI, A., y PEYDRO, J.L. (2010), «Trusting the Bankers. A New Look at the Credit Channel of Monetary Policy». Documento de trabajo n.º 1.228 del BCE, julio.
- EGGERTSSON, G.B., y WOODFORD, M. (2003), «The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy». *Brookings Papers on Economic Activity* (Spring), pp. 139-211.
- ENGLISH, W.; TETLOCK, R., y LÓPEZ-SALIDO, J.D. (2013), «The Federal Reserve's Framework for Monetary Policy – Recent Changes and New Questions», Federal Reserve Board. Manuscrito.
- EVANS, Ch. (2014), «Like it or Not, 90 Percent of a 'Successful Fed Communications' Strategy Comes from Simply Pursuing a Goal-oriented Monetary Policy Strategy». Discurso en el U.S. Monetary Policy Forum, febrero, Federal Reserve Bank of Chicago.
- FEMIA, K.; FRIEDMAN, S., y SACK, B. (2013), «The Effects of Policy Guidance on Perceptions of the Fed's Reaction Function». Federal Reserve Bank of New York, Informe del Personal n.º 652 (noviembre).
- FMI (2013), «Unconventional Monetary Policies – Recent Experience and Prospects», abril.
- FOMC (2012), Comunicado de Prensa, enero.
- GILCHRIST, S.; LÓPEZ-SALIDO, J.D., y ZAKRAJSEK, E. (2013), «Monetary Policy and Real Borrowing Costs at the Zero Lower Bound». Finance and Economics Discussion Series 2014-03, Federal Reserve Board.
- GLICK, R., y LEDUC, S. (2013), «Unconventional Monetary Policy and the Dollar», *FRBSF Economic Letter*, 2013-09, abril.
- HALL, R. (2013), «The Routes into and out of the Zero Lower Bound». Documento presentado en el Simposio del Federal Reserve Bank of Kansas City, agosto.
- ITO, T., y MISHKIN, F.S. (2006), «Two Decades of Japanese Monetary Policy and the Deflation Problem», en T. Ito y A.K. ROSE (Eds.), *Monetary Policy under Very Low Inflation in the Pacific Rim*, NBER-EASE, t. 15, University of Chicago Press, pp. 131-202.
- KOCHERLAKOTA, N. (2014), «Discussion of 2014 USMPF Report». Federal Reserve Bank of Minneapolis.
- KRUGMAN, P. (1998), «It's Baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap». *Brookings Papers on Economic Activity*.
- (2000), «Thinking about the Liquidity Trap», *Journal of the Japanese and International Economies*, 14(4), diciembre.
- POTTER, S. (2011), «The Failure to Forecast the Great Recession», *Liberty Street Economics*, noviembre.
- PRAET, P. (2014), «Current Issues and Challenges for Central Bank Communication». Discurso en la Conferencia «The ECB and its Watchers XV», marzo, Banco Central Europeo.
- REIFSCHNEIDER, D., y WILLIAMS, J.C. (2000), «Three Lessons for Monetary Policy in a Low Inflation Era», *Journal of Money, Credit and Banking*, 32(4), noviembre: 936-966.
- REINHART, V. (2004), «Conducting Monetary Policy at Very Low Short Term Interest Rates». Documento presentado en las Meetings of the American Economic Association, San Diego, California.
- ROSA, C., y TAMBALOTTI, A. (2014), «How unconventional are Large Scale Asset Purchases? The impact of monetary policy on asset prices». Informe del Personal del FRBNY n.º 560, mayo.
- RUDEBUSCH, G. (2009), «The Fed's Monetary Policy Response to the Current Crisis», *FRBSF Economic Letter*, 2009-17.
- STEIN, J. (2014), «Incorporating Financial Stability Considerations into a Monetary Policy Framework». Discurso en el International Research Forum on Monetary Policy, marzo, Federal Reserve Board.
- TAYLOR, J. (1999), «A Historical Analysis of Monetary Policy Rules», en J. TAYLOR (Ed.), *Monetary Policy Rules*, University of Chicago Press, pp. 319-348.
- UBIDE, Á. (2008), «Anatomía de una Crisis de Crédito Moderna», *Revista de Estabilidad Financiera*, 14, Banco de España.
- (2009), «Paradigm Lost», en V. REINHART (Ed.), *No Way Out: Persistent Government Interventions in the Great Contraction*, AEI, Washington.
- (2014), «Is the ECB failing its Price Stability Mandate?». PIIE Policy Brief 2014-15.
- UGAI, H. (2007), «Effects of the Quantitative Easing Policy: A Survey of Empirical Analyses». Bank of Japan Monetary and Economic Studies, marzo.
- VAYANOS, D., y VILA, J.-L. (2009), «A Preferred-Habitat Model of the Term Structure of Interest Rates». Documento de trabajo n.º 15.487, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass.
- WOODFORD, M. (2012), «Methods of Monetary Policy Accommodation at the Interest Rate Lower bound», en *The Changing Policy Landscape*, Simposio de Jackson Hole del Federal Reserve Bank of Kansas City.

ANEXO

TABLA A.1

LA CRONOLOGÍA Y NATURALEZA DE LAS MEDIDAS TOMADAS POR DIFERENTES BANCOS CENTRALES

Panel A: Anuncios importantes de la Reserva Federal (Fed)			
Fecha	Programa	Noticias de compras de activos/préstamos	Noticias de tipos de interés/orientación
25/11/2008	QE1	Anuncio de LSAP: la Fed comprará 100.000 mill. de dólares en deuda de GSE y 500.000 mill. de dólares en MBS	
01/12/2008	QE1	Primera sugerencia de la ampliación del QE a los títulos del Tesoro de EE.UU. (UST)	
16/12/2008	QE1	Primera sugerencia por el FOMC de la ampliación del QE a los UST	La Fed rebaja el tipo de interés de los fondos federales del 1 al 0-0,25%; prevé tipos bajos «durante algún tiempo»
28/01/2009	QE1	La Fed está preparada para expandir el QE y comprar UST	
18/03/2009	QE1	Expansión de LSAP: la Fed comprará 300.000 mill. de dólares en UST de largo plazo y otros 750.000 y 100.000 mill. de dólares en MBS y deuda GSE adicionales, respectivamente	La Fed prevé tipos bajos durante «un periodo prolongado»
12/08/2009	QE1	Se ralentizan las LSAP: todas las compras terminarán a finales de octubre, no a mediados de septiembre	
23/09/2009	QE1	Se ralentizan las LSAP: las compras de deuda de agencias y de MBS terminarán al final del 1T10	
04/11/2009	QE1	Se reduce el tamaño de las LSAP: las compras de deuda de agencias terminarán en 175.000 mill. de dólares	La Fed define «bajas tasas de utilización de recursos, tendencias de inflación débil y expectativas de inflación estables» como condiciones del «periodo prolongado»
10/08/2010	QE1	Balance mantenido: la Fed reinvertirá los pagos de principal de las LSAP en UST	
27/08/2010	QE2	Bernanke sugiere QE adicional «en caso de ser necesarias acciones adicionales»	
21/09/2010	QE2	El FOMC hace hincapié en la baja inflación, que «probablemente seguirá siendo baja durante algún tiempo antes de subir a los niveles que el Comité considere consistentes con su mandato»	
12/10/2010	QE2	La «percepción» de los miembros del FOMC es que «podría ser necesaria acomodación [adicional] en breve»	
15/10/2010	QE2	Bernanke reitera que la Fed está preparada para relajar adicionalmente su política	
03/11/2010	QE2	Anuncio del QE2: La Fed comprará 600.000 mill. de dólares en UST	

(Continúa)

ANEXO (Cont.)

Panel A: Anuncios importantes de la Reserva Federal (Fed)

Fecha	Programa	Noticias de compras de activos/préstamos	Noticias de tipos de interés/orientación
22/06/2011	QE2	QE2 termina: las compras de UST terminarán a fin de mes, como estaba previsto; los pagos de principal continuarán siendo invertidos	
09/08/2011			La Fed prevé tipos bajos «al menos hasta mediados de 2013»
21/09/2011	Programa de ampliación de vencimientos	Se anuncia el Programa de ampliación de vencimientos (Operación Twist): la Fed comprará 400.000 mill. de dólares en UST con vencimientos pendientes de tres años o menos; los pagos de principal de MBS y deuda de agencias ya no se reinvertirá en UST, sino en MBS	
25/01/2012			La Fed prevé tipos bajos «al menos hasta finales de 2014»
20/06/2012	Programa de ampliación de vencimientos	Se prorroga el Programa de ampliación de vencimientos: la Fed continuará comprando títulos a largo plazo y vendiendo títulos a corto plazo hasta finales de 2012. Las compras/ventas continuarán al ritmo actual, unos 45.000 mill. USD/mes	
22/08/2012	QE3	Los miembros del FOMC «juzgaron que probablemente se precisará acomodación monetaria adicional bastante pronto...»	
13/09/2012	QE3	Anuncio del QE3: la Fed comprará 40.000 mill. de dólares en MBS al mes en tanto en cuanto «la perspectiva del mercado de trabajo no mejore sustancialmente... en el contexto de estabilidad de precios»	La Fed prevé tipos bajos durante un «periodo de tiempo considerable después de que la recuperación económica se afiance» y «al menos hasta mediados de 2015»
12/12/2012	QE3	Ampliación del QE3: la Fed continuará comprando 45.000 mill. de dólares de USD de largo plazo al mes pero dejará de esterilizar las compras mediante la venta de UST a corto plazo	La Fed prevé que será apropiado mantener los tipos bajos mientras el desempleo esté por encima del 6,5%, la previsión de inflación continúe por debajo del 2,5% y las expectativas de inflación a largo plazo estén bien ancladas
22/05/2013	QE3	«Si apreciamos una mejora continuada y estamos seguros de que va a ser sostenida, en las próximas reuniones podríamos reducir algo el ritmo de compras»	
19/06/2013	QE3	«Shock de reducción gradual-tapering» al decir Bernanke que la Fed podría comenzar a reducir sus compras de bonos mensuales de 85.000 mill. de dólares a finales de año si la economía sigue mejorando	

(Continúa)

ANEXO (Cont.)

Panel A: Anuncios importantes de la Reserva Federal (Fed)			
<i>Fecha</i>	<i>Programa</i>	<i>Noticias de compras de activos/préstamos</i>	<i>Noticias de tipos de interés/orientación</i>
18/09/2013	QE3	El FOMC decide NO iniciar el <i>tapering</i> del QE3	
18/12/2013	QE3	Comienza el <i>tapering</i> , reduciendo el ritmo de compras de activos: a comienzos de enero, las compras de activos se reducirán en 10.000 mill. de dólares al mes, divididos a partes iguales entre MBS y UST	
19/03/2014	QE3		La Fed sustituye los umbrales por una nueva orientación: los tipos se mantienen durante un «tiempo considerable» después del final del <i>tapering</i> , el proceso de subida de tipos se hará aplicando un «enfoque equilibrado», los tipos estarán por debajo del nivel neutral incluso después de que se absorba la capacidad ociosa y la inflación se halle en la tasa objetivo.

Nota: () FOMC = Federal Open Market Committee.*

TABLA A.1

LA CRONOLOGÍA Y NATURALEZA DE LAS MEDIDAS TOMADAS POR DIFERENTES BANCOS CENTRALES

Panel B: Anuncios importantes del Banco Central Europeo (BCE)			
<i>Fecha</i>	<i>Programa</i>	<i>Noticias de compras de activos/préstamos</i>	<i>Noticias de tipos de interés/orientación</i>
28/03/2008	LTRO	Expansión de las LTRO: se anuncian LTRO a 6 meses	
15/10/2008	FRFA	Expansión de las operaciones de refinanciación: todas las operaciones de refinanciación se realizarán con subastas a tipo fijo y asignación íntegra; la lista de activos computables como colateral en las operaciones de crédito con el BCE se amplió para incluir activos con baja calificación (a excepción de títulos respaldados por activos) y activos no denominados en euros	
07/05/2009	CBPP/LTRO	Anuncio de CBPP/expansión de LTRO: el BCE comprará 60.000 mill. de euros en deuda garantizada denominada en euros; anuncio de LTRO a 12 meses	El BCE rebaja el principal tipo de refinanciación en un 0,25% hasta el 1% y el tipo de la línea de financiación marginal en un 0,5% hasta el 1,75%

(Continúa)

ANEXO (Cont.)

Panel B: Anuncios importantes del Banco Central Europeo (BCE)

<i>Fecha</i>	<i>Programa</i>	<i>Noticias de compras de activos/préstamos</i>	<i>Noticias de tipos de interés/orientación</i>
10/05/2010	SMP	Anuncio del SMP: el BCE llevará a cabo intervenciones en los mercados de títulos de deuda pública y privada de la zona del euro; las compras serán esterilizadas	
30/06/2010	CBPP	Se pone fin al CBPP: las compras terminan dentro de plazo; la deuda comprada se mantendrá hasta el vencimiento	
07/04/2011	Subida de tipos		El BCE sube el principal tipo de refinanciación por primera vez desde 2008, en un 0,25% hasta el 1,25%
07/07/2011	Subida de tipos		El BCE sube el principal tipo de refinanciación en un 0,25% hasta el 1,5%
06/10/2011	CBPP2	Anuncio del CBPP2: el BCE comprará 40.000 mill. de euros en deuda garantizada denominada en euros	
08/12/2011	Bajada de tipos/LTRO	Expansión de las LTRO: se anuncian LTRO a 36 meses; se amplía la lista de colateral aceptado	El BCE rebaja el principal tipo de refinanciación en un 0,25% hasta el 1% y el tipo de la línea de financiación marginal en un 0,5% hasta el 1,75%
05/07/2012	Bajada de tipos		El BCE baja el principal tipo de refinanciación en un 0,25% hasta el 0,75%, un mínimo histórico
02/08/2012	OMT	El presidente del BCE Mario Draghi indica que el BCE ampliará las compras de deuda soberana. Declara que «el euro es irreversible»	
06/09/2012	OMT	Anuncio de las OMT: los países que soliciten ayuda al ESM (European Stabilization Mechanism - Mecanismo Europeo de Estabilización) y respeten las condiciones del ESM podrán pedir al BCE que compre su deuda en cantidades ilimitadas en el mercado secundario	
02/05/2013	Bajada de tipos		El BCE baja el principal tipo de refinanciación en un 0,25% hasta el 0,50%, nuevo mínimo histórico
04/07/2013	Orientación futura		El BCE «espera que los tipos de interés clave del BCE se mantengan en los niveles presentes o en niveles más bajos durante un periodo de tiempo prolongado»

(Continúa)

ANEXO (Cont.)

Panel B: Anuncios importantes del Banco Central Europeo (BCE)

<i>Fecha</i>	<i>Programa</i>	<i>Noticias de compras de activos/préstamos</i>	<i>Noticias de tipos de interés/orientación</i>
07/11/2013	Bajada de tipos		El BCE baja el principal tipo de refinanciación en un 0,25% hasta el 0,25%, nuevo mínimo histórico
13/02/2014	Orientación futura		El BCE «reitera firmemente su orientación futura: tipos a los niveles presentes o más bajos durante un periodo de tiempo prolongado»
13/03/2014	Orientación futura		El BCE introduce el concepto de «capacidad ociosa» para sugerir tipos en pausa incluso después de que se afiance la recuperación

Nota: (*) CBPP (Covered Bond Purchase Programme) = Programa de adquisición de bonos garantizados. FRFA (Fixed-Rate, Full-Allotment) = Subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena.

TABLA A.1

LA CRONOLOGÍA Y NATURALEZA DE LAS MEDIDAS TOMADAS POR DIFERENTES BANCOS CENTRALES

Panel C: Anuncios importantes del Banco de Inglaterra (BoE)

<i>Fecha</i>	<i>Programa</i>	<i>Noticias de compras de activos/préstamos</i>	<i>Noticias de tipos de interés/orientación</i>
19/01/2009	APF	Puesta en marcha del APF: el BoE comprará 50.000 mill. de libras de «activos del sector privado de alta calidad», que financiará emitiendo deuda	
11/02/2009	APF	El BoE aprecia un ligero riesgo bajista en el cumplimiento del objetivo de inflación, reitera el APF como posible instrumento de política monetaria	
05/03/2009	APF	Anuncio del QE: el BoE comprará hasta 75.000 mill. de libras en activos, ahora financiados con la emisión de reservas; las nuevas compras consistirán «en su mayoría» en Gilts a medio y largo plazo	El BoE baja el tipo de política del 1 al 0,5%; el BCE baja el tipo de política del 2 al 1,5%
07/05/2009	APF	Ampliación del QE: el BoE comprará hasta 125.000 mill. de libras en activos	
06/08/2009	APF	Ampliación del QE: el BoE comprará hasta 175.000 mill. de libras en activos; para acomodar el mayor tamaño, el BoE ampliará las compras a Gilts con vencimientos a tres o más años	

(Continúa)

ANEXO (Cont.)

Panel C: Anuncios importantes del Banco de Inglaterra (BoE)

Fecha	Programa	Noticias de compras de activos/préstamos	Noticias de tipos de interés/orientación
05/11/2009	APF	Ampliación del QE: el BoE comprará hasta 200.000 mill. de libras en activos	
04/02/2010	APF	Mantenimiento del QE: el BoE mantiene el stock de compras de activos financiados con la emisión de reservas de 200.000 mill. de libras; las nuevas compras de activos privados se financiarán con la emisión de títulos del Tesoro británico	
06/10/2011	APF	Ampliación del QE: el BoE comprará hasta 275.000 mill. de libras en activos financiados con la emisión de reservas; el techo del mantenimiento de activos privados sigue estando en 50.000 mill. de libras	
29/11/2011	APF	Se reduce el importe máximo de compras de activos privados: el Tesoro británico rebaja el techo de las posiciones en activos privados del APF de 50.000 a 10.000 mill. de libras	
09/02/2012	APF	Ampliación del QE: el BoE comprará hasta 325.000 mill. de libras en activos	
05/07/2012	APF	Ampliación del QE: el BoE comprará hasta 375.000 mill. de libras en activos	
07/08/2013	Orientación futura		El Comité de política monetaria (MPC) no subirá los tipos al menos hasta que la tasa de desempleo caiga del 7%, sujeto a las siguientes condiciones: las previsiones de IPC no superan el 2,5%, las expectativas de inflación a medio plazo están suficientemente bien ancladas y la estabilidad financiera no presenta riesgos
12/02/2014	Orientación futura		A pesar del fuerte descenso del desempleo, aún hay margen para una mayor absorción de la capacidad ociosa antes de subir los tipos del Banco de Inglaterra. Cuando el tipo del BoE comience efectivamente a subir, se prevé que la senda apropiada... será gradual. Aun cuando la economía ha vuelto a niveles normales de capacidad y la inflación está acercándose a la tasa objetivo, el nivel apropiado del tipo del BoE probablemente será sustancialmente inferior al nivel de 5% establecido con anterioridad a la crisis financiera

Nota: (*) APF (Asset Purchase Program) = Programa de compra de activos.

ANEXO (Cont.)

TABLA A.1

LA CRONOLOGÍA Y NATURALEZA DE LAS MEDIDAS TOMADAS POR DIFERENTES BANCOS CENTRALES

Panel D: Anuncios importantes del Banco de Japón (BDJ)

Fecha	Programa	Noticias de compras de activos/préstamos	Noticias de tipos de interés/orientación
02/12/2008	SFSO	El BDJ mantendrá una línea de crédito para bancos de un importe ilimitado hasta finales de abril al tipo oficial de interés de los préstamos a un día sin garantizar y garantizados por deuda corporativa	
19/12/2008	Compras directas de títulos del Gobierno de Japón/CFI	Ampliación de las compras directas: el BOJ amplía las compras mensuales de títulos del Gobierno de Japón (tras el último aumento de octubre de 2002) de 1,2 a 1,4 billones de yenes; también se plantea comprar efectos comerciales	El BDJ rebaja el objetivo para el tipo oficial de interés de los préstamos a un día sin garantía del 0,3 al 0,1%
22/01/2009	Compras directas de CFI	Anuncio de compras directas: el BDJ comprará hasta 3 billones de efectos comerciales y ABCP y está analizando compras directas de bonos corporativos	
19/02/2009	Compras directas de CFI	Ampliación de las compras directas: el BDJ ampliará las compras de efectos comerciales y SFSO hasta finales de septiembre (previamente finales de marzo) y comprará hasta 1 billón de yenes en bonos corporativos	
18/03/2009	Compras directas de JBG	Ampliación de las compras directas: el BDJ incrementa las compras mensuales de títulos del Gobierno de Japón de 1,4 a 1,8 billones de yenes	
15/07/2009	Compras directas de CFI/SFSO	Ampliación de los programas: el BDJ amplía las SFSO y las compras directas de efectos y bonos corporativos hasta finales de año	
30/10/2009	Compras directas de CFI/SFSO	Estado de los programas: las compras directas de instrumentos de financiación empresarial vencerán a finales de 2009 como estaba previsto, pero las SFSO se prorrogarán hasta el 1T10; amplia provisión de liquidez después del 1T10 vía operaciones de suministro de fondos contra un pool de colateral, que aceptará un abanico más amplio de colateral	
01/12/2009	FRO	Anuncio de línea de crédito: el BOJ ofrecerá 10 billones de yenes en préstamos a 3 meses contra el abanico completo del colateral susceptible de beneficiarse el tipo oficial de interés para los préstamos a un día sin garantía	
17/03/2010.....	FRO	Ampliación de la línea de crédito: el BDJ amplía el tamaño de las FRO a 20 billones de yenes	
21/05/2010	GSFF	Anuncio de GSFF: el BOJ ofrecerá 3 billones de yenes en préstamos a un año a entidades financieras privadas con propuestas de proyectos para «fortalecer las bases del crecimiento económico»	

(Continúa)

ANEXO (Cont.)

Panel D: Anuncios importantes del Banco de Japón (BDJ)

Fecha	Programa	Noticias de compras de activos/préstamos	Noticias de tipos de interés/orientación
30/08/2010	FRO	Ampliación de la línea de crédito: el BDJ añade 10 billones de yenes en préstamos a 6 meses a las FRO	
05/10/2010	CME	Puesta en marcha del APP: el BDJ comprará 5 billones de yenes en activos (3,5 billones de yenes en títulos del Gobierno de Japón y letras del Tesoro descontadas, 1 billón de yenes en efectos comerciales y bonos corporativos y 0,5 billones de yenes en ETF y J-REIT)	El BDJ fija el objetivo del tipo oficial de interés de los préstamos a un día sin garantía entre el 0 y el 0,1%
14/03/2011	CME	Expansión de los APP: el BDJ comprará otros 5 billones de yenes adicionales en activos (0,5 billones de yenes en títulos del Gobierno de Japón, 1 billón de yenes en letras del Tesoro descontadas, 1,5 billones de yenes en efectos comerciales, 1,5 billones de yenes en bonos corporativos y 0,45 billones de yenes en ETF y 0,5 billones de yenes en J-REIT)	
14/06/2011	GSFF	Expansión de los GSFF: el BOJ pone a disposición otros 0,5 billones de yenes en préstamos a entidades financieras privadas con la finalidad e invertir en renta variable y ampliar los préstamos basados en activos	
04/08/2011	CME	2 billones de yenes en títulos del Gobierno de Japón, 1,5 billones de yenes en letras del Tesoro descontadas, 0,1 billones de yenes en efectos comerciales, 0,9 billones de yenes en bonos corporativos, 0,5 billones de yenes en ETF y 0,01 billones de yenes en J-REIT), ampliación en 5 billones de yenes de los préstamos garantizados a 6 meses a través de las FRO	
27/10/2011	CME	Expansión de los APP: el BDJ comprará otros 5 billones de yenes en títulos del Gobierno de Japón	
14/02/2012	CME	Expansión de los APP: el BDJ comprará otros 10 billones de yenes en títulos del Gobierno de Japón	
13/03/2012	GSFF	Expansión de los GSFF: el BDJ pone a disposición de las entidades financieras privadas otros 2 billones de yenes en préstamos, incluido 1 billón de yenes en préstamos denominados en dólares y 0,5 billones de yenes en préstamos de pequeño tamaño (entre 1 y 10 mill. de yenes)	
27/04/2012	CME	Expansión de los APP/reducción de las FRO: el BDJ comprará otros 10 billones de yenes adicionales en títulos del Gobierno de Japón, 0,2 billones de yenes en ETF y 0,01 billones de yenes en J-REIT. El BDJ también reduce la disponibilidad de préstamos FRO a 6 meses en 5 billones de yenes	

(Continúa)

ANEXO (Cont.)

Panel D: Anuncios importantes del Banco de Japón (BDJ)

<i>Fecha</i>	<i>Programa</i>	<i>Noticias de compras de activos/préstamos</i>	<i>Noticias de tipos de interés/orientación</i>
12/07/2012	CME	Expansión de los APP/reducción de las FRO: el BDJ comprará otros 5 billones de yenes adicionales en letras del Tesoro descontadas y redujo la disponibilidad de préstamos FRO en 5 billones de yenes	
19/09/2012	CME	Expansión de los APP: el BDJ comprará otros 5 billones de yenes adicionales en títulos del Gobierno de Japón y 5 billones de yenes en letras del Tesoro descontadas	
30/10/2012	CME/SBLF	Expansión de los APP/anuncio de SBLF: el BDJ comprará otros 5 billones de yenes adicionales en títulos del Gobierno de Japón, 5,0 billón de yenes en letras del Tesoro descontadas, 0,1 billones de yenes en efectos comerciales, 0,3 billones de yenes en bonos corporativos, 0,5 billones de yenes en ETF y 0,01 billones de yenes en J-REIT. A través de la SBLF financiará el 100% del aumento neto de los préstamos de las entidades de depósito al sector no financiero	
20/12/2012	CME	Expansión de los APP: el BDJ comprará otros 5 billones de yenes adicionales en títulos del Gobierno de Japón y 5 billones de yenes en letras del Tesoro descontadas	
04/04/2013	QQE: relajación monetaria cuantitativa y cualitativa	La estrategia 2 × 2 × 2 × 2: el BDJ anuncia que logrará una inflación del 2% en dos años duplicando la base monetaria antes de diciembre de 2014 y doblando la duración de los títulos del Gobierno de Japón que compra. Se pone fin a los APP, que serán absorbidos en las antedichas compras de títulos del Gobierno de Japón	El QQE se mantendrá el tiempo necesario para lograr el objetivo de inflación del 2% de una manera sostenida

Nota: (*) CME (*Comprehensive Monetary Easing*) = Expansión monetaria exhaustiva. JGB (*Japan Government Bonds*) = Títulos del Gobierno Japonés. CFI (*Corporate Finance Instruments*) = Instrumentos de financiación de las empresas.

COLABORACIONES

III.
**RIESGOS E INTERACCIONES
CON OTRAS POLÍTICAS**

Resumen

Los bancos centrales han jugado un papel fundamental durante la crisis, especialmente en los momentos de mayor alteración de los mercados. Sin embargo, al estabilizarse la situación económica y financiera mundial, el balance de riesgos ha cambiado. La prolongación excesiva de una política monetaria muy acomodaticia en una recesión de balances eleva el riesgo de retrasar la solución de los desequilibrios económicos y financieros anteriores y de crear otros nuevos con efectos debilitadores. Se plantean también riesgos y retos a más largo plazo para los marcos de política de los bancos centrales. Una lección que podemos extraer de la crisis es que la política monetaria debe emplearse con más determinación a la hora de contrarrestar los auges financieros y debe relajarse con menos persistencia durante la fase de recuperación, cuando debe dar paso a las medidas de saneamiento y reforma.

Palabras clave: política monetaria, balance de riesgos, crisis financiera internacional, bancos centrales, perspectiva global.

Abstract

Central banks played a crucial role during the crisis, especially at times of acute financial market dysfunction. However, the balance of risks has shifted as the global economic and financial conditions stabilised. Relying too heavily and too long on very accommodative monetary policy in a balance sheet recession shifts the risks toward perpetuating existing financial and economic imbalances and creating new debilitating ones. It also raises longer-term risks and challenges for central bank policy frameworks. One lesson from the crisis is that monetary policy needs to be more pro-active in leaning against financial booms and less persistently accommodative during the recovery, letting repair and reform measures take the driver's seat.

Key words: monetary policy, balance of risks, international financial crisis, central banks, global perspective.

JEL classification: E52, E58, F01.

LA POLÍTICA MONETARIA TRAS LA CRISIS: BALANCE DE RIESGOS

Jaime CARUANA

Andrew FILARDO

Boris HOFMANN

Banco de Pagos Internacionales

I. INTRODUCCIÓN

LOS bancos centrales han jugado un papel determinante durante la crisis. Uno de sus principales logros ha sido calmar los mercados durante los episodios de pánico financiero mediante cuantiosas inyecciones de liquidez en los mercados. Quizá lo más importante haya sido su claro mensaje de disposición a hacer cuanto hiciera falta para promover una intermediación financiera ordenada en los momentos más álgidos de la crisis. Sin embargo, a pesar de las medidas excepcionales de política monetaria y fiscal, el crecimiento ha sido un tanto decepcionante y desigual. No se ha logrado evitar que la economía mundial y en particular algunos países sufran una debilidad crónica y que las fragilidades persistan. En concreto, las regiones situadas en el epicentro de la crisis —Estados Unidos y Europa— han registrado en los últimos años un crecimiento débil con niveles de desempleo persistente, en un contexto de elevados niveles de deuda.

Sin duda, los factores derivados de la crisis han frenado el proceso de recuperación mundial. Sin embargo, los problemas no han sido únicamente un legado de la crisis, también han contribuido deficiencias estructurales, diferentes según economías, que existían previamente. La fase de auge económico-financiero anterior a la crisis encu-

bió los efectos de estas deficiencias, ya fueran restricciones en el mercado laboral, posiciones fiscales insostenibles, sistemas reguladores deficientes, etc. Ello favoreció que no se les prestase suficiente atención y se perdiese la oportunidad para aplicar las reformas estructurales necesarias. La gravedad de los retos anteriores no resueltos y de aquellos consecuencia de la crisis varía entre economías en función de las condiciones de partida, de su flexibilidad y capacidad de adaptación, del impacto de la crisis y de las medidas de saneamiento y reforma adoptadas hasta ahora.

¿Qué deberían hacer los bancos centrales en este contexto? Las opiniones en este debate son diversas. Para algunos, sigue siendo necesaria una política monetaria acomodaticia a tenor de la debilidad de la economía mundial. En este sentido, argumentan el riesgo de frenar la incipiente recuperación, el estancamiento secular que reduce el tipo de interés de equilibrio, la histéresis del desempleo y la deflación de la deuda. Su prioridad en política económica es la estimulación de la demanda mediante políticas monetarias y fiscales. Las políticas fiscales no son objeto de este artículo, baste decir que en muchas economías todavía no han ganado la necesaria sostenibilidad.

Para otros, no todas las crisis son iguales ni requieren el mismo tratamiento. Nos enfrentamos a una crisis en la que el deterioro

de los balances de familias, empresas y gobiernos es muy fuerte, y si no se sanean, las políticas de estímulo son menos eficaces. Tras una recesión de balances se imponen reformas estructurales y saneamiento de balances para fomentar una recuperación más fuerte y sostenible. La prioridad está en eliminar los impedimentos que dificultan el crecimiento y restan eficacia a los estímulos.

Toda crisis requiere un cierto grado de acomodación en la política monetaria, pero si es extraordinario y persistente puede desvirtuar los incentivos de los agentes económicos y autoridades para adoptar las medidas necesarias de saneamiento y reforma. A su vez, la eficacia de la política monetaria pasa por adoptar dichas medidas. A fin de cuentas, la acomodación monetaria solo puede ser tan eficaz como lo sean las políticas de saneamiento de balances privados y públicos y las reformas estructurales que las acompañan.

En conjunto, esta postura sugiere que una prolongada política monetaria acomodaticia conlleva cada vez más riesgos, en especial el retraso de ajustes y reformas estructurales, burbujas del crédito y del precio de los activos, repercusiones de la política monetaria a escala internacional, e incluso repuntes de inflación y la asignación ineficiente de recursos reales a través del canal de asunción de riesgos de la política monetaria. Eventualmente, estos riesgos superan las ventajas derivadas de los estímulos monetarios a corto plazo que son más inciertos en este tipo de crisis de balances.

Al mismo tiempo, existe una dimensión a más largo plazo de los desafíos que esta crisis plantea a los bancos centrales. La crisis ha generado nuevos tipos de

retos y riesgos, más sutiles, para la actuación e independencia de los bancos centrales, quienes además ahora deben tomar buena nota de las lecciones extraídas de la crisis financiera para sus marcos de política monetaria. Una primera lección para los bancos centrales es que deben mostrarse más resueltos a la hora de contrarrestar los auges financieros y deben seguir estando dispuestos a utilizar toda su capacidad de prestamista de última instancia en caso de grave alteración de los mercados financieros. Ahora bien, en las fases posteriores de una recesión de balances, la solución debe basarse menos en la política monetaria y más en reparar balances y realizar reformas que permitan corregir los problemas de asignación de recursos generados en el periodo de auge financiero. Otro reto para los bancos centrales es incorporar en sus propios marcos de política las repercusiones que sus políticas monetarias tienen en el resto del mundo. Por último, los bancos centrales han de seguir mejorando el diseño de sus estrategias de comunicación.

El resto del presente artículo analiza estos aspectos del balance de riesgos de la política monetaria después de la crisis. La sección II repasa el papel tan crucial que desempeñaron los bancos centrales para sortear la crisis financiera internacional. En la sección III se analiza el balance de riesgos de la política monetaria en una recesión de balances. La sección IV presenta los riesgos y retos a más largo plazo que afrontan los bancos centrales después de la crisis. Las conclusiones se presentan en la sección V.

II. LAS MEDIDAS ADOPTADAS Y SUS LOGROS

Desde 2007, la economía mundial se ha visto afectada por

una serie de importantes impactos financieros adversos según ha ido avanzando la crisis financiera internacional.

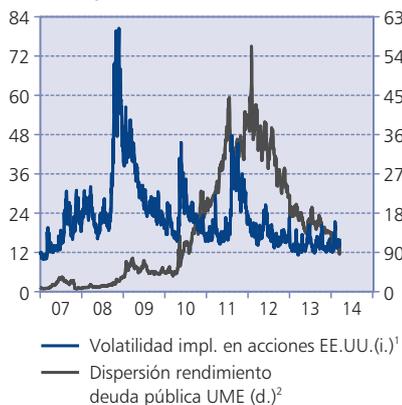
El punto álgido se alcanzó en septiembre de 2008, cuando Lehman Brothers quebró, y lo que muchos confiaban que fuera simplemente un año de turbulencias de mercado controlables se convirtió en una crisis financiera mundial en toda regla. Los mercados financieros se paralizaron al dispararse la incertidumbre entre los inversores y su aversión al riesgo, como refleja por ejemplo el marcado incremento del índice VIX de volatilidad implícita en los mercados bursátiles (gráfico 1, panel izquierdo).

En 2010, la crisis de la deuda pública en la zona del euro asió otro duro golpe a la economía mundial. El detonante de esta fase fue la creciente preocupación por la sostenibilidad de las posiciones fiscales y la solvencia de los sectores bancarios en algunos países de la zona del euro, lo cual indujo la paralización de los mercados de deuda de algunos gobiernos de la zona y una anormal dispersión de los rendimientos de la deuda pública y las condiciones de financiación entre países (gráfico 1, panel izquierdo). En concreto, la incertidumbre y la fragilidad financieras crecieron en toda la zona del euro al empezar los mercados a percibir la posibilidad de abandono del euro de uno o más países.

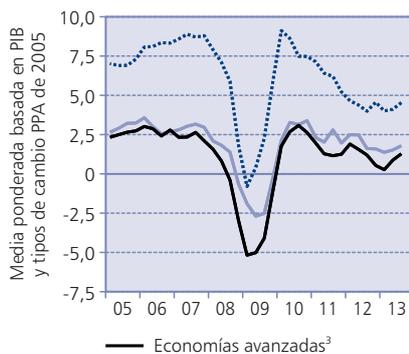
Esta nueva fase impactó en la economía real (gráfico 1). El crecimiento real del producto, que había comenzado a desacelerarse en la segunda mitad de 2007, se contrajo con fuerza en las economías avanzadas en 2008-2009 al intensificarse la crisis y se redujo de manera significativa en las economías de mercado emergen-

GRÁFICO 1
VOLATILIDAD FINANCIERA, PRODUCTO E INFLACIÓN

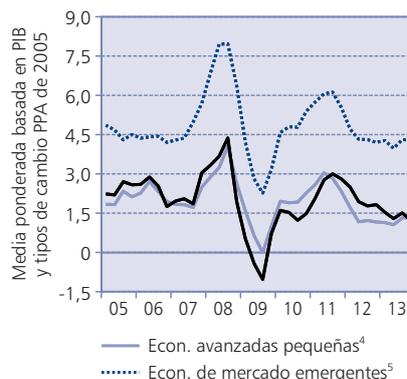
A) Índice VIX y dispersión rendimientos deuda pública zona del euro



B) Crecimiento PIB real (interanual, %)



C) Inflación (interanual, %)



Notas:

- (1) Índice S&P 100 VIX, en porcentaje.
 - (2) En puntos básicos. Desviación estándar de diferenciales de rendimiento de deuda pública a 10 años frente al bono alemán para Bélgica, España, Francia, Irlanda, Italia, Países Bajos y Portugal.
 - (3) Estados Unidos, zona del euro, Japón y Reino Unido.
 - (4) Australia, Canadá, Dinamarca, Noruega, Nueva Zelanda, Suecia y Suiza.
 - (5) Arabia Saudí (ausente en escala izquierda), Argentina, Brasil, Chile, China, Taipéi chino, Colombia, Corea, Filipinas, Hong Kong RAE, Hungría, India (índice de precios al por mayor, WPI, en escala derecha), Indonesia, Malasia, México, Perú, Polonia, República Checa, Rusia, Singapur, Sudáfrica, Tailandia y Turquía.
- Fuentes: Bloomberg; Datastream; datos nacionales a partir de cálculos del BPI.

tes. Las tasas de inflación también cayeron, en gran medida por el desplome de los precios de las materias primas ante la menor demanda mundial de estos recursos. Mientras que la zona del euro entraba en recesión, la economía mundial se desaceleraba, pero seguía creciendo.

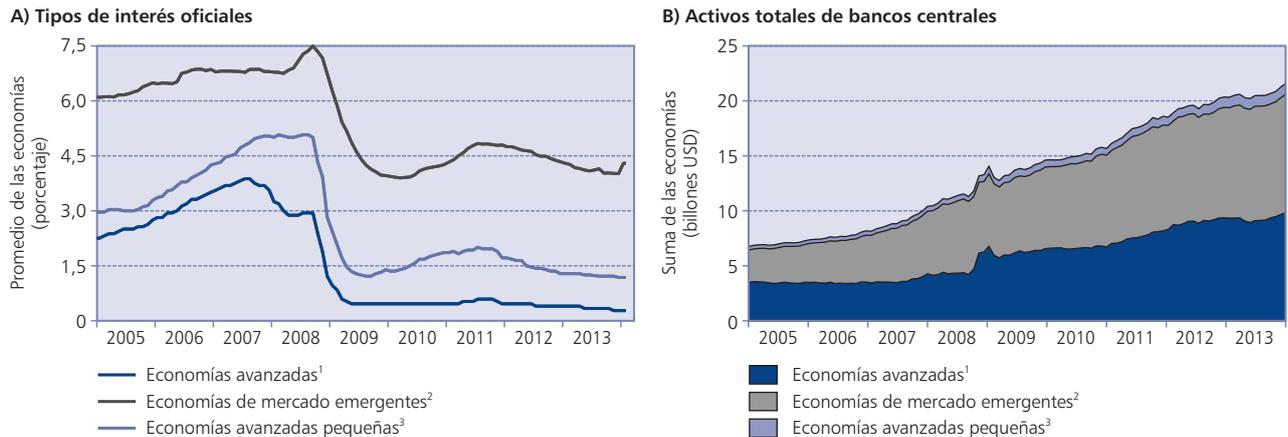
Ante las dificultades económicas procedentes de los diferentes focos de tensión, los bancos centrales de todo el mundo reaccionaron recortando sus tipos de interés y manteniéndolos bajos, al tiempo que ampliaban sus balances (gráfico 2). Además, los bancos centrales de las principales economías avanzadas han intentado mejorar la eficacia de sus políticas con estrategias de comunicación orientativas (*forward guidance*), señalando su intención de prolongar los actuales ni-

veles bajos durante un tiempo considerable (1).

La expansión de los balances en la fase inicial de la crisis estuvo motivada en gran medida por la necesidad de los bancos centrales de actuar como prestamistas de última instancia con el fin de contrarrestar la parálisis de los mercados. Entre otras medidas, inyectaron abundante liquidez en moneda local, utilizaron *swaps* para proveer de moneda extranjera a las instituciones locales e intervinieron en los mercados de renta fija. Más tarde, se centraron en proporcionar nuevos estímulos monetarios y en mejorar la transmisión monetaria con los tipos de interés en niveles mínimos. Por ejemplo, la Reserva Federal, el Banco de Japón y el Banco de Inglaterra lanzaron programas a gran escala de compra

de deuda pública y privada a largo plazo. El BCE, por su parte, intentó mejorar el proceso de transmisión monetaria en la zona del euro mediante nuevas operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) y programas de compra de activos dirigidos a los segmentos menos líquidos de los mercados de deuda pública y privada. A raíz de estas operaciones de balance, los bancos centrales de las principales economías avanzadas ampliaron sus balances hasta alcanzar proporciones sin precedentes, llegando a duplicarse entre 2007 y finales de 2013, hasta alcanzar en conjunto los 10 billones de dólares (gráfico 2, panel derecho). Asimismo, el vencimiento de los activos de los bancos centrales se alargó considerablemente. En el resto de economías, los balances de los bancos centrales crecieron

GRÁFICO 2
TIPOS DE INTERÉS OFICIALES Y ACTIVOS DE BANCOS CENTRALES



Notas:

(1) Estados Unidos, zona del euro, Japón, Reino Unido.

(2) Suma de Arabia Saudí, Argentina, Brasil, Chile, China, Taipéi chino, Colombia, Corea, Filipinas, Hong Kong RAE, Hungría, India, Indonesia, Malasia, México, Perú, Polonia, República Checa, Rusia, Singapur, Sudáfrica, Tailandia y Turquía.

(3) Australia, Canadá, Dinamarca, Noruega, Nueva Zelanda, Suecia y Suiza.

Fuentes: FMI, EFI; Bloomberg; Datastream; datos nacionales.

durante la crisis principalmente por la acumulación de reservas de divisas mediante operaciones para contrarrestar las presiones de apreciación sobre algunas monedas, procedentes en gran medida de la búsqueda de rendimiento de los inversores en un entorno de tipos de interés persistentemente bajos.

En resumen, los bancos centrales respondieron a la crisis con operaciones sin precedentes como prestamistas de última instancia y con políticas monetarias muy acomodaticias. Estas medidas se vieron acompañadas y reforzadas por las actuaciones de los gobiernos, mediante paquetes de rescate a instituciones financieras en peligro y medidas de estímulo fiscal a gran escala. Echando la vista atrás, la agilidad y determinación de ambas respuestas fueron fundamentales para contener las diferentes etapas agudas de la crisis financiera.

Asimismo, las medidas adoptadas por el BCE en respuesta a la crisis de la deuda soberana dieron resultado. Concretamente, el llamado «riesgo de redenominación» y la dispersión de los rendimientos en la zona del euro remitieron considerablemente a finales del verano de 2012, cuando el BCE anunció sus Operaciones Monetarias de Compraventa (OMC) y mostró su determinación a actuar cuando fuera necesario.

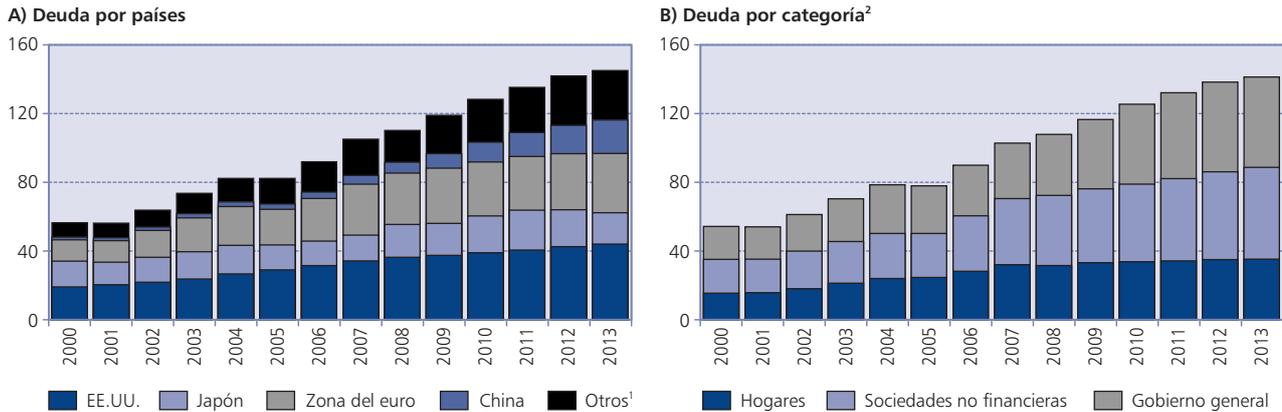
III. EL BALANCE DE RIESGOS EN UNA RECESIÓN DE BALANCES

Si bien los bancos centrales han desempeñado un papel crucial a lo largo de las distintas fases de la crisis, seis años después se enfrentan a un complejo panorama macrofinanciero. Aunque de forma diferenciada, en las principales economías avanzadas la debilidad económica sigue

siendo elevada y persisten fragilidades financieras.

Se continúa arrastrando el legado de la crisis, en forma de un elevado endeudamiento privado y público, como resultado de los auges financieros crediticios previos a la crisis y de la respuesta de los gobiernos a la crisis, que ha llevado a un rápido aumento de la deuda pública. Algunas economías de mercado emergentes y economías avanzadas, no expuestas inicialmente a la crisis, han venido experimentando auges financieros que recuerdan a los registrados en las principales economías avanzadas antes de la crisis. En total, el endeudamiento agregado global ha seguido aumentando. Desde 2007, el total de la deuda mundial (gráfico 3) ha aumentado en casi 40 billones de dólares, hasta superar los 140 billones de dólares (aproximadamente el 250 por 100 del PIB).

GRÁFICO 3
EVOLUCIÓN DE LA DEUDA MUNDIAL (DEUDA TOTAL, EN BILLONES USD)



Notas:

(1) Suma de la deuda total de Arabia Saudí, Argentina, Australia, Brasil, Canadá, Corea, India, Indonesia, México, Reino Unido, Rusia, Sudáfrica y Turquía.

(2) Total de economías enumeradas en el panel izquierdo.

Fuentes: FMI, *Perspectivas de la Economía Mundial*; OCDE; datos nacionales.

Al mismo tiempo, no se han cumplido las expectativas para conseguir una recuperación sólida y autosostenible, en particular en las principales economías avanzadas. La actividad económica se ha mantenido, con notables diferencias, por debajo de su trayectoria precrisis en Estados Unidos, la zona del euro y Reino Unido (gráfico 4). Asimismo, el crecimiento tendencial del PIB se ha aplanado, en particular en la zona del euro y Reino Unido, y las tasas de desempleo se han mantenido persistentemente elevadas, sobre todo en comparación con recuperaciones cíclicas anteriores.

Esto plantea la cuestión sobre el equilibrio de riesgos que afrontan los bancos centrales en esta fase de la recuperación, cuando no se enfrentan al colapso de los mercados, sino a la debilidad crónica del crecimiento. En este debate se suelen plantear dos riesgos opuestos: abandonar prematuramente la acomodación monetaria y mantener una orien-

tación acomodaticia durante demasiado tiempo.

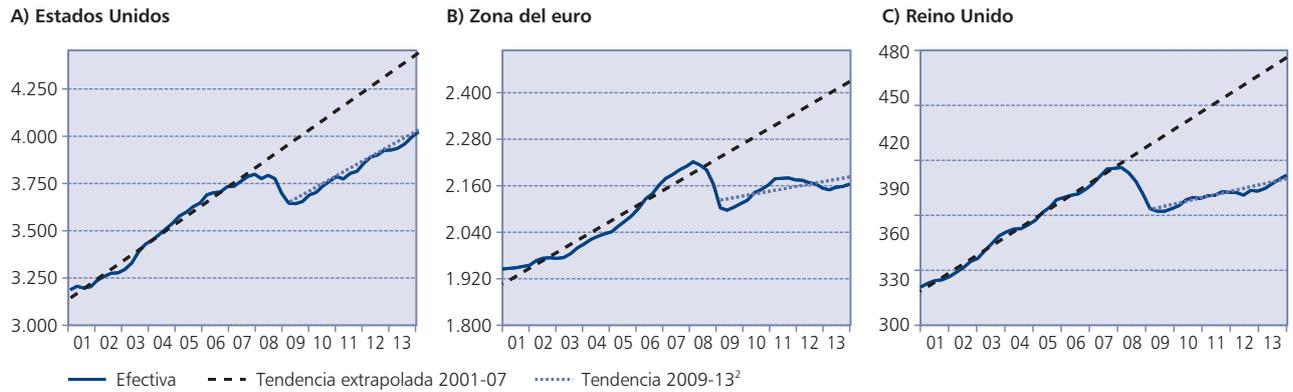
¿Por qué entrañaría riesgo la excesiva prolongación de una política monetaria muy acomodaticia si la economía se ha frenado en niveles inferiores a los anteriores a la crisis y las tasas de desempleo permanecen elevadas? Parte de la respuesta radica en reconocer que muchas economías atraviesan una recesión de balances posterior a una crisis financiera. Una situación muy diferente a las tradicionales recesiones cíclicas de posguerra (2).

En una recesión de balances, la tendencia previa a la crisis sobrestima la senda sostenible de crecimiento. El auge financiero que derivó en la reciente crisis impulsó la economía real por una senda insostenible. Simultáneamente, el auge financiero enmascaró deficiencias estructurales y de asignación ineficiente de recursos, que solo se hicieron evidentes en los desplomes poste-

riores. El débil crecimiento después de una crisis financiera no se debe únicamente, ni siquiera principalmente, a una escasez de la demanda, aunque esta exista. Los auges financieros suelen dejar un legado de exceso de deuda, pero también de capital y de mano de obra en sectores equivocados. Por lo tanto, para regresar a la senda de crecimiento sostenido, los países deben acometer un proceso de desapalancamiento y reasignar el capital y la mano de obra a otros sectores, tanto a escala nacional como internacional.

Por ello, la capacidad de la política monetaria para promover una recuperación rápida y robusta en una recesión de balances es menor de lo que se piensa, ya que el deterioro de los balances mina la eficacia de la política monetaria. Cuando el problema es un exceso de deuda y los agentes optan por reducir el gasto, no es realista confiar en que la política monetaria reavive el crecien-

GRÁFICO 4
TRAYECTORIAS DEL PIB REAL¹
(DATOS TRIMESTRALES, EN MILES DE MILLONES DE UNIDADES DE LAS RESPECTIVAS MONEDAS)



Notas:

- (1) Datos desestacionalizados, en escala logarítmica.
 (2) Tendencia exponencial.

Fuentes: Datos nacionales; cálculos del BPI.

to a través de tipos de interés bajos. Cuando las instituciones financieras atraviesan dificultades, resulta igualmente irrealista confiar en que puedan transmitir los impulsos monetarios a través del crédito. De hecho, existe evidencia empírica que pone en duda los beneficios de una acomodación monetaria prolongada después de una crisis de esta naturaleza.

Todo ello sugiere que para impulsar la economía y dejar atrás la recesión de balances la prioridad debe ser facilitar un saneamiento de balances rápido y eficaz, junto a la adopción de reformas estructurales. De hecho, se ha constatado que la relación entre el grado de acomodación monetaria durante las recesiones y la solidez de la recuperación es más débil, prácticamente inexistente, cuando la recesión está asociada a una crisis financiera (gráfico 5, panel izquierdo) (3).

En este tipo de situaciones, la acomodación monetaria puede

ayudar a ganar tiempo para acometer el necesario saneamiento de balances y reformas estructurales, pero no puede considerarse como sustituto de dichas medidas. Si el tiempo ganado no se utiliza para sanear y resolver los problemas estructurales, la prolongada acomodación de la política monetaria puede resultar contraproducente al provocar una serie de efectos secundarios.

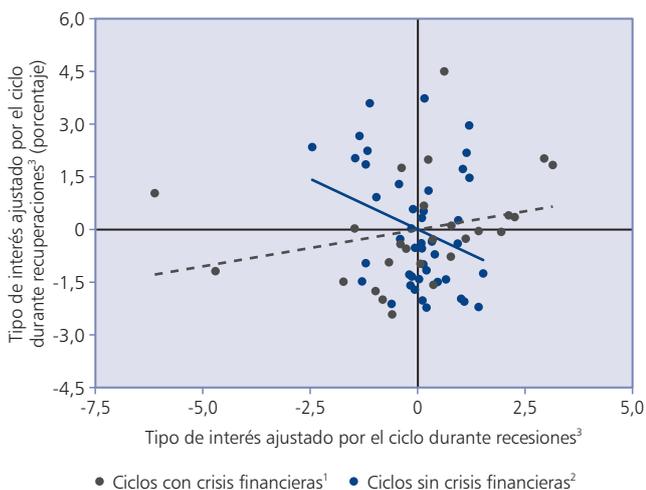
En primer lugar, una prolongada acomodación monetaria genera incentivos que tienden a facilitar el retraso de las necesarias medidas de saneamiento y reforma. Prueba de ello puede encontrarse en el lento avance para acometer reformas estructurales y reducir el nivel de apalancamiento tras la crisis, aunque, de nuevo, existen diferencias sustanciales entre países. Las elevadas tasas de desempleo que persisten en muchas economías avanzadas sugieren que aún existen importantes dificultades para alcanzar un reequilibrio sectorial

en la asignación de recursos y que, en algunos casos, existían rigideces sin resolver previas a la crisis. Al mismo tiempo, tal y como se ha indicado anteriormente, la deuda total del sector no financiero mundial sigue aumentando, lo que implica que el desapalancamiento aún no ha terminado en muchos sectores y economías afectadas por la crisis, mientras otras economías han incrementado su apalancamiento de manera significativa.

En segundo lugar, una prolongada acomodación monetaria agudiza los riesgos para los precios y la estabilidad financiera. En los años setenta, por ejemplo, el esfuerzo por devolver el producto y el empleo a sus niveles anteriores a la crisis dispararon la inflación. Podría argumentarse que la situación actual es distinta, ya que la inflación se ha mantenido baja en la mayoría de los casos y en niveles cercanos a los objetivos de los bancos centrales. Sin embargo, en esta ocasión, una polí-

GRÁFICO 5
LA POLÍTICA MONETARIA Y LAS CRISIS FINANCIERAS

A) Ciclos del PIB con y sin crisis financiera



B) Precios de acciones y desempleo en economías avanzadas



Notas:

- (1) La línea discontinua de la regresión indica que no existe ninguna relación estadísticamente significativa.
 - (2) La línea continua de la regresión indica que existe una relación estadísticamente significativa.
 - (3) Ajustado por la profundidad de la recesión precedente y por el tipo de interés en el máximo cíclico. Véanse más detalles en Bech et al. (2012).
 - (4) Media simple de Estados Unidos, zona del euro, Japón y Reino Unido; las definiciones pueden variar.
- Fuentes: Bech et al. (2012); Datastream.

tica monetaria excesivamente acomodaticia puede tener efectos adversos a través de canales diferentes, concretamente los precios de los activos y el apalancamiento, en vez de la inflación de precios de los bienes y servicios. Esto fue lo que ocurrió en el periodo previo a la crisis y puede estar sucediendo lo mismo en la actualidad. Mientras que las tasas de desempleo se han mantenido en niveles elevados en las principales economías avanzadas pese a la prolongada y agresiva relajación monetaria, los mercados bursátiles se han recuperado, llegando a alcanzar máximos históricos (gráfico 5, panel derecho). Esto sugiere que la acomodación monetaria, al tratar de reducir el desempleo hasta sus niveles precrisis, puede haber espoleado las bolsas y otros segmentos de los mercados financieros, distorsio-

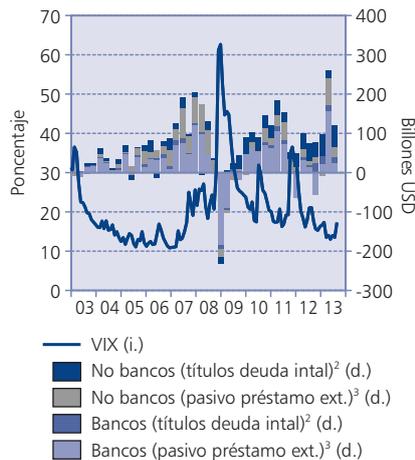
nando con ello las señales del mercado y creando potencialmente nuevas ineficiencias en las asignaciones de recursos y nuevas vulnerabilidades financieras (4).

El tercer efecto secundario importante surge de las repercusiones de la política monetaria a escala mundial (5). La persistencia de tipos de interés bajos en las principales economías avanzadas favorece los flujos de capitales hacia las economías emergentes (EME) de rápido crecimiento, presionando al alza sus tipos de cambio. Cuando esta influencia es suficientemente fuerte, puede complicar la capacidad de los bancos centrales de estas economías para conseguir sus objetivos de estabilización. Por un lado, si los bancos centrales de las EME mantienen

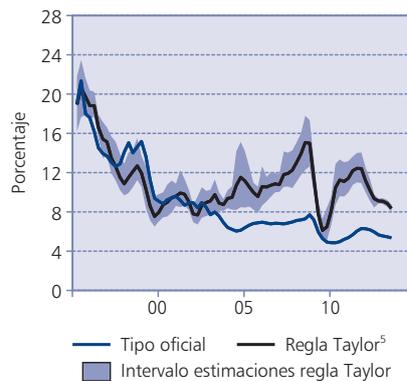
muy bajos sus tipos de interés oficiales, podrían desalentar las entradas de capitales, pero animarían el crecimiento del crédito local. Por otro lado, si suben sus tipos oficiales, aumentaría el riesgo de desestabilizar aún más los flujos de capitales. Ambos factores se han dejado sentir. Las EME han recibido cuantiosos flujos crediticios tras la crisis (gráfico 6, panel izquierdo), al tiempo que sus tipos de interés oficiales se han situado en niveles bajos en base a referencias habituales como la regla de Taylor (gráfico 6, panel central); lo mismo cabe decir en el caso de las economías avanzadas pequeñas (gráfico 6, panel derecho). Esta relación es especialmente relevante cuando son los tipos de interés de Estados Unidos los que se mantienen bajos, ya que estudios indican que son una va-

GRÁFICO 6 FLUJOS DE CRÉDITO Y TIPOS DE INTERÉS OFICIALES

A) Flujos de crédito hacia EME¹



B) Orientación de la política monetaria: EME⁴



C) Orientación economías avanzadas pequeñas⁶



Notas:

(1) Incluye Estonia, Eslovaquia y Eslovenia; excluye Hong Kong RAE, Macao RAE y Singapur. «Bancos» incluye entidades bancarias públicas y privadas; otras instituciones financieras se incluyen en la categoría «Entidades no bancarias».

(2) Emisión neta de títulos de deuda internacional, todos los emisores, todos los vencimientos, por país de residencia del emisor.

(3) Préstamos externos de bancos declarantes al BPI frente a cada economía, variaciones estimadas ajustadas por el tipo de cambio.

(4) Argentina, Brasil, China, Taipéi chino, Corea, Hong Kong RAE, Hungría, India, Indonesia, Malasia, México, Perú, Polonia, República Checa, Singapur, Sudáfrica y Tailandia; medias ponderadas basadas en el PIB y en los tipos de cambio PPA de 2005.

(5) El gráfico muestra el intervalo de la tasa de Taylor y su nivel medio para todas las combinaciones de la brecha inflación-producto. Véase un análisis adicional en Hofmann y Bogdanova (2012).

(6) Australia, Canadá, Dinamarca, Noruega, Nueva Zelanda, Suecia y Suiza.

Fuentes: FMI, *Estadísticas Financieras Internacionales y Perspectivas de la Economía Mundial*; Bloomberg; CEIC; Consensus Economics; Datastream; datos nacionales; estadísticas bancarias territoriales del BPI por país de residencia; estadísticas del BPI sobre valores por país de residencia; cálculos del BPI.

riable importante en las reglas para estimar los tipos de interés de las economías de mercado emergentes, así como de otras economías avanzadas (6).

Estas repercusiones posiblemente hayan contribuido a la acumulación de desequilibrios financieros en las EME. Algunas de ellas han experimentado un rápido aumento de los precios de la vivienda y del crédito (gráfico 7), a raíz también del impacto acumulado de la política monetaria acomodaticia tanto en sus propios países como a nivel mundial. Las ratios de crédito sobre PIB han crecido en las EME aproximadamente 30 puntos porcentuales en la última década, si bien

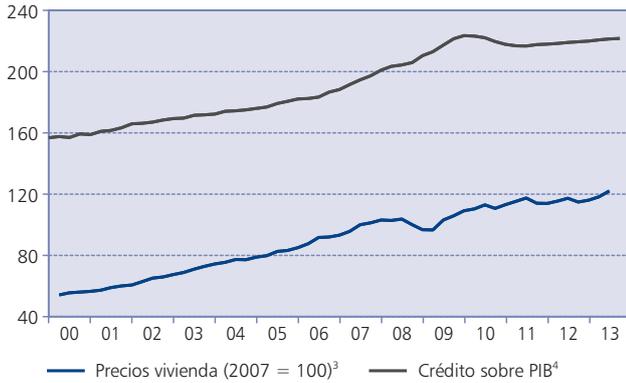
partiendo de niveles más bajos, y también lo han hecho en las economías avanzadas inicialmente menos expuestas a la crisis (superando el 200 por 100 a finales de 2013) al igual que el precio de la vivienda (7).

Como hemos visto, existen riesgos significativos asociados a un retraso excesivo en la normalización de las políticas monetarias en todo el mundo, sin embargo, también hay argumentos que ponen en duda la conveniencia de abandonar pronto la orientación extraordinariamente acomodaticia de la política monetaria. De nuevo, las diferencias en la situación de los distintos países son notables.

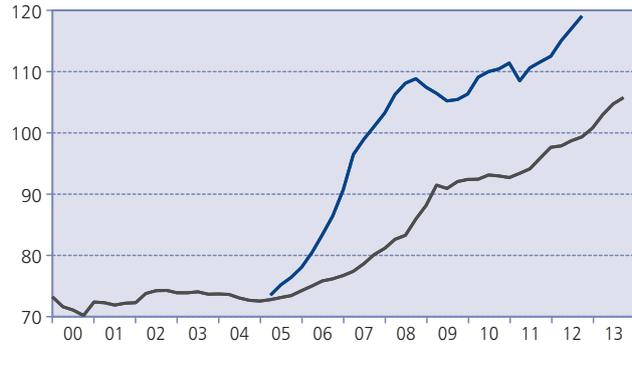
Un primer argumento es el temor a que el desempleo de larga duración pueda provocar fenómenos de histéresis, esto es, que el desempleo pueda convertirse en estructural por la depreciación del capital humano. Los trabajadores irían perdiendo capacidad de encontrar empleo mientras están desempleados, de manera que cuanto más tiempo pasan sin trabajar, más probable es que se prolongue su periodo de desempleo (Blanchard y Summers, 1986). El argumento de la histéresis advierte del riesgo de endurecer prematuramente la política monetaria, ya que podría frenar una incipiente recuperación y generación de empleo.

GRÁFICO 7
PRECIO DE LA VIVIENDA Y DINÁMICA DEL CRÉDITO

A) Economías avanzadas pequeñas¹



B) Mercados emergentes²



Notas:

(1) Australia, Canadá, Dinamarca, Noruega, Suecia y Suiza.

(2) Argentina, Brasil, Chile, China, Corea, Hong Kong RAE, Hungría, India, Indonesia, Malasia, México, Polonia, República Checa, Rusia, Singapur, Sudáfrica, Tailandia y Turquía; para los precios de la vivienda, muestra más pequeña.

(3) Índices de precios de inmuebles con fines residenciales, las definiciones pueden variar entre países.

(4) Crédito total al sector privado no financiero en porcentaje del PIB, media simple de los países de la muestra.

Fuentes: Datos nacionales; cálculos del BPI.

Asimismo, algunos economistas han aducido que la debilidad de la economía tiene su origen en tendencias al estancamiento que se han prolongado durante décadas (8), es la llamada «hipótesis del estancamiento secular». Según esta teoría, factores tecnológicos han ido minando el crecimiento económico durante décadas y lo seguirán haciendo durante algunas más. Además, según esta hipótesis, la acumulación de reservas a gran escala en algunas regiones y la creciente desigualdad de riqueza y de ingresos en otras han propiciado un exceso estructural de ahorro con respecto a la inversión a escala mundial. Como consecuencia, el tipo de interés natural podría ser bajo, o incluso negativo, durante mucho tiempo, lo que implicaría que la política monetaria tendría que generar tipos de interés negativos para poder estimular la economía y evitar una espiral bajista de la inflación.

Por tanto, ambas teorías cuestionarían la necesidad de una normalización inminente de los tipos oficiales. La teoría de la histéresis del mercado de trabajo alegraría el aumento de los riesgos bajistas para la actividad económica asociados a un endurecimiento prematuro. La hipótesis del estancamiento secular también se opondría al endurecimiento de la política monetaria, no tanto por el posible freno a la recuperación, sino porque la tasa natural ya ha caído de forma duradera y exige unos tipos oficiales bajos durante un tiempo.

Pese al posible atractivo de estas dos opiniones, pueden alegarse diversos argumentos contrarios, particularmente en lo que se refiere a las medidas a tomar. El argumento de que una política monetaria laxa pueda evitar el riesgo de histéresis en el mercado de trabajo es cuestionable. No parece que la política monetaria

sea la más apropiada para resolver problemas estructurales. Como ya hemos mencionado, en los años setenta, por ejemplo, los bancos centrales trataron de reducir las tasas de desempleo persistentemente elevadas mediante la bajada de sus tipos de interés, pero fue en balde. Los elevados niveles de desempleo en ese momento resultaron tener raíces estructurales, de manera que la política monetaria acomodaticia solo sirvió para dar paso a lo que hoy se conoce como la «Gran Inflación». De hecho, tal y como hemos expuesto antes, existen razones para sospechar que las elevadas tasas de desempleo actuales, al menos en parte, también son de origen estructural: deficiencias no resueltas anteriores a la crisis y mala asignación de recursos asociada al periodo de auge financiero. Así pues, las políticas monetarias acomodaticias podrían resultar de nuevo la herramienta equivocada para

abordar los riesgos de una histéresis del desempleo. También es importante recordar que como consecuencia de una política monetaria laxa pueden surgir otros tipos de histéresis. En particular, una asignación de recursos ineficiente en entornos con tipos de interés persistentemente bajos facilita ineficiencias que aumentan con el paso del tiempo y contribuyen a los problemas crónicos.

Con respecto a la hipótesis del estancamiento secular, los tipos de interés naturales bajos o negativos no parecen ser de equilibrio, sino el resultado de la ausencia de medidas estructurales que dinamicen la economía. Tampoco la política monetaria parece ser la más adecuada en este caso, al menos por dos razones: en primer lugar, teniendo en cuenta el límite cero de los tipos de interés nominales oficiales, los intentos por adoptar una política monetaria acomodaticia probablemente no consigan fomentar una expansión significativa, sino más bien dinámicas nocivas de auge y desplome de los precios de los activos y del crédito; en segundo lugar, al propiciar un tipo de interés natural bajo, la política monetaria puede de hecho reforzarlo. Esto se explica por los efectos secundarios de la política monetaria en las recesiones de balances que se han analizado anteriormente. Una política monetaria acomodaticia puede incentivar el retraso de medidas por el lado de la oferta que son necesarias para impulsar el crecimiento y elevar el tipo de interés natural.

Los argumentos en contra de la normalización de los tipos de interés han cobrado protagonismo en el periodo 2012-2014 a medida que la inflación ha descendido (gráfico 1, panel derecho). En las principales eco-

nomías avanzadas, la inflación general se situó de media entre el 1 y el 2 por 100 interanual. También cayó en EME hasta situarse en el 4 por 100, aunque permanece elevada en algunas de ellas, como Brasil, India, Indonesia y Turquía. Esta tendencia bajista de la inflación resultó un tanto sorprendente al producirse en un momento en el que la recuperación parecía ir cobrando fuerza en las principales economías avanzadas y tras cinco años de políticas monetarias excepcionalmente acomodaticias.

Aunque a veces se hace hincapié en los riesgos potenciales de una inflación baja, es necesario matizar estos riesgos. Incluso en las zonas que están experimentando desinflación, las expectativas de inflación se mantienen bien ancladas en niveles cercanos a sus objetivos. Asimismo, estas presiones sobre los precios no tienen por qué reflejar solamente una escasez de demanda, sino que pueden reflejar una evolución favorable por el lado de la oferta. De hecho, durante este periodo, las materias primas se han abaratado y se han reducido las presiones salariales en las economías de mercado emergentes. En términos más generales, la reciente desinflación puede reflejar la continuación de los efectos desinflacionistas de la globalización por el lado de la oferta, que ya habían provocado dinámicas desinflacionistas antes de la crisis.

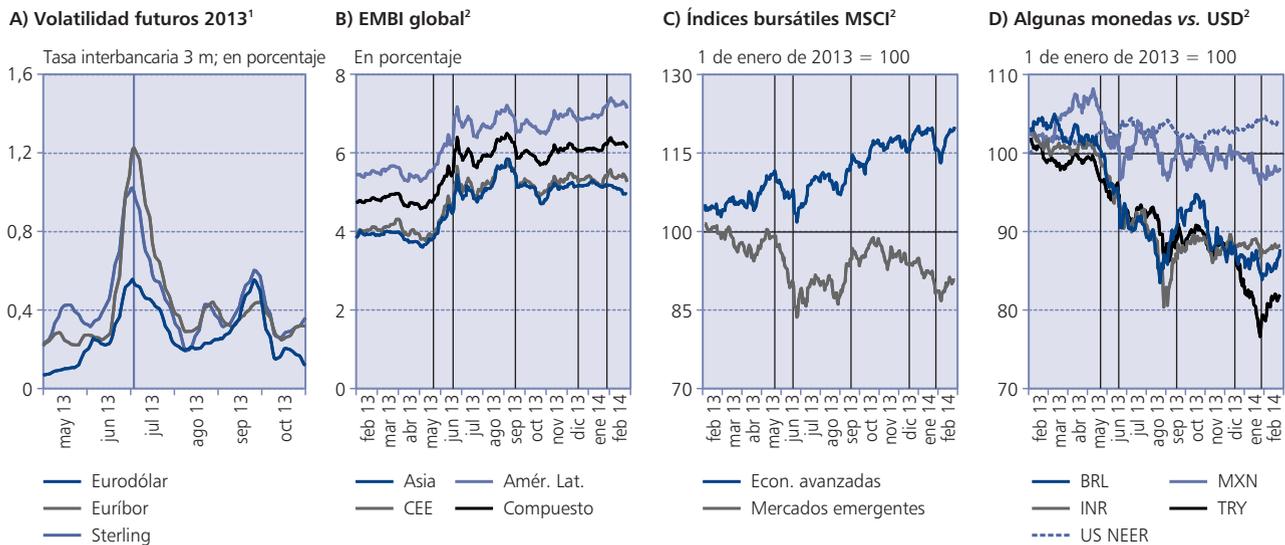
En líneas generales, con el paso del tiempo, el balance de riesgos se está desplazando hacia un aumento de los riesgos asociados a un retraso indebido de la normalización de las políticas monetarias que han imperado en todo el mundo en los últimos años. De hecho, retrasos en la normalización pueden hacer la salida más complicada por el

riesgo de producirse reacciones adversas en el mercado. Valga como ejemplo la reacción de los mercados financieros mundiales en mayo y junio de 2013 ante el anuncio de la Reserva Federal sobre la retirada gradual de sus estímulos a la economía. En ambas ocasiones, los mercados financieros reevaluaron fundamentalmente la senda de los futuros tipos de interés no solo en Estados Unidos, sino en todo el mundo. Por ejemplo, en junio de 2013, el aumento de la volatilidad de los futuros tipos en Estados Unidos se contagió a la zona del euro y a Reino Unido. Tanto el BCE como el Banco de Inglaterra tuvieron que proporcionar orientaciones más explícitas sobre sus futuros tipos de interés para que remitieran los efectos de contagio (gráfico 8, panel izquierdo). A continuación, se produjo una oleada de ventas en los mercados de bonos internacionales, las bolsas cayeron con fuerza y se depreciaron significativamente las monedas de algunos mercados emergentes (gráfico 8). Estas dinámicas de los mercados mundiales se vieron motivadas en parte por la reversión de exposiciones apalancadas y con riesgo, que se tomaron confiando en el mantenimiento prolongado de tipos de interés oficiales muy bajos (Bernanke, 2013a). Cuanto más se retrase indebidamente la salida, más difícil resultará, agravando con ello los desafíos y los riesgos a largo plazo que han surgido a raíz de la crisis.

IV. RIESGOS Y DESAFÍOS A MÁS LARGO PLAZO

La crisis y sus secuelas no solo han conformado el equilibrio de riesgos al que se enfrentan los bancos centrales en el corto plazo, sino que también plantean retos para los futuros marcos de

GRÁFICO 8
REACCIÓN DE LOS MERCADOS MUNDIALES A LA REDUCCIÓN DE ESTÍMULOS DE LA FED



Notas:

(1) Futuros a 1 año; desviación estándar de 10 días de la oscilación de los precios diarios; media móvil de 10 días centrada. La línea vertical señala el 4 de julio de 2013, cuando el BCE proporcionó orientaciones sobre sus futuras decisiones sobre tipos de interés y el Banco de Inglaterra comentó sobre la trayectoria de los tipos oficiales que esperaban los mercados.

(2) Las líneas verticales señalan la fecha de la comparecencia del presidente de la Reserva Federal ante el Congreso el 22 de mayo de 2013 y los comunicados emitidos por el FOMC el 19 de junio, 18 de septiembre y 18 de diciembre de 2013 y el 29 de enero de 2014.

Fuentes: Bloomberg; Datastream; cálculos del BPI.

política monetaria. Me gustaría mencionar cinco retos a los que los bancos centrales deberán hacer frente para evitar riesgos de más largo plazo.

1. La independencia de los bancos centrales

La independencia del banco central constituye la piedra angular de una política monetaria orientada hacia la estabilidad de precios, ya que su propósito es impedir que el ciclo político influya en las decisiones de política monetaria (9). Esta independencia es también crucial para que los bancos centrales puedan desempeñar con eficacia sus funciones de estabilidad financiera. Las masivas intervenciones de los

bancos centrales han acarreado riesgos bien conocidos, pero también otros nuevos y más sutiles.

El rápido incremento de los pasivos del sector público podría generar el conocido riesgo de «dominancia fiscal»: subordinar la política monetaria a las necesidades de financiación del sector público. De hecho, destacados economistas han sugerido que unas tasas de inflación más elevadas podrían ayudar a aumentar la tasa de amortización efectiva de la deuda. Otros han citado la necesidad de practicar la «represión financiera» (medidas de regulación y política monetaria para contener el perfil de la curva de rendimientos) a fin de reducir los pagos de intereses sobre la

deuda pública. Esta amenaza de condicionamiento fiscal persistirá mientras los gobiernos no logren encauzar sus finanzas públicas.

También el elevado endeudamiento del sector privado y la fragilidad financiera pueden condicionar excesivamente la actuación de los bancos centrales, que pueden verse presionados para contener las subidas de tipos de interés cuando las condiciones económicas justifiquen su normalización. Cuando los niveles de deuda son elevados, subir los tipos oficiales tiende a elevar toda la curva de rendimientos y a aumentar la carga del servicio de la deuda, lo cual pondría presión para aliviarla, sobre todo por parte de hogares y empresas todavía muy apalancados.

Al mismo tiempo, el nerviosismo de los mercados financieros puede inducir a los bancos centrales a retrasar la necesaria normalización de su política monetaria. En resumen, la política monetaria podría acabar condicionada por lo que se ha denominado «dominancia financiera» en sentido amplio (10).

De hecho, en los últimos diez o quince años, los bancos centrales han tendido a responder a las amenazas para la estabilidad financiera de una manera asimétrica. En las economías avanzadas, los tipos oficiales se recortaron con determinación ante contratiempos financieros (como la crisis del fondo LTCM, el estallido de la burbuja tecnológica y la crisis financiera internacional), para posteriormente subir de forma gradual. El resultado fue una ten-

dencia descendente de los tipos de interés oficiales (gráfico 9, panel izquierdo).

Un segundo riesgo procede de las expectativas poco realistas sobre lo que cabe esperar de los bancos centrales. Cada vez más, estos se ven como la única instancia capaz de hacer frente a la titubeante recuperación mundial. Al inicio de la crisis, los bancos centrales tenían una ventaja comparativa para responder enérgicamente, pero este argumento ha ido perdiendo fuerza conforme se han ido alcanzando los límites de lo que efectivamente puede lograrse con la política monetaria. Sin embargo, estos límites no son reconocidos por todos y todavía hay quienes esperan un activismo monetario intenso y continuado. A este riesgo podríamos denominarlo ries-

go de «dominancia de expectativas» (11).

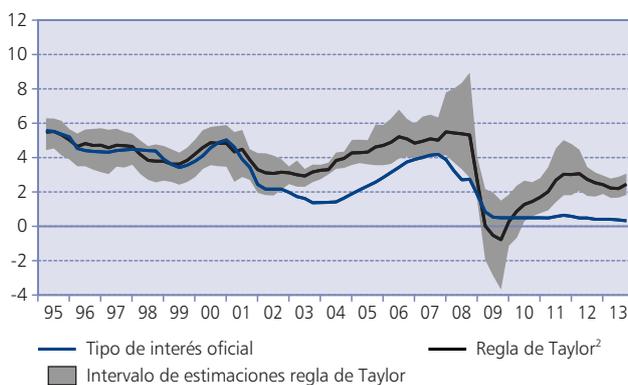
Estos tipos de condicionamiento adicionales podrían conllevar un retraso en la normalización de la política monetaria. Una indicación de que estos mecanismos pueden estar en juego se encuentra en la futura evolución de los tipos de interés oficiales que esperan los participantes del mercado y las autoridades, que es muy inferior a la sugerida por la regla de Taylor (gráfico 9, panel derecho).

2. La primacía de la estabilidad de precios

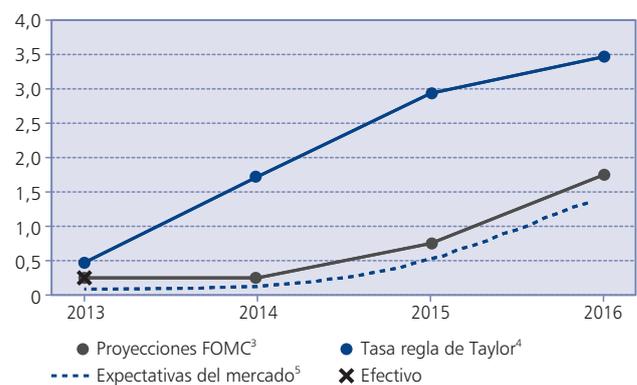
Al haber alcanzado los tipos de interés su límite nominal mínimo de cero, destacados economistas han recomendado a los bancos centrales revisar al alza

GRÁFICO 9
TIPOS DE INTERÉS OFICIALES E IMPLÍCITOS EN LA REGLA DE TAYLOR (PORCENTAJE)

A) Tipos de interés oficiales e implícitos en la regla de Taylor en las principales economías avanzadas¹



B) Expectativas sobre tipos oficiales en Estados Unidos e implícitos en la regla de Taylor



Notas:

- (1) Estados Unidos, zona del euro, Japón y Reino Unido.
- (2) Véase nota 4 del gráfico 6.
- (3) Mediana de *Summary of Economic Projections* (FED) a 18 de diciembre de 2013.
- (4) Los tipos de la regla de Taylor se calculan como: $i = r^* + \pi^* + 1,5 (\pi - \pi^*) + 0,5y$, donde π es una estimación de la inflación del IPC subyacente; y es la estimación de la brecha del producto elaborada por el CBO el 4 de febrero de 2014; π^* es el objetivo de inflación y r^* es el nivel de largo plazo del tipo de interés real, y donde $\pi^* + r^* = 4\%$, una estimación de la mediana según *Summary of Economic Projections*.
- (5) A partir de futuros sobre fondos federales.

Fuentes: Federal Reserve Board; Congressional Budget Office; Bloomberg; Datastream; cálculos del BPI.

sus objetivos de inflación, argumentando que aumentaría el margen de maniobra durante las crisis y podría ofrecer una «solución» fácil al sobreendeudamiento mundial (12).

Sin embargo, en todo caso, la crisis y sus consecuencias han enfatizado la importancia que reviste para la estabilidad de precios la inequívoca credibilidad de los bancos centrales. Esta credibilidad fue precisamente la que dio a los bancos centrales más flexibilidad para responder a la crisis. El gráfico 10 muestra que, si bien las expectativas de inflación a corto plazo han variado un tanto, las de inflación a largo plazo se han mantenido bien ancladas, atestiguando los logros alcanzados en torno a la credibilidad.

Este firme anclaje no ha sido universal, lo que confirma los

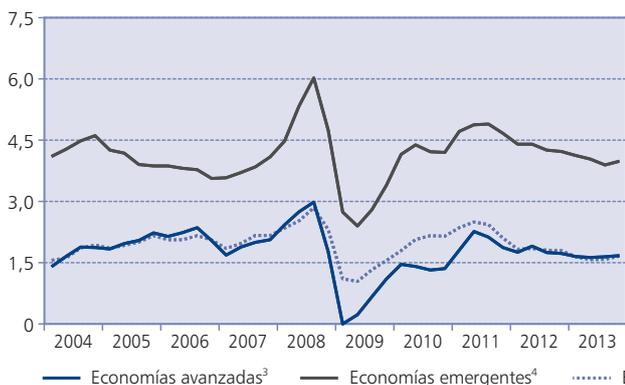
riesgos de acomodar altas tasas de inflación. Por ejemplo, las expectativas de inflación se han desvinculado en algunas economías emergentes, de modo que además de afrontar los retos planteados por la débil recuperación mundial, los bancos centrales han tenido que reafirmar también su determinación para restaurar la estabilidad de precios con tipos de interés oficiales más altos en momentos inoportunos. La principal lección extraída es que la credibilidad en la lucha contra la inflación es especialmente valiosa cuando una economía es propensa a sufrir crisis.

En suma, hay argumentos convincentes de que la estabilidad de precios debe seguir siendo el objetivo prioritario de la política monetaria, pero la crisis ha demostrado que no es sufi-

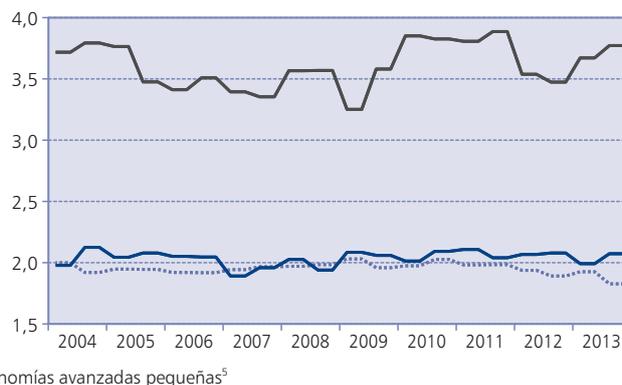
ciente, ya que mantener baja la inflación en el corto plazo no garantiza la estabilidad de precios en el largo (White, 2006). En la pasada década, las condiciones monetarias acomodaticias contribuyeron a la infravaloración generalizada del riesgo y a alzas del crédito y de los precios de los activos insostenibles, sin que con ello se elevara la inflación de los precios de consumo, contenidos, en parte, por la incorporación de los mercados emergentes en la economía global. Los consiguientes desequilibrios financieros provocaron inestabilidad financiera con consecuencias macroeconómicas graves, dañando la transmisión de la política monetaria y amenazando con deflación. Esto plantea la cuestión de cómo modificar los marcos de política monetaria para salvaguardar mejor una estabilidad de precios duradera.

GRÁFICO 10
EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN (OSCILACIÓN INTERANUAL, PORCENTAJE)

A) Previsión a corto plazo¹



B) Previsión a largo plazo²



Notas:

- (1) Previsión media a un año vista de la inflación de los precios de consumo, a partir de las previsiones de consenso del año en curso y del año próximo; para India, inflación de precios al por mayor.
- (2) Previsiones de consenso en un horizonte de 6 a 10 años para la inflación de los precios de consumo; para India, inflación de precios al por mayor a partir de T4 2011. Observaciones semestrales (marzo/abril y septiembre/octubre) convertidas a trimestrales mediante una interpolación por etapas (*stepwise*).
- (3) Medias ponderadas, basada en el PIB y los tipos de cambio PPA de 2005, de Estados Unidos, la zona del euro, Japón y Reino Unido.
- (4) Medias ponderadas, basadas en el PIB y en los tipos de cambio PPA de 2005, de Brasil, Chile, China, Corea, Filipinas, Hong Kong RAE, Hungría, India, Indonesia, Malasia, México, Perú, Polonia, República Checa, Singapur, Tailandia y Turquía.
- (5) Medias ponderadas, basadas en el PIB y los tipos de cambio PPA de 2005, de Canadá, Noruega, Suecia y Suiza.

Fuente: Consensus Economics.

3. Integración de consideraciones de estabilidad financiera en marcos de política monetaria

La crisis y sus secuelas han puesto de manifiesto la necesidad de integrar mejor las consideraciones de estabilidad financiera en los marcos de política monetaria. No cabe duda de que la estabilidad financiera es esencial para conseguir una estabilidad de precios duradera, pero no es sencillo forjar un nuevo consenso sobre una serie de cuestiones de orden operativo y conceptual.

En el orden operativo, los bancos centrales se preguntan cómo responder ante los auges y desplomes del crédito y de los precios de los activos. Está surgiendo cierto consenso sobre la necesidad de que los bancos centrales utilicen otros instrumentos además del tipo de interés oficial. Ahora bien, la evidencia hasta ahora sugiere que los instrumentos de tipo macroprudencial, como la relación préstamo hipotecario/valor de tasación y los colchones de capital anticíclicos, pueden operar como complemento más que como sustituto de los tipos de interés oficiales. Además, estos instrumentos alternativos parecen contribuir más a mejorar la resistencia del sistema financiero que a controlar el conjunto del ciclo de crédito.

A diferencia de la política monetaria, quedan preguntas por resolver sobre el impacto de los instrumentos macroprudenciales en la dinámica de precios de los activos financieros, así como numerosas incógnitas sobre la teoría y práctica de la política macroprudencial y su interacción con la monetaria. Esto podría significar que los instrumentos ma-

croprudenciales no son tan eficaces como los tipos de interés oficiales a la hora de evitar la asunción excesiva de riesgo en todo el sistema financiero. Después de todo, el tipo de interés oficial determina el precio universal de endeudarse en una determinada moneda, no es vulnerable al arbitraje regulatorio y puede complementar las medidas prudenciales.

Lograr una estabilidad de precios duradera, objetivo primordial de los bancos centrales, exige impedir la acumulación de desequilibrios financieros, aun cuando la inflación a corto plazo permanezca baja y estable. Para ello, el marco de actuación de la política monetaria debería, en su análisis de los desequilibrios financieros, ampliar el horizonte temporal más allá de los dos años típicos de los regímenes basados en objetivos de inflación. De ese modo, los bancos centrales detectarían más fácilmente los riesgos para la estabilidad macroeconómica que plantean los ciclos financieros desestabilizadores. Al ampliar el horizonte, también ganarían margen de maniobra para mitigar los desequilibrios financieros aun cuando la inflación a corto plazo permaneciera baja y estable. Obviamente, la ampliación del horizonte de política no debe interpretarse de forma mecánica, ya que cuesta predecir el momento exacto de la corrección de los desequilibrios financieros y su coste macroeconómico. Más bien se trata simplemente de un medio complementario para evaluar de forma más sistemática el balance de riesgos.

Se requiere, asimismo, aplicar la política monetaria de forma más simétrica con respecto al ciclo financiero, entendiendo como tal a los sucesivos episodios de auge y crisis financieras. Como

se mencionó, en las últimas décadas los bancos centrales han tendido a actuar de forma asimétrica, insuficientemente en el periodo de auge financiero al no manifestarse problemas inflacionistas, para después relajar con fuerza su política en fases posteriores a la crisis. Con el tiempo, esto ha reducido su margen de maniobra y ha enquistado los riesgos que perpetúan las distorsiones, dificultando la salida y la normalización de la orientación monetaria. En los momentos álgidos de la crisis, ante el colapso de los mercados, una actuación resuelta y con todo su arsenal es, sin duda, fundamental.

En el orden conceptual, los bancos centrales se preguntan cuál es el mejor modo de redirigir nuestra perspectiva macroeconómica tradicional hacia una perspectiva macrofinanciera mejor integrada. Si bien nuestra comprensión de los compromisos que plantea la política monetaria tradicional es mucho más avanzada tras décadas de investigación académica y de políticas, la investigación sobre la estabilidad financiera y sus mecanismos de conexión y transmisión todavía tiene mucho camino que recorrer.

4. La internalización de externalidades globales

La crisis también ha puesto de relieve la importancia de tener más en cuenta las repercusiones mundiales de la política monetaria en un mundo cada vez más integrado. Las condiciones monetarias acomodaticias contribuyeron en el pasado a fomentar las vulnerabilidades a nivel mundial. La acumulación de desequilibrios financieros en una serie de economías de mercado emergentes y economías avanzadas peque-

ñas indica que este mecanismo puede volver a estar actuando.

Esto no supone necesariamente que los bancos centrales necesiten decidir conjuntamente sus actuaciones, sino que, como mínimo, sus decisiones pueden mejorar con un marco analítico más completo donde se conceda más importancia y se internalicen los efectos que provocan sus decisiones individuales de política monetaria en el resto del mundo y su efecto de retorno en su propia economía. Esto redundaría en beneficio propio de cada banco central, en especial si los efectos secundarios de sus decisiones pudieran llegar a alentar inestabilidades financieras globales que retornasen a los países de partida.

De nuevo, una mayor simetría parece aconsejable. A raíz de la desproporcionada reacción ante el anuncio de la retirada gradual de estímulos por los bancos centrales (*tapering*), se ha prestado más atención a las repercusiones mundiales de la política monetaria. La volatilidad que dicho repliegue ha provocado en las EME ha llevado a argumentar que el ritmo de normalización de la política en las principales economías avanzadas también debería considerar sus consecuencias para otras economías. Sin embargo, si tales efectos se tuviesen en cuenta solo en la fase restrictiva del ciclo de política monetaria, y no en la expansiva, se estaría introduciendo un sesgo expansivo en el sistema monetario global.

5. Las políticas de comunicación

En las últimas décadas, los bancos centrales de todo el mundo han aumentado su transparencia sobre todos los aspectos de sus marcos de política mone-

taria. Durante la crisis, particularmente cuando los tipos de interés se aproximaban a cero, la política de comunicación ha ganado importancia para conformar las expectativas del sector privado. Cabe preguntarse si las nuevas estrategias de orientaciones explícitas sobre acciones futuras representan una continuación de tendencias anteriores o si debería reservarse para periodos de crisis, particularmente el uso de umbrales cuantitativos.

En principio, el recurso a la comunicación orientativa permite aclarar las intenciones de los bancos centrales y, por tanto, reforzar el efecto que esperan alcanzar con sus medidas. Dicha orientación puede ayudar a estimular la economía en una recesión y a contener expectativas desmesuradas en periodos de auge (13). En la práctica, no obstante, esta estrategia de comunicación puede complicar la política monetaria de distintas maneras. La comunicación orientativa es eficaz cuando es creíble, clara y coherente con las medidas efectivamente adoptadas por el banco central. No obstante, su carácter condicional conlleva el riesgo de que se malinterprete.

Si el sector privado se centra demasiado en el escenario base del banco central y no aprecia plenamente las incertidumbres implícitas, los mercados financieros pueden descontar el escenario óptimo y generar turbulencias ante cualquier desviación del mismo. En particular, las turbulencias registradas en los mercados internacionales a mediados de 2013 se deben en parte a malas interpretaciones de la orientación ofrecida por la Reserva Federal sobre el ritmo esperado de repliegue de su programa de compra de activos.

La evolución y valoración final de las nuevas prácticas de comunicación orientativa es una cuestión abierta, especialmente por lo que respecta a las medidas más explícitas y contingentes. Dependerá de los resultados que logre dicha estrategia de comunicación durante la etapa final de recuperación y, en último término, de cuál sea su contribución a la normalización de esta prolongada acomodación monetaria.

V. CONCLUSIONES

Los bancos centrales tienen que hacer frente a la transformación de los riesgos y retos a corto y largo plazo que afrontan en la fase final de la recesión de balances. En este artículo se destacan los logros y los riesgos de la política monetaria en las diversas fases de la crisis. No cabe duda de que la política monetaria ha sido fundamental para la gestión de esta crisis. Sin embargo, al haberse llevado al límite y no haber sido complementada con medidas estructurales y de saneamiento de balances con la misma determinación, los riesgos al alza y a la baja que esta conlleva han variado con el tiempo.

Los mayores riesgos surgen si se carga en exceso la política monetaria y se retrasa su normalización. Esta decisión podría acarrear consecuencias como burbujas del crédito y de los precios de los activos, repuntes puntuales de la inflación, repercusiones internacionales de las decisiones de política monetaria y asignaciones ineficientes de los recursos reales a través del canal de asunción de riesgos de la política monetaria. También hay que prestar atención a los riesgos que plantean las hipótesis del estancamiento secular y la histeresis del desempleo. Parece, sin

embargo, que estas deficiencias de carácter estructural pueden ser abordadas con mayor eficacia mediante medidas estructurales. Conseguir la apropiada combinación de políticas supone un reto enorme para los bancos centrales y otras autoridades.

En el medio y largo plazo, los marcos de formulación de política monetaria deberán ser actualizados, en particular para integrar adecuadamente los factores financieros y la mayor interdependencia en una economía globalizada. Ello debería llevar a una configuración más simétrica con respecto al ciclo financiero y a una mejor internalización de las externalidades internacionales de la política monetaria. Aunque hay señales esperanzadoras sobre una mayor aceptación de ambos retos, la investigación debe continuar para conseguir integrar ambas consideraciones en las decisiones de la política monetaria en la práctica.

NOTAS

(1) En concreto, la Reserva Federal, el Banco de Inglaterra y el BCE han implementado diversas variantes de estas estrategias de comunicación desde 2008. Más detalles en FILARDO y HOFMANN (2014).

(2) El término «recesión de balances» fue introducido por primera vez por KOO (2003) para explicar las causas de la década perdida en Japón. Puede consultarse un análisis más profundo del concepto de recesión de balances en el contexto de la crisis financiera internacional en BORIO (2012) y CARUANA (2012).

(3) Puede consultarse un análisis más pormenorizado en BECH *et al.* (2012).

(4) La persistencia de altos niveles de desempleo obviamente no significa que la acomodación monetaria no haya tenido efectos macroeconómicos positivos, pues podría haber evitado tasas de desempleo aún mayores; en otras palabras, resulta difícil valorar con certeza la hipótesis contraria. La evidencia empírica sugiere que las medidas de política monetaria no convencionales adoptadas por los bancos centrales han tenido un efecto positivo en el producto; véanse GAMBACORTA, HOFMANN y PEERSMAN (2012) y CHEN, FILARDO, HE y ZHU (2014). No obstante, existe incertidumbre en torno a la existencia y la solidez de

estos efectos macroeconómicos, dado que las medidas adoptadas por los bancos centrales no tienen precedentes y el análisis se basa en un breve periodo de tiempo.

(5) Puede consultarse un análisis más pormenorizado de los distintos canales por los que la política monetaria se transmite a nivel mundial en CARUANA (2013b).

(6) Puede consultarse la evidencia empírica en GRAY (2013), SPENCER (2013) y BPI (2014). TAYLOR (2013) analiza las diferentes explicaciones de las causas de dichas repercusiones de la política monetaria.

(7) El aumento de la ratio crédito/PIB y de los precios de la vivienda no indica necesariamente una acumulación de desequilibrios financieros, sino que también puede reflejar un proceso de profundización financiera y un aumento de los niveles de vida. Para tener en cuenta este aspecto, una serie de estudios han analizado la divergencia de la relación entre el crédito y el PIB con respecto a su tendencia subyacente, la brecha de crédito —véanse por ejemplo BORIO y LOWE (2002), BORIO y DREHMANN (2009) y DREHMANN y JUSELIUS (2013)—, y han concluido que este parámetro constituye un indicador fiable de las dificultades financieras. Desde esta perspectiva, el gráfico 7 sugiere posibles dificultades financieras, en particular en las EME, donde la ratio crédito/PIB ha aumentado con fuerza desde 2007 con relación a sus tendencias anteriores.

(8) Puede consultarse un análisis sobre el estancamiento permanente en SUMMERS (2014) y GORDON (2014). Asimismo, puede consultarse una contraargumentación de dicha hipótesis en TAYLOR (2014).

(9) Algunos bancos centrales, como el Bundesbank y el Banco Nacional de Suiza, son claros ejemplos de cómo la independencia del banco central contribuyó a ganar credibilidad en torno a la estabilidad de precios. Estos bancos centrales gozaban de un amplio grado de independencia y, sobre esta base, aseguraron sistemáticamente una inflación inferior a la de sus homólogos en la era post-Bretton Woods.

(10) Puede encontrarse un análisis del concepto de dominancia financiera en HANNOUN (2012).

(11) Para un análisis más detallado del concepto de dominancia de las expectativas, véase CARUANA (2013a).

(12) Véase, por ejemplo, BLANCHARD, DELL'ARICCIA y MAURO (2010).

(13) Véase en FILARDO y HOFMANN (2014) un análisis más detallado de la comunicación orientativa como instrumento de comunicación de los bancos centrales.

BIBLIOGRAFÍA

ATKESON, A., y KEHOE, P. (2004), «Deflation and depression: is there an empirical link?», *American Economic Review*, mayo.

BECH, M.; GAMBACORTA, L., y KHARROUBI, E. (2012), «Monetary policy in a downturn: Are financial crises special?». *BIS Working Papers*, número 388.

BERNANKE, B. (2013a), «Communication and monetary policy». Discurso con motivo del National Economists Club Annual Dinner, Herbert Stein Memorial Lecture, Washington, DC, 19 de noviembre.

— (2013b), «Transcript of chairman Bernanke's press conference». Disponible en: www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpresconf20130619.pdf

BIS (2014), «¿Cómo afecta la política monetaria estadounidense a las tasas oficiales de las economías de mercado emergentes?», *Informe Trimestral del BPI*, marzo.

BLANCHARD, O.; DELL'ARICCIA, G., y MAURO, P. (2010), «Rethinking macroeconomic policy». IMF Staff Position Note 10/03, febrero.

BLANCHARD, O., y SUMMERS, L. (1986), «Hysteresis and the European Unemployment Problem». NBER Macro Annual, 1986.

BORDO, M., y FILARDO, A. (2005), «Deflation and monetary policy in a historical perspective: remembering the past or being condemned to repeat it?», *Economic Policy*, octubre.

BORIO, C. (2012), «The financial cycle and macroeconomics: what have we learnt?». *BIS Working Papers*, n.º 395.

BORIO, C., y DREHMANN, M. (2009), «Evaluación del riesgo de crisis bancarias: una revisión», *Informe Trimestral del BPI*, marzo.

BORIO, C., y FILARDO, A. (2004), «Back to the future? Assessing the deflation record». *BIS Working Papers*, n.º 152.

— (2007), «Globalisation and inflation: new cross-country evidence on the global determinants of domestic inflation». *BIS Working Papers*, n.º 227.

BORIO, C., y LOWE, P. (2002), «Assessing the risk of banking crises». *BIS Quarterly Review*, diciembre: 43-54.

CARUANA, J. (2012), «Central banking in a balance sheet recession». Participación en el panel de expertos del Consejo de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal durante la conferencia «Central banking: before, during and after the crisis», Washington, 23-24 de marzo.

— (2013a), «The changing nature of central bank independence». Panel remarks at the Bank of Mexico international conference «Central bank independence – Progress and challenges», Ciudad de México, 14-15 de octubre.

— (2013b), «Ebbing global liquidity and monetary policy interactions». Discurso con motivo de la Quinta Cumbre de Bancos Centrales sobre Objetivos de Infla-

<p>ción organizada por el Banco Central de Chile, bajo el título: «Global liquidity, capital flows and policy coordination», Santiago, Chile, 15 de noviembre.</p> <p>CHEN, Q.; FILARDO, A.; HE, D., y ZHU, F. (2014), «Global impact of US monetary policy at the zero lower bound». <i>BIS Working Papers</i>, de próxima publicación.</p> <p>COMITÉ DE SUPERVISIÓN BANCARIA DE BASILEA (2010), <i>Guidance for national authorities operating the countercyclical capital buffer</i>, diciembre.</p> <p>DREHMANN, M., y JUSELIOUS, M. (2013), «Evaluating early warning indicators of banking crises: Satisfying policy requirements», <i>BIS Working Papers</i>, n.º 421, agosto.</p> <p>FILARDO, A., y HOFMANN, B. (2014), «Comunicación orientativa de los bancos centrales en el nivel inferior de cero», <i>Informe Trimestral del BPI</i>, marzo.</p>	<p>GAMBACORTA, L.; HOFMANN, B., y PEERSMAN, G. (2012) «The effectiveness of unconventional monetary policy at the zero lower bound: a cross-country analysis», <i>BIS Working Papers</i>, n.º 384, agosto.</p> <p>GRAY, C. (2013), «Responding to the monetary superpower: investigating the behavioural spillovers of US monetary policy», <i>Atlantic Economic Journal</i>, 41(2): 173-184.</p> <p>GORDON, R. (2014), «The demise of US economic growth: restatement, rebuttal and reflections. <i>NBER Working Paper</i>, número 19895, febrero.</p> <p>HANNOUN, H. (2012), «Monetary policy in the crisis: testing the limits of monetary policy». Discurso pronunciado en la 47 Conferencia de Gobernadores del SEACEN, Seúl, Corea, 14 de febrero.</p> <p>HOFMANN, B., y BOGDANOVA, B. (2012), «Reglas de Taylor y política monetaria: ¿una 'Gran</p>	<p>desviación' mundial?», <i>Informe Trimestral del BPI</i>, septiembre.</p> <p>KOO, R. (2003), <i>Balance sheet recession</i>, John Wiley & Sons, Singapur.</p> <p>SPENCER, M. (2013), «Updating Asian 'Taylor rules'», <i>Global Economic Perspectives</i>, 28 de marzo, Deutsche Bank.</p> <p>SUMMERS, L. (2014), «Washington must not settle for secular stagnation», <i>Financial Times</i>, 5 de enero.</p> <p>TAYLOR, J. (2013), «International policy coordination: past, present and future». <i>BIS Working Papers</i>, n.º 437.</p> <p>— (2014), «The role of policy in the Great Recession and the weak recovery», <i>American Economic Review</i>, de próxima publicación.</p> <p>WHITE, W. (2006), «Is price stability enough?». <i>BIS Working Papers</i>, n.º 205.</p>
--	---	--

Resumen

Aunque la estabilidad financiera como concepto de política pública precede a la crisis financiera, es tras la misma cuando se producen los mayores esfuerzos, nacionales y supranacionales, para hacerla operativa. Así, se crean o reforman organismos como el FSB, el ESRB, el FSOC, etc. Aun así, existen enormes dificultades teóricas y prácticas para poner en marcha, de manera efectiva y preventiva, estas políticas. Solo años de esfuerzo pueden, pues, ayudar a que limiten los costes de la próxima crisis financiera global.

Palabras clave: estabilidad financiera, crisis financiera, supervisión macroprudencial.

Abstract

Although financial stability as a concept of public policy precedes the financial crisis, it is in its aftermath that significant national and supranational efforts have been made to make it operational. Thus, agencies such as the FSB, the ESRB, the FSOC, etc. have been created or reformed. Even so, there are enormous theoretical and practical difficulties to implement these policies in an effective and preventive manner. Only years of effort may, therefore, help limit the costs of the next global financial crisis.

Key words: financial stability, financial crisis, macroprudential supervision.

JEL classification: G01, G18.

LA POLÍTICA MACROPRUDENCIAL TRAS LA CRISIS FINANCIERA

José María ROLDÁN

Presidente AEB

I. INTRODUCCIÓN

LA crisis financiera de 2007 pertenece ya al tipo de eventos que se producen una vez cada cien años (*one in a hundred years event*). En efecto, desde 1929 el mundo o, siendo más preciso, esa parte del mundo que denominamos Occidente, no había vivido una situación tan compleja y difícil como la vivida estos últimos años. Por su intensidad, por su rápida transmisión internacional y, sobre todo, por las consecuencias económicas sociales, e incluso políticas, la crisis del 2007 marcará un antes y un después, tanto en la configuración del sistema financiero como en su supervisión y regulación. Jochen Sanio, expresidente del organismo de supervisión alemán, BAFIN, durante la crisis, resumió de la siguiente manera la situación vivida:

The suddenness and violence of the monster storm that roiled the financial markets and wreaked terrible havoc on the international financial system was almost beyond belief for those who had to fight it. The uncontrollable forces put the entire financial world at risk, sweeping away the false sense of security that market participants and regulators alike had developed over the last few decades. Those who have seen the sky falling –and I count myself among them– are willing to believe now that just about anything terrible can happen in financial markets.

To live under the paradigm of apocalypse is an unhealthy state of affairs, one that is surely intolerable. What we need now is something that we have come to call

regime change – the fundamental overhaul of a system that has been dangerously destabilised (1).

Enmarcado en el nuevo paradigma en materia de regulación y supervisión se encuentra la puesta en marcha de la supervisión macroprudencial, entendida esta como un triplete que incluye elementos analíticos, instrumentos específicos y estructuras institucionales para la toma de decisiones. Utilizando la definición del European Systemic Risk Board (ESRB), la supervisión o política macroprudencial tiene como objetivo último

to contribute to the safeguard of the stability of the financial system as a whole, including by strengthening the resilience of the financial system and decreasing the build up of systemic risks, thereby ensuring a sustainable contribution of the financial sector to economic growth (2).

En efecto, la crisis puso de manifiesto la necesidad de enfoques que fueran más allá de la situación de rentabilidad y solvencia de entidades individuales, y la necesidad de un análisis que desentrañara las interconexiones entre las entidades bancarias, entre estas y el sistema financiero, y entre este y la economía real. Podríamos decir que la crisis puso de manifiesto que los árboles de la supervisión microprudencial no dejaban ver el bosque de la estabilidad financiera. En efecto, y por concretar, un análisis individualizado de los Money Market Funds en Estados Unidos no generaba ninguna preocupa-

ción, pero si se hubieran analizado con cuidado sus interconexiones, por ejemplo, con cierta banca europea, se hubiera podido identificar un potente mecanismo de transmisión de posibles problemas en un segmento concreto del mercado financiero americano hacia el sistema financiero europeo.

Curiosamente, los conceptos tanto de políticas macroprudenciales como de estabilidad financiera son anteriores a la crisis financiera. En efecto, el liderazgo del BIS y de su *Managing Director*, Andrew Crockett, y su canalización a través de los trabajos pioneros de Claudio Borio (3), ya habían dado un apoyo intelectual considerable al concepto. En términos analíticos, también en los años anteriores a la crisis se pusieron en marcha un buen número de informes de estabilidad financiera por parte de distintos organismos supranacionales y bancos centrales, que dieron una apoyatura analítica al concepto de estabilidad financiera (4). Por último, desde el punto de vista de las medidas, las provisiones dinámicas españolas, implantadas en el año 2000, fueron un primer intento de poner en práctica medidas de carácter macroprudencial (5).

No obstante estos progresos parciales, es obvio que la crisis puso de manifiesto otros problemas que afectaban a ese marco macroprudencial. En primer lugar, el nuevo marco presentaba carencias analíticas claras (por ejemplo, en el campo de derivados OTC). En segundo lugar, no había una identificación clara de los instrumentos disponibles para ejecutar esa política macroprudencial (con la excepción, quizá, de la provisión dinámica española). En tercer lugar, no se disponía de un marco completo, de un modelo general que integrara el sistema financiero con la econo-

mía real (carencia que, a día de hoy, está sin resolver). Por último, la ausencia de autoridades responsables y obligadas a rendir cuentas (*accountable*) introducía una falta de conexión entre el diagnóstico macroprudencial o de estabilidad financiera y la toma de medidas coherentes con ese diagnóstico. En suma, y como resultado de las carencias señaladas, esos avances en el análisis y la política macroprudencial no impidieron ni el estallido de la crisis ni su rápida propagación por los distintos sistemas financieros del mundo occidental.

En cualquier caso, ese relativo fracaso de las políticas macroprudenciales no llevó a un abandono de las mismas. Muy al contrario, una parte muy importante de la reforma financiera global tiene por objeto profundizar en la operativa práctica de las mismas, en el reforzamiento de sus bases institucionales, analíticas y ejecutorias (esto es, de establecimiento de medidas macroprudenciales específicas).

Este artículo revisará brevemente en la sección II las principales novedades institucionales en torno a la cuestión de la estabilidad financiera, así como la estructura de las autoridades macroprudenciales (6). En la sección III se analizarán algunos malentendidos, problemas y contradicciones de la política macroprudencial para, en la sección IV, concluir, inevitablemente de manera especulativa, acerca de las posibilidades y evolución futuras de estas políticas macroprudenciales.

II. LAS NUEVAS INSTITUCIONES MACROPRUDENCIALES

Una de las lecciones que se extraen de la crisis es que los principales analistas financieros,

entendidos estos en sentido amplio, incluyendo a bancos centrales y autoridades financieras, no detectaron los signos de la burbuja. Sin embargo, una lectura de los diversos informes publicados en los años anteriores a la crisis refleja preocupaciones en algunos de los aspectos que luego la crisis puso de manifiesto (7). Más que un error general en el diagnóstico, lo que ha quedado claro con la crisis es que las advertencias lanzadas desde las publicaciones oficiales (un tipo de *moral suasion*, al fin y al cabo) son insuficientes para parar las dinámicas procíclicas en las fases alcistas del ciclo. Hay que completar, pues, la *moral suasion* con medidas coercitivas sobre el sistema financiero.

Pero para poder dar ese paso, esto es, tomar medidas de restricción de las actividades financieras en función no de la situación de una entidad concreta, sino de la del sistema financiero en su conjunto, se necesitaba un entramado institucional distinto, pues ni la regulación microprudencial ni los organismos de supervisión de la solvencia de entidades financieras concretas tenían los mecanismos legales e institucionales necesarios para poder tomar estas medidas. El primer paso, pues, era institucionalizar la política macroprudencial, esto es, complementar el análisis de estabilidad financiera con acciones macroprudenciales. Esa institucionalización solo era posible incorporando un amplio elenco de autoridades públicas: bancos centrales (en cuyos mandatos solía haber una referencia al mantenimiento de la estabilidad financiera que, por genérica, resultaba insuficiente), supervisores de solvencia y de mercado, de los sectores financieros de banca, valores y seguros y ministerios de finanzas.

1. El Financial Stability Board (FSB)

El FSB, un organismo internacional con estatuto propio pero con sede en el Banco Internacional de Pagos de Basilea (BIS), se ha constituido como la autoridad macroprudencial global. Con una composición que incluye a representantes nacionales de ministerios de finanzas, bancos centrales, y organismos supervisores de los países del G-20, comités y organizaciones de fijación de estándares financieros y contables (IOSCO, IAIS, Comité de Basilea, Committee on the Global Financial System, Committee on Payments and Settlement Systems e IASB), y organismos multilaterales (FMI, Banco Mundial, BIS, Comisión Europea, Banco Central Europeo y OCDE), es el impulsor y coordinador de la reforma financiera puesta en marcha tras la crisis. Además, su esquema de gobernanza incluye, de modo crítico para su efectividad, la coordinación con las sucesivas cumbres de los países del G-20. Esta coordinación con la esfera política a un nivel no solo elevado sino, sobre todo, operativo, asegura la aplicación global y consistente de las reformas acordadas: sería incoherente que el G-20 impulsara reformas que luego no se culminaran en cada una de sus jurisdicciones.

Las actividades del FSB son las que se esperan de una institución cuyo principal objeto es mantener la estabilidad financiera global: identificar vulnerabilidades que afecten al sistema financiero global, así como revisar de manera continuada las medidas regulatorias y supervisoras necesarias para eliminar dichas vulnerabilidades; promover la coordinación y el intercambio de información entre las autoridades encargadas de garantizar la estabilidad finan-

ciera; realizar un seguimiento de los desarrollos en los mercados financieros y valorar su repercusión sobre las políticas regulatorias; asesorar en materia de mejores prácticas regulatorias y velar por su cumplimiento; revisar la estrategia de los organismos promulgadores de estándares (Comité de Basilea, etc.) y promover la coordinación entre ellos; apoyar el establecimiento de colegios supervisores de las entidades financieras supranacionales, y, por último, apoyar el establecimiento de planes de contingencia para crisis financieras supranacionales.

A pesar de su creación en 2009, lo cierto es que es heredero de las actividades del FSF, el Financial Stability Forum, creado ya en 1999 por el G-7 y que tenía por objeto mejorar la cooperación entre los distintos organismos y comités, de forma que se promoviera la estabilidad financiera global. O, dicho con otras palabras, un sistema financiero global e interconectado requería a su vez una gobernanza y coordinación también global. Sin embargo, cometeríamos un gran error si no se valorara adecuadamente la importancia de los cambios introducidos en 2009: las sutilezas de una lengua foránea pueden hacer pensar que *Forum* y *Board* significan algo muy similar, pero la traducción al castellano (foro, consejo) ya nos indica la relevancia del cambio.

Los cambios pueden ser resumidos en torno a dos elementos: membresía y gobernanza institucional. En el primer aspecto, la creación del G-20, reflejo de la creciente pujanza de los ya mal llamados países emergentes, obligaba a expandir el FSF más allá de los miembros originales del G-20, lo que permitió a España convertirse en miembro del FSB (8). En el segundo aspecto,

se necesitaba potenciar la arquitectura del FSF, de manera que tuviera mayor legitimidad política (mediante su conexión con las cumbres del G-20) así como capacidad de coordinar de manera más efectiva a los distintos miembros. Este segundo aspecto, el del refuerzo institucional de las autoridades macroprudenciales, es una tendencia generalizada tanto a nivel supranacional como regional y nacional.

El FSB posee varias subestructuras para efectuar su trabajo: el Plenario, el Steering Committee, varios Standing Committees (implementación de estándares, vulnerabilidades, cooperación supervisora y regulatoria, y presupuesto y recursos), y seis grupos consultivos regionales (ampliando *de facto* la membresía más allá del G-20). En conjunto, una maquinaria institucional con una potencia suficiente como para impulsar la reforma regulatoria global desde todos sus frentes (9). Sin embargo, su secretariado se caracteriza por su reducido tamaño, por lo que en términos de ratio de eficiencia se sitúa, sin lugar a dudas, como el organismo multilateral más *cost-effective* del panorama internacional.

2. El ESRB

En el ámbito de la Unión Europea, y junto con la puesta en marcha de las autoridades europeas de supervisión de banca, valores y seguros (EBA, ESMA y EIOPA), se creó el European Systemic Risk Board (ESRB). El ESRB nace como un comité próximo al BCE (está presidido por el Presidente del BCE), su secretariado, si bien autónomo del resto del BCE, se radica en el mismo y sus reuniones se celebran en Frankfurt, en el edificio del BCE. Su composición difiere de la del

FSB, pues si bien están presentes tanto los bancos centrales de la UE como los supervisores microprudenciales de banca, valores y seguros (tanto las autoridades nacionales como las europeas, EBA, ESMA y EIOPA), los Tesoros de los miembros de la UE están ausentes.

El origen de la creación del ESRB se retrotrae al llamado Informe Larouiessiere, que revisó el *statu quo* de la cooperación supervisora en la UE puesta en marcha tras el Informe Lamfalussy y que recomendó dar un paso más en la institucionalización de esa cooperación y transformar los comités CEBS, CESR y CEIOPS (de los sectores de Banca, Valores y Seguros) en las autoridades EBA, ESMA, y EIOPA. En materia de estabilidad financiera, el Informe Larouiessiere identificó carencias no solo en la coordinación de las políticas macroprudenciales entre las distintas autoridades nacionales sino también en las propias autoridades nacionales. De hecho, una de las principales actuaciones del ESRB ha sido la de impulsar que en todos los países exista una única autoridad responsable del mantenimiento de la estabilidad financiera nacional, con un mandato definido y también unos poderes concretos.

El ESRB está encargado de la vigilancia macroprudencial del sistema financiero de la UE, para prevenir riesgos sistémicos y evitar así tensiones financieras generalizadas. Para la consecución de este objetivo, puede llevar a cabo las siguientes funciones: recolectar y analizar toda la información que necesite; emitir advertencias sobre posibles riesgos sistémicos, advertencias que pueden ser públicas si así se decide; en presencia de una situación de emergencia, podrá realizar una advertencia confidencial al Con-

sejo de la UE para que este coordine con las agencias supervisoras una posible respuesta; realizar un seguimiento de las advertencias y recomendaciones; cooperar estrechamente con las nuevas agencias supervisoras (EBA, ESMA y EIOPA) y coordinar su actuación con el FMI y el FSB.

Al igual que ocurre en otras instituciones de la UE, uno de los problemas del ESRB es el tamaño del mismo: ronda la centena de miembros. Por ello, la constitución de ciertos subgrupos, más reducidos y por tanto más operativos, es en este caso imprescindible. Aun así, el órgano decisorio último es el plenario, en el que solo tienen voto los gobernadores y los representantes de las agencias europeas de supervisión. Además, el ESRB no posee una capacidad ejecutiva plena, sino que su capacidad de acción se basa en que los países deben o bien aplicar las recomendaciones aprobadas o bien explicar por qué no lo hacen (*comply or explain*).

Tres son los subgrupos del ESRB: el llamado Steering Committee, el Advisory Technical Committee o ATC y el Advisory Scientific Committee o ASC (este compuesto por académicos de reconocido prestigio). Es el trabajo preparatorio de estos comités el que permite al ESRB tener cierta capacidad operativa y decisoria a pesar de su gran tamaño.

Por último, y en relación con el ESRB, la creación en el contexto de la eurozona del Mecanismo Único de Supervisión para los bancos tendrá un impacto sobre su gobernanza y papel. Sin embargo, a día de hoy no se conocen las posibles direcciones de reforma. Además, el engarce de las autoridades macroprudenciales nacionales con el ESRB está también pendiente de concre-

ción, sin que, de nuevo, exista una línea de actuación clara (por ejemplo, en Francia y Alemania la autoridad macroprudencial está presidida por los ministerios de Finanzas, que no están representados en el ESRB).

3. EL FSOC

En Estados Unidos se ha puesto en marcha una nueva autoridad macroprudencial, el Financial Stability Oversight Council (FSOC), que está presidido por el Secretario del Tesoro y que tiene como miembros institucionales a la Reserva Federal, a la CFTC (Commodities and Future Commission), a la FDIC, a la Federal Housing Finance Agency, a la National Credit Union Administration, a la OCC (Office of the Comptroller of the Currency), a la SEC (Stock Exchange Commission) y al Consumer Financial Protection Bureau (junto con otros observadores como el Director de la Office of Financial Research, el Director de la Federal Insurance Office y a dos comisionados estatales, de banca y seguros). El secretariado del FSOC reside en la Office of Financial Research (creada recientemente dentro del Departamento del Tesoro para dar cumplimiento al mandato contenido en la ley Dodd-Frank), por lo que, en el caso de Estados Unidos, el secretariado de la autoridad macroprudencial no está ligado al banco central, como ocurre en la UE.

Las funciones del FSOC se definen de manera más amplia: responder a las situaciones que pongan en peligro la estabilidad financiera, mediante la respuesta coordinada del Tesoro y los distintos organismos supervisores. Para la correcta identificación de riesgos emergentes para la estabilidad financiera, se podrá dirigir

a la Office of Financial Research del Tesoro para indicar directrices de actuación y solicitar tanto datos como análisis.

El FSOC también presenta una estructura de subgrupos: el Comité de Alternos (*Deputies*), el Systemic Risk Committee (de carácter analítico) y varios Standing Functional Committees, dedicados a los distintos aspectos operativos del FSOC (como, por ejemplo, el dedicado a la designación de entidades sistémicas).

III. ALGUNAS DIFICULTADES PRÁCTICAS PARA LA IMPLEMENTACIÓN DE POLÍTICAS MACROPRUDENCIALES

Como es evidente, la crisis ha supuesto un fuerte impulso, a nivel global, a la creación de nuevas autoridades con mandatos específicos en el terreno macroprudencial. En general, esas instituciones han intentado aprovechar las sinergias existentes con las autoridades ya establecidas (bancos centrales, supervisores y tesoros) y, aun cuando hay diferencias en cuanto a las instituciones que lideran las nuevas políticas (en unos casos los Tesoros y en otros los bancos centrales), no se han creado entramados institucionales complejos alrededor de estas competencias nuevas.

El objeto de este renovado entramado institucional es, evidentemente, el de dotar a las políticas macroprudenciales de una mayor potencia preventiva, esto es, que podamos no solo prever la siguiente crisis financiera sino, sobre todo, poner en marcha medidas que bien la prevengan por completo, bien limiten su impacto. Si pensamos en la enorme prociclicidad del sistema financiero, y en la recurrencia

de crisis de distinto impacto en los últimos siglos (tan regulares e impredecibles como los terremotos), este objetivo resulta enormemente ambicioso.

¿Tendrá éxito la política macroprudencial a la hora de limitar el impacto de las crisis? Probablemente esta pregunta carece de sentido: es obvio que una falta de visión de los peligros asociados al conjunto del sistema financiero (y no a sus partes de manera aislada) ha contribuido a generar una crisis de una intensidad no vista en un siglo. Las políticas macroprudenciales, por tanto, están aquí para quedarse. Pero no por ello debemos ignorar las dificultades prácticas de su puesta en marcha de manera concreta y operativa y matizar, en cierto modo, las expectativas que puede generar su puesta en marcha.

1. El riesgo de exigir demasiado de las políticas macroprudenciales

Con cierta frecuencia se puede detectar en círculos regulatorios y financieros una visión un tanto naif de la política macroprudencial. Así, parecería que su aplicación podría haber evitado, con toda seguridad, la crisis. Quizá se confunde el diagnóstico *ex post* de las causas de la crisis con las capacidades *ex ante* para identificar las debilidades del sistema financiero. En cualquier caso, existe un riesgo verdadero de sobrecargar las políticas macroprudenciales. A esta cuestión, los riesgos de esperar demasiado de las políticas macroprudenciales, se dedican los siguientes párrafos.

De hecho, ese riesgo es, en cierto modo, inherente a estas políticas. Así, mientras la política monetaria (al menos en el sentido clásico dominante antes de la

crisis) debe encargarse de la estabilidad de precios, o la supervisión y regulación de la solvencia de las entidades financieras, la política macroprudencial tiene como responsabilidad fundamental garantizar la ausencia de crisis en las que el riesgo del conjunto del sistema financiero pone en riesgo a la economía real. Esto es, nada más y nada menos, evitar las crisis sistémicas. Además, para alcanzar este objetivo, en absoluto modesto, tiene a su disposición un corpus analítico todavía, en gran medida, en construcción, así como una serie de medidas de ámbito difuso, de escasa eficacia probada (por la juventud del enfoque) y que pueden entrar en conflicto con otros ámbitos de las políticas económicas o microprudenciales.

Ante este riesgo solo cabe manejar con prudencia la comunicación respecto a estas nuevas políticas, destacar su bisoñez analítica y rebajar las expectativas respecto a sus potenciales logros. Y todo ello sin desdeñar lo relevante de incorporar la política macroprudencial al aparato analítico y de toma de decisiones existente antes de la crisis: una cosa es ponderar las posibilidades prácticas de estas políticas para frenar la frecuencia e intensidad de las crisis y otra muy distinta no reconocer que la intensidad de la crisis actual podría haberse limitado si hubiéramos dispuesto de políticas y autoridades macroprudenciales efectivas durante los años de expansión económica previos a la crisis.

Otro riesgo de sobrecarga de las políticas macroprudenciales, este más coyuntural, deriva de la especial coyuntura de la política monetaria en las postrimerías de la gran recesión que estamos viviendo. Así, los bajos niveles de

tipos de interés, que se anuncian vigentes para tiempos prolongados, pueden provocar burbujas en mercados financieros y de *real estate*, quedando la política macroprudencial como el único elemento que puede compensar esos riesgos.

2. Los costes en términos de eficiencia de la política macroprudencial

A diferencia de la regulación y supervisión microprudenciales (esto es, dirigidas a entidades financieras individuales), la política macroprudencial no puede adaptarse a las características de cada uno de los componentes del sistema financiero. Dicho de otro modo, las medidas macroprudenciales se aplican a todos los componentes del sistema, a aquellos que pueden representar un peligro tomados individualmente pero también a aquellos que tienen una gestión del riesgo extraordinariamente sólida: si reducimos en LTV de las hipotecas ante una burbuja inmobiliaria, no podemos hacer distinciones, exonerando a los intermediarios financieros más prudentes (y si lo hiciéramos, estaríamos aplicando políticas microprudenciales). En suma, la política macroprudencial supone, por definición, una política de café para todos.

Esto impone un coste de eficiencia tan difícil de medir como ineludible: en la medida en que se imponen restricciones sobre agentes que gestionan prudentemente el riesgo y cuya actividad no pone al sistema en riesgo, existe un coste. Y no se trata de algo teórico. En el caso de las provisiones dinámicas españolas impuestas antes de la crisis, los bancos más prudentes eran muy críticos con la injusticia que suponía ese «café para todos» y seña-

laban, con razón desde su óptica individual, los costes de eficiencia que les suponían. A pesar de ello, la aplicación de la provisión dinámica a todos los bancos por igual es coherente desde el punto de vista macroprudencial: estos costes en términos de eficiencia serían despreciables frente a los costes de una crisis sistémica.

No deja de ser sorprendente que esta característica de las políticas macroprudenciales, la aplicación general de medidas a todas las instituciones, independientemente de su perfil de riesgo, sea tan poco entendida tanto por las entidades supervisadas como por la academia.

3. La tendencia al sobreactivismo de la política macroprudencial

Los problemas de eficiencia derivados de la inevitable política del café para todos que caracteriza a las políticas macroprudenciales no pasaría de ser una anécdota, una intelectualidad sin trascendencia, si no fuera por otra característica ineludible de las políticas macroprudenciales: su inevitable tendencia al activismo.

En efecto, pensemos en un responsable de la política macroprudencial que se enfrenta a una decisión relativa a un potencial riesgo sistémico. Esto es, un problema del sistema financiero lo suficientemente importante como para provocar inestabilidad financiera y daño en la economía real. Evidentemente, la toma de decisiones se realiza en un marco de incertidumbre, por lo que existe una probabilidad de identificar adecuadamente el problema, pero también de que el riesgo de una crisis sistémica no exista en realidad. Realmente se puede actuar cuando no es necesario, y

también no actuar cuando había necesidad de hacerlo (similar al conocido error tipo I y tipo II en la contrastación econométrica de hipótesis). Lo interesante es el coste asociado a ambos errores. En el caso de identificación errónea de una crisis sistémica, el coste deriva de la pérdida de eficiencia resultado de haber impuesto medidas macroprudenciales sobre el sector sin que fuera necesario. En el caso de no haber tomado medidas ante una crisis sistémica, el coste es el daño a la economía real causado por la crisis (y el coste reputacional para la autoridad macroprudencial de no haber reaccionado ante la crisis).

No parece difícil imaginar cuál será la elección del responsable macroprudencial: minimizar el error tipo II, no actuar cuando era necesario, a expensas de no minimizar el error tipo I, actuar cuando no es necesario. En definitiva, la política macroprudencial tiene una tendencia estructural al activismo y, por tanto, a imponer costes de eficiencia sobre el sistema financiero.

¿Es este un problema irresoluble? Quizá sí, pero no cuesta mucho pensar en medidas que minimicen los efectos. Por ejemplo, una práctica que debería imponerse es la de revisar de manera regular las decisiones macroprudenciales adoptadas para comprobar si todavía tiene sentido que permanezcan en vigor. Con ello, los costes de eficiencia podrían ser solo temporales. Aun así, se estaría aceptando un corpus regulatorio inestable.

4. La insoportable levedad de los instrumentos de política macroprudencial

La reciente implantación de las políticas y autoridades macro-

prudenciales ha supuesto un impulso en la clarificación de los instrumentos disponibles para ejecutar la misma. Sin embargo, la práctica totalidad de los instrumentos disponibles, como los *Loan to Value* de los créditos hipotecarios, o la sobrecarga de capital a las entidades sistémicas, son en realidad instrumentos macroprudenciales. La característica macroprudencial surge bien de la calibración más prudente de los instrumentos microprudenciales (pues no se quiere proteger solo a la institución financiera concreta, sino al sistema financiero en su conjunto), bien de la introducción de elementos contracíclicos en los estándares microprudenciales (como en las provisiones dinámicas españolas o en la ratio de capital contracíclico en Basilea III). Esto, inevitablemente, dará lugar a conflictos entre ambos propósitos, pues estamos utilizando un mismo instrumento para garantizar la estabilidad de instituciones financieras individuales y del sistema en su conjunto. De momento, y si vemos la calibración de la norma de solvencia para bancos, o Basilea III, ese conflicto se está resolviendo añadiendo márgenes de seguridad en esas medidas microprudenciales (se calibran muy conservadoramente), de forma que se garantice la estabilidad del sistema financiero en su conjunto. En este sentido, la medida macroprudencial más relevante tomada desde el estallido de la crisis ha sido, sin duda, la puesta en marcha de Basilea III.

¿Y cuál es el instrumento macroprudencial más potente? Pues tampoco parece ser un instrumento macroprudencial «puro»: son los tipos de interés. En efecto, enfrentados a una burbuja del tipo que sea, la única medida que llega de manera efectiva a todos los focos del fuego y que

cubre todas las posibles grietas es un aumento de los tipos de interés.

En definitiva, parece que la política macroprudencial comienza su andadura huérfana de instrumentos genuinos.

5. La dimensión nacional frente a la supranacional

Aunque la existencia de procesos de generación de burbujas globales no se puede descartar, en especial tras la experiencia de la crisis de 2007, lo cierto es que de cara al futuro es mucho más probable que los procesos de generación de burbujas tengan un carácter más nacional, e incluso sectorial, que global. Si esta hipótesis es cierta, tiene sentido que las autoridades macroprudenciales supranacionales sean complementadas mediante autoridades nacionales, que tendrán ciertas ventajas comparativas a la hora de identificar esos procesos locales de infraestimación de riesgos. En este sentido, la reciente creación del mecanismo único de supervisión en la eurozona reconoce esa complementariedad, y establece un esquema de competencia compartida entre las autoridades nacionales y el BCE en materia macroprudencial.

Adoptando una perspectiva distinta, esa complementariedad queda reforzada, si bien en este caso por la fortaleza de un órgano supranacional a la hora de tomar medidas. En efecto, si bien un organismo macroprudencial nacional puede tener una clara ventaja competitiva a la hora de identificar posibles exuberancias irracionales, una autoridad supranacional, más alejada de la opinión pública y de los intereses socioeconómicos nacionales, puede tener una ventaja competitiva a la hora de imponer medidas que impidan la genera-

ción de burbujas o que permitan su estallido en una fase temprana que minimice riesgos.

6. El elemento contracíclico de la política macroprudencial

La necesidad de una política macroprudencial nace de la constatación de que los agentes económicos no evalúan correctamente los riesgos financieros a lo largo del ciclo económico. Así, los riesgos se infraestiman durante los periodos de bonanza, durante los *booms*, y se sobreestiman durante los periodos de crisis, durante el *bust*. Desde esta perspectiva, la política macroprudencial debe corregir ese sesgo, tanto en los periodos de exuberancia como en las crisis.

La provisión dinámica española (10) responde perfectamente a esa filosofía: acumula recursos en los bancos en épocas de bonanza para permitir que estos los utilicen en los momentos de crisis. Ese perfil contracíclico, tan vilipendiado por los contables pero tan interesante desde un punto de vista de gestión macroeconómica, permite corregir el sesgo de los agentes, en este caso de los bancos, al estimar el riesgo de crédito de sus clientes. Esa compensación no será necesariamente completa: en términos prácticos, cuanto más largo sea el proceso de expansión económica más difícil será que una medida macroprudencial compense la infraestimación de la prima de riesgo.

Pero ese elemento contracíclico, esa dimensión temporal, no se está viendo en la formulación de políticas macroprudenciales. En efecto, asistimos a un notable endurecimiento de las normas aplicables a la banca sin que exis-

tan, con algunas excepciones (el colchón contracíclico en Basilea III o la introducción de amplios calendarios para la implantación de las nuevas medidas), elementos anticíclicos en su aplicación. Por tanto, no se está corrigiendo, ni se quiere corregir, el sesgo hacia una sobreestimación del riesgo que se produce en momentos de crisis. Ese endurecimiento se puede justificar bajo la necesidad de establecer un nuevo nivel de equilibrio para el capital regulatorio tras constatar que el régimen vigente antes y durante la crisis conllevaba niveles de capital inaceptablemente bajos. No obstante, es preocupante que esa puesta en marcha de las políticas macroprudenciales esté ignorando el elemento contracíclico, esto es, exigir más en los periodos de expansión y relajar la exigencia en el estallido de la crisis.

En definitiva, si bien se acepta el papel de las nuevas políticas macroprudenciales a la hora de corregir la infraestimación de riesgos que se produce en los periodos prolongados de crecimiento económico, no se observa una actitud crítica hacia las medidas procíclicas en los periodos de crisis, ni entre los académicos ni entre los responsables de las políticas macroprudenciales.

7. Los problemas analíticos asociados a la política macroprudencial

En un terreno más analítico, incluso académico, uno de los grandes problemas a los que hacer frente para lograr hacer operativas las políticas macroprudenciales es la ausencia de modelos teóricos satisfactorios que integren los distintos componentes del sistema financiero con la economía real. De hecho, y más

allá de los sectores más regulados mediante políticas de requerimientos de solvencia y supervisión prudencial, carecemos de estudios empíricos que concreten las complejas interrelaciones existentes entre los distintos componentes del sistema financiero. Por ejemplo, este conocimiento hubiera sido de vital importancia para entender que un segmento relativamente pequeño del mercado hipotecario americano (el segmento *subprime*) podía provocar una reacción en cadena que llevara a la peor crisis financiera en cien años. Ahora lo sabemos, pero si queremos prevenir situaciones similares necesitamos disponer de esa información *ex ante*.

Un magnífico botón de muestra de esa complejidad lo constituye el *Staff Paper* publicado por la Fed de Nueva York en 2010 (11) (aunque revisado en 2012) acerca del sistema bancario en la sombra (12) (*shadow banking*). En efecto, este estudio contiene un gráfico que resume las interrelaciones entre los distintos elementos del *shadow banking* en Estados Unidos, y el número de agentes e interrelaciones involucrados es tan grande que solo una impresión de un metro por dos nos permitiría poder apreciar los detalles (curiosamente, es un gráfico cuyo mensaje principal está en que no se puede leer nada: así de complejo es ese sistema bancario en la sombra). Si quisiéramos ampliar el mismo e incluir otros elementos claves del sistema financiero internacional, esa complejidad sería aún mayor.

IV. CONCLUSIONES

El objeto del presente artículo no es criticar las políticas macroprudenciales, sino destacar su importancia clave de cara al futuro

si queremos prevenir crisis como la vivida en los últimos años, pero recordando también las dificultades teóricas y prácticas de su puesta en marcha. El tono negativo ha de entenderse, pues, como una crítica constructiva que nos alerte de la necesidad de dedicar más recursos a su puesta en marcha con éxito. Este, al menos, era el propósito del autor que queda sometido, como es habitual, al mejor juicio del lector.

NOTAS

(1) «La rapidez y la violencia de la gigantesca tormenta que enturbió los mercados financieros y que causó terribles estragos en el sistema financiero internacional era casi inconcebible para quienes tenían que luchar contra ella. Las fuerzas incontrolables pusieron a todo el mundo financiero en riesgo, derribando la falsa sensación de seguridad que los participantes en el mercado y los reguladores habían desarrollado a lo largo de las últimas décadas. Aquellos que vieron caer el cielo —y yo me encuentro entre ellos—, ahora están dispuestos a creer que casi cualquier cosa espantosa puede suceder en los mercados financieros. Vivir bajo el paradigma del apocalipsis es un estado de cosas poco saludable, que sin duda es intolerable. Lo que se necesita ahora es lo que se ha denominado un cambio de régimen: la revisión fundamental de un sistema que se ha desestabilizado peligrosamente», SANIO (2010).

(2) «Contribuir a la salvaguardia de la estabilidad del sistema financiero en su conjunto reforzando incluso la capacidad de resistencia del sistema financiero y disminuyendo la acumulación de riesgos sistémicos, por lo que se garantiza una contribución sostenible del sector financiero al crecimiento económico» (ESRB).

(3) Véase CROCKETT (2001) y BORIO (2013) para una discusión más detallada de los orígenes conceptuales de la regulación macroprudencial.

(4) No deja de ser curioso que el gran promotor del concepto macroprudencial y de la estabilidad financiera, el BIS, nunca haya publicado un informe específico bajo el título de estabilidad financiera.

(5) Un buen número de jurisdicciones emergentes ya venían usando otros instrumentos, como los LTV (*Loan To Values*), de manera activa (por ejemplo, Hong Kong).

(6) En ROLDÁN y SAURINA (2014) se discuten estas cuestiones desde una óptica distinta.

(7) Siendo honestos, esas preocupaciones resultaban, en la mayor parte de los casos,

<p>parciales, en el sentido de que no existió una conexión analítica de todas las áreas de preocupación de las distintas autoridades nacionales y supranacionales: si hubiera existido, se hubiera podido vislumbrar con claridad la brutal tormenta financiera que se aproximaba.</p> <p>(8) Curiosamente, aunque España no era miembro del FSF, siempre hubo un español en sus filas, aunque fuera representando a un organismo internacional: Eudald Canadell, Manuel Conthe y Jaime Caruana, que asistieron representando a IOSCO, Banco Mundial y Comité de Basilea.</p> <p>(9) Para una revisión sucinta de los trabajos del FSB, véase «A Narrative Progress Report on Financial Reforms (report of the FSB to G20 leaders)». En solo nueve páginas ofrece una visión global tanto sobre lo hecho hasta ahora como sobre lo que queda por culminar.</p> <p>(10) Véanse SAURINA (2009) y TRUCHARTE y SAURINA (2013) para una discusión más detallada.</p> <p>(11) POZSAR <i>et al.</i> (2012).</p>	<p>(12) Aunque el término «sombra» puede parecer peyorativo e indicar algo malo, sucio o ilegal, tan solo se refiere a la intermediación del riesgo de crédito junto con transición de plazos (financiación a más corto plazo de ese riesgo crediticio) que ocurre fuera del sistema bancario sometido a regulación prudencial (a Basilea III en estos momentos).</p> <p>BIBLIOGRAFÍA</p> <p>BORIO, C. (2013), «Towards a Macroprudential Framework of Financial Regulation and Supervision». <i>BIS Working Papers</i>, número 128.</p> <p>CROCKETT, A. (2001), «Market Discipline and Financial Stability», <i>Financial Stability Review</i>, June, Bank of England.</p> <p>EUROPEAN SYSTEMIC RISK BOARD (ESRB): www.esrb.europa.eu</p> <p>FINANCIAL STABILITY BOARD (2013), «A Narrative Progress Report on Financial Reforms (report of the FSB to G20 leaders)», pu-</p>	<p>blicado el 5 de septiembre. Disponible en: www.financialstabilityboard.org</p> <p>FINANCIAL STABILITY OVERSIGHT COUNCIL: www.treasury.gov/initiatives/fsoc/Pages/home.aspx</p> <p>POZSAR, Z.; ADRAIN, T.; ASHCRAFT, A., y BOESKY, H. (2012), «Shadow Banking». Staff Reports, n.º 458, Federal Reserve Bank of New York.</p> <p>ROLDÁN, J.M., y SAURINA, J. (2013), «Regulación Macroprudencial», <i>Información Comercial Española</i>, 874: 91-100, septiembre-octubre 2013.</p> <p>SANIO, J. (2010), «Financial Regulation and Supervision». Audiencia pública en el Parlamento Europeo, organizada por el Special Committee on the Financial, Economic and Social Crisis, 25 de febrero de 2010, Bruselas.</p> <p>SAURINA, J. (2009), «Loan Loss Provisions in Spain. A Working Macroprudential Tool», <i>Revista de Estabilidad Financiera</i>, 17: 10-26.</p> <p>TRUCHARTE, C., y SAURINA, J. (2013), «Spanish Dynamic Provisioning: Main Numerical Features», <i>Revista de Estabilidad Financiera</i>, 25: 10-47.</p>
--	---	--

Resumen

La crisis financiera de 2007-2008 tuvo su origen en las economías avanzadas. Las economías emergentes se han visto profundamente afectadas y han recibido *shocks* muy sustanciales, entre ellos una entrada masiva de flujos de capital, derivada en parte de la aplicación de políticas monetarias no convencionales por parte de las economías avanzadas en respuesta a la recesión. Muchos países emergentes, conscientes de los riesgos, actuaron contracíclicamente bajo el supuesto de que, a pesar de la persistencia de la entrada de flujos de capital, existía un componente transitorio. En la actualidad, el ciclo monetario mundial está cambiando y se espera que las políticas monetarias de los países avanzados comiencen a endurecerse. La cuestión que se plantea es si las medidas adoptadas en la fase de bonanza en muchas economías emergentes habrán contenido suficientemente la formación de desequilibrios como para sustentar ahora un ajuste suave. La crisis financiera global ha puesto de manifiesto el elevado grado de interconexión entre los sistemas financieros de las economías avanzadas y emergentes. Por ello se han producido avances en el terreno de la cooperación monetaria internacional (canalizada principalmente a través del G-20). La nueva fase de normalización de las condiciones monetarias permitirá comprobar en qué medida esos avances han sido suficientes.

Palabras clave: economías emergentes, política monetaria, políticas macroprudenciales, *spillovers* internacionales, cooperación monetaria internacional.

Abstract

The 2007-2008 financial crisis originated in advanced economies, but emerging economies have been deeply affected by it and have received substantial shocks including a massive influx of capital, in part due to the implementation of unconventional monetary policies by advanced economies in response to the recession. Many emerging markets, aware of the risks involved, acted countercyclically under the assumption that, despite the persistence of capital influx, there was a transitory component to it. Currently, the global monetary cycle is changing, and the monetary policies of advanced economies are expected to begin toughening. The question that arises, then, is whether the measures taken during the boom in many emerging economies have sufficiently controlled the formation of imbalances so as to sustain a smooth adjustment. The global financial crisis has highlighted the high degree of interconnectedness between the financial systems of advanced and emerging economies. Due to this, there have been advances in the field of international monetary cooperation, which have mainly been channeled through the G-20. The new phase of normalization of monetary conditions will verify to what extent these developments have been sufficient.

Key words: Emerging economies, monetary policy, macroprudential policy, international spillovers, international monetary cooperation.

JEL Classification: E52, E58, F21, F42.

LAS POLÍTICAS MONETARIAS EN LOS PAÍSES EMERGENTES: SPILLOVERS INTERNACIONALES Y COOPERACIÓN MONETARIA INTERNACIONAL (*)

Sonsoles GALLEGO

Pilar L'HOTELLERIE-FALLOIS

Banco de España

I. INTRODUCCIÓN

La crisis financiera de 2007-2008 tuvo su origen en las economías avanzadas, que han tenido que introducir cambios importantes en la forma de conducir sus políticas monetarias, entre otros ajustes. Las economías emergentes —inicialmente más espectadoras que protagonistas— se han visto también profundamente afectadas por esos cambios y han recibido *shocks* muy sustanciales. Pero han afrontado esos impactos externos mejor preparadas que en el pasado.

Mirando hacia atrás, se observa una regularidad histórica asociada a liberalización financiera: los flujos de capital describen trayectorias en forma de «oleadas» (*surges*, según las denomina el FMI, 2007). Se trata de episodios prolongados de abundancia de capital que suelen coincidir con periodos de fuerte expansión del crédito y/o de aumento del precio de los activos, y que a menudo terminan abruptamente, en forma de crisis cambiarias, bancarias o incluso, aunque con menor frecuencia, en crisis soberanas.

En el caso de las economías emergentes, a lo largo de las cuatro últimas décadas pueden iden-

tificarse al menos tres episodios de grandes «oleadas»: una en los años setenta, que terminó con la crisis de la deuda externa latinoamericana; otra en los años noventa, que terminó con la crisis asiática, y una tercera de 2003 a 2007 que, tras la notable interrupción de 2008, se ha visto prolongada en una nueva fase, de 2009 a 2013, cuyo desenlace es aún incierto.

En principio, las economías que están en proceso de convergencia hacia estándares de vida más altos, como las emergentes, deberían atraer financiación exterior, dada la mayor rentabilidad del capital, y así complementar su ahorro doméstico, generar una mayor inversión y aumentar su productividad. Sin embargo, la experiencia de más de treinta años de liberalización financiera muestra que una intermediación financiera poco eficiente puede generar desequilibrios, burbujas o reversiones bruscas en los flujos de capital, que terminen siendo muy costosas en términos de caída del producto y de inestabilidad financiera.

En este sentido, la respuesta a la crisis financiera global de 2008 deparó algunas sorpresas. Una de ellas fue la capacidad de las economías emergentes para «resistir» frente a la recesión gene-

ralizada en las economías desarrolladas; en regiones como América Latina esto no había sucedido antes. Otro resultado inesperado, estrechamente relacionado, fue el rápido y masivo retorno de los flujos de capital hacia las economías emergentes pocos trimestres después de la caída de Lehman Brothers en septiembre de 2008, a la vez que los países avanzados intensificaban la aplicación de políticas monetarias ultraexpansivas. En otras circunstancias, dado el contexto recesivo global, hubiera cabido esperar un ascenso significativo de la aversión al riesgo y una fuerte preferencia por los activos considerados tradicionalmente de elevada calidad crediticia, en detrimento de activos como los emergentes, asociados con mayores niveles de riesgo.

De hecho, ya desde finales de 2009, se planteó como interrogante si la afluencia de flujos de capital hacia las economías emergentes se correspondía con la fortaleza de sus fundamentos macroeconómicos, que habían mejorado claramente tras la crisis de finales de los noventa, o si eran más bien factores «globales» —el descenso de los tipos de interés oficiales en Estados Unidos y en el resto de las economías avanzadas, junto con la extraordinaria expansión de la liquidez global— los causantes de la avalancha. En caso de ser esta segunda razón la causa principal, cabía poner en cuestión el carácter permanente de dichos flujos.

Desde el punto de vista de las economías emergentes, el retorno de los flujos de capital resultó positivo inicialmente, pues permitió la recomposición de las reservas, puso un suelo a la espiral bajista en los mercados financieros y actuó como factor dinamizador, facilitando el acceso a los

mercados. Sin embargo, también planteó una serie de retos, ya conocidos, para las políticas macroeconómicas, y una serie de riesgos para la estabilidad financiera, que ya habían aparecido antes de 2007 y que requirieron una adaptación importante de los marcos de política económica de muchos de estos países.

En particular, desde 2010 las políticas monetarias se enfrentaron al dilema derivado de la aparición de presiones inflacionistas (acompañadas de sobrevaloración de los precios de los activos), que exigían una mayor restricción monetaria. Al mismo tiempo, la entrada de flujos de capital presionaba hacia la apreciación cambiaria, lo que abogaba por una mayor laxitud para evitar, al menos, la entrada de flujos volátiles de corto plazo en busca de rentabilidades más elevadas. Además, esos flujos podían alimentar el crecimiento del crédito, acrecentando el dilema de política monetaria.

La reacción de las economías emergentes ante este dilema consistió en ampliar su abanico de medidas de política económica para mitigar los riesgos derivados de la entrada de capitales. La gestión de los tipos de cambio se hizo más flexible, se intensificó la acumulación de reservas y se redujeron los tipos de interés. En algunos casos, la política fiscal se hizo más restrictiva, se generalizó el uso de instrumentos macroprudenciales como complemento de la labor de la política monetaria y se liberalizaron parcialmente las salidas de capitales.

De hecho, la experiencia en la gestión de oleadas previas de flujos de capital, que terminaron generando crisis, hizo que en muchos países emergentes las autoridades económicas, cons-

cientes de los riesgos, actuaran contracíclicamente, dentro de ciertos márgenes. En la mayor parte de los casos, lo hicieron bajo el supuesto de que, a pesar de su persistencia, había un componente transitorio en la avalancha de flujos. El aspecto más problemático surgió después, cuando esta reacción inicial resultó insuficiente para hacer frente a la magnitud de los flujos recibidos, lo que llevó en ocasiones a justificar el establecimiento de controles a la entrada de capitales como medida de última instancia. Esta opción ha sido incluso aceptada por el FMI, como se recoge en el cuadro nº 2.

En la actualidad, el ciclo monetario mundial está cambiando y se espera que, de manera muy gradual, las políticas monetarias de los países avanzados comiencen a endurecerse, trasladando ese endurecimiento a las condiciones monetarias globales. La cuestión que se plantea ante este cambio es si las medidas «contracíclicas» adoptadas en la fase de bonanza por las autoridades de las economías emergentes habrán contenido suficientemente la formación de desequilibrios como para sustentar ahora un ajuste suave (sin recesión o crisis, y sin la necesidad de imponer controles a las salidas de capital) ante la inevitable normalización del ciclo monetario mundial. No cabe descartar, desde luego, que a pesar de la cautela con la que se aborda el inicio de la normalización puedan producirse reversiones bruscas de los flujos de capitales, aunque estas sean de carácter temporal y selectivo. De hecho, ya se han registrado episodios de este tipo entre mayo y agosto de 2013, y a comienzos de 2014.

En otra perspectiva, el fuerte impacto externo que ha supues-

to la afluencia de capitales internacionales asociados a las políticas monetarias expansivas que ejecutaron las economías avanzadas y el impacto que puede suponer la eventual retirada de esos capitales en la fase de normalización reflejan la intensidad que han alcanzado las interconexiones financieras a nivel global. En este contexto, las medidas de política monetaria adoptadas en unos países o grupos de países para afrontar sus propias dificultades internas pueden acabar teniendo consecuencias (*spillovers* o efectos derrame) importantes y no deseadas en países ajenos al problema inicial.

De hecho, también han surgido este tipo de externalidades entre las propias economías emergentes, derivadas, por ejemplo, de las medidas de gestión de los flujos de capitales adoptadas por las autoridades de grandes economías, como Brasil, que posiblemente hayan repercutido sobre las entradas en otras economías vecinas. Las dificultades encontradas por las autoridades de las economías emergentes para afrontar esos *shocks* externos y mantener su estabilidad macroeconómica y financiera apuntan a la necesidad de que existan mecanismos supranacionales de cooperación que apoyen a los países afectados por estos *shocks*.

En el contexto de la respuesta a la crisis financiera de 2008 se han producido avances en la cooperación internacional, que se han canalizado principalmente a través del G-20, que reúne a las principales economías avanzadas que estuvieron en el origen de la crisis y a las principales economías emergentes que han sufrido el impacto tanto de la

recesión como de las políticas aplicadas para hacerle frente. En el terreno de la cooperación monetaria, el G-20 ha servido básicamente de foro de discusión, comunicación y puesta en común de las preocupaciones, utilizando como instrumento más efectivo interpaíses (*peer pressure*) sin que haya existido una coordinación explícita de políticas, ni entre avanzados y emergentes, ni entre los propios emergentes.

En el terreno de la provisión de liquidez, frente a episodios de volatilidad de los flujos de capitales, se han producido algunos acuerdos significativos en el terreno bilateral (acuerdos *swap*) y en el multilateral (con el aumento de los recursos del FMI y el establecimiento de facilidades de aseguramiento). En qué medida estos esfuerzos han sido suficientes es un tema debatido y, en todo caso, será puesto a prueba en la fase de normalización que ahora comienza.

El resto de este artículo analiza con mayor detalle el impacto, las consecuencias y las reacciones de las economías emergentes frente a las políticas monetarias aplicadas en las economías avanzadas a raíz de la crisis (principalmente en sentido expansivo, dado que la fase de retirada de estímulos apenas se ha iniciado). En la sección II se describe el impacto sobre los flujos de capital y otras variables financieras y, en un recuadro, se repasa la literatura sobre *spillovers*. En la sección III se describe la reacción de políticas de los países emergentes, a través de diversos instrumentos, y en la sección IV se comentan los avances en cooperación internacional. La sección V incluye unas breves conclusiones.

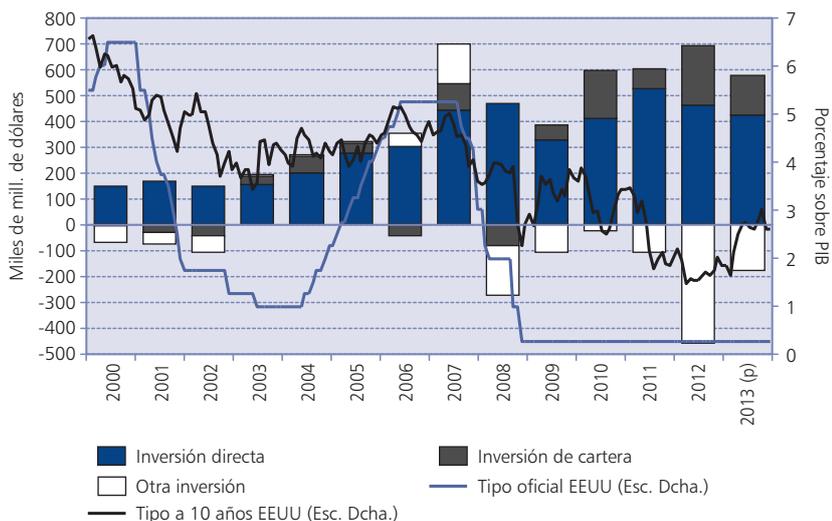
II. EL IMPACTO DE LAS POLÍTICAS MONETARIAS DE LOS PAÍSES INDUSTRIALIZADOS EN LOS MERCADOS FINANCIEROS DE LAS ECONOMÍAS EMERGENTES DURANTE LA CRISIS

En los cinco años transcurridos entre el inicio de la crisis financiera global, a finales de 2008, y el inicio de la reducción de los estímulos monetarios por parte de la Reserva Federal estadounidense, a finales de 2013, las economías emergentes (Asia, Latinoamérica y Europa del Este) recibieron flujos netos privados de capital cercanos a los 2 billones de dólares, en términos acumulados (gráfico 1): una cifra muy superior a la registrada en las últimas décadas, que incluso supera el volumen de los flujos netos recibidos acumulados durante el lustro de bonanza transcurrido entre 2003 y 2007 (1,7 billones de dólares) (1). Y ello a pesar de que inmediatamente después de la crisis de Lehman Brothers los flujos de entrada de capitales se contrajeron durante algunos trimestres.

Por otra parte, si se consideran conjuntamente el periodo de expansión de los flujos de capital de los últimos cinco años y el que tuvo lugar en los años de bonanza previos a la crisis, la duración total de esta «oleada» de flujos de capital hacia las economías emergentes supera los diez años, siendo esta la fase de expansión más larga de la historia reciente.

La breve pero intensa caída de los flujos de capital que se produjo al final de 2008 e inicio de 2009 agravó la recesión, también corta pero intensa, experimentada por muchas de las economías emergentes en esos

GRÁFICO 1
FLUJOS NETOS DE CAPITAL. ECONOMÍAS EMERGENTES (*)



Nota: (*) Compuesto por 154 países: Afganistán, Albania, Angola, Antigua y Barbuda, Arabia Saudí, Argelia, Argentina, Armenia, Azerbaiyán, Bahamas, Bahrein, Bangladesh, Barbados, Belice, Benín, Bielorrusia, Bolivia, Bosnia y Herzegovina, Botsuana, Brasil, Brunei Darussalam, Bulgaria, Burkina Faso, Burundi, Bután, Cabo Verde, Camboya, Camerún, Colombia, Comoras, Costa de Marfil, Costa Rica, Croacia, Chad, Chile, China, Dominica, Ecuador, Egipto, El Salvador, Emiratos Árabes Unidos, Eritrea, Etiopía, Ex República Yugoslava de Macedonia, Filipinas, Fiyi, Gabón, Gambia, Georgia, Ghana, Granada, Guatemala, Guinea Ecuatorial, Guinea, Guinea-Bissau, Guyana, Haití, Honduras, Hungría, India, Indonesia, Irak, Irán, Islas Marshall, Islas Salomón, Jamaica, Jordania, Kazajistán, Kenia, Kirguistán, Kiribati, Kosovo, Kuwait, Lesoto, Letonia, Líbano, Liberia, Libia, Lituania, Madagascar, Malasia, Malawi, Maldivas, Mali, Marruecos, Mauricio, Mauritania, México, Micronesia, Moldavia, Mongolia, Montenegro, Mozambique, Myanmar, Namibia, Nepal, Nicaragua, Níger, Nigeria, Omán, Pakistán, Palaos, Panamá, Papúa Nueva Guinea, Paraguay, Perú, Polonia, Qatar, República Centroafricana, República del Congo, República Democrática del Congo, República Democrática Popular Lao, República Dominicana, Ruanda, Rumania, Rusia, Samoa, San Cristóbal y Nieves, San Vicente y las Granadinas, Santa Lucía, Santo Tomé y Príncipe, Senegal, Serbia, Seychelles, Sierra Leona, Siria, Sri Lanka, Suazilandia, Sudáfrica, Sudán del Sur, Sudán, Surinam, Tailandia, Tanzania, Tayikistán, Timor-Leste, Togo, Tonga, Trinidad y Tobago, Túnez, Turkmenistán, Turquía, Tuvalu, Ucrania, Uganda, Uruguay, Uzbekistán, Vanuatu, Venezuela, Vietnam, Yemen, Yibuti, Zambia y Zimbabue.

Fuente: FMI (2013b).

económicas monetarias y fiscales contracíclicas (en muchos casos, por primera vez), como a la abundante liquidez que llegó a los mercados financieros con la aplicación de políticas monetarias muy expansivas en las economías industrializadas (2). Otros determinantes globales clave en el ciclo expansivo en las economías emergentes fueron el elevado crecimiento de China y su impacto alcista sobre el precio de las materias primas.

La recuperación de los flujos de capital en América Latina y Asia fue muy clara. Ya en 2010, los flujos se situaron en niveles en torno al 3,5-4 por 100 del PIB regional (gráficos 3 y 4). En Europa del Este, los flujos alcanzaron el 4,5 por 100 del PIB en 2010, pero quedaron muy por debajo de la media de las entradas recibidas en los años previos a la crisis (gráfico 5).

Un elemento interesante es discernir qué tipología de flujos de capital fue la que retornó a las economías emergentes tras 2008. Tanto a nivel agregado como para cada región, específicamente, se observó un aumento mayor y más rápido de los flujos de cartera (bonos y acciones), es decir, aquellos en los que influye de forma más directa el nivel de los tipos de interés globales. En cambio, y como era de esperar, la inversión extranjera directa mostró un comportamiento más estable y tendió a recuperarse con retraso. Finalmente, los flujos relacionados con «otra inversión» (fundamentalmente, flujos bancarios internacionales) registraron caídas, coherentes con los procesos de desapalancamiento bancario, a nivel global.

Los datos procedentes de encuestas micro (3) permiten ilus-

trimestres. Sin duda, esa caída del producto, asociada al mayor *shock* global experimentado por la economía mundial desde los años treinta, era esperable. El aspecto más destacable y sorprendente fue más bien la rápida y robusta recuperación experimentada posteriormente por esas economías, a diferencia de lo sucedido en las economías industrializadas, en las que la recuperación tardó más de cuatro años en llegar. De hecho, en 2010 Asia emergente lideraba la

expansión de la economía mundial con una tasa de crecimiento media del PIB del 9,8 por 100, América Latina había recuperado tasas de crecimiento del 6 por 100 y Europa del Este del 4,6 por 100, tras la breve recesión de 2009 (gráfico 2).

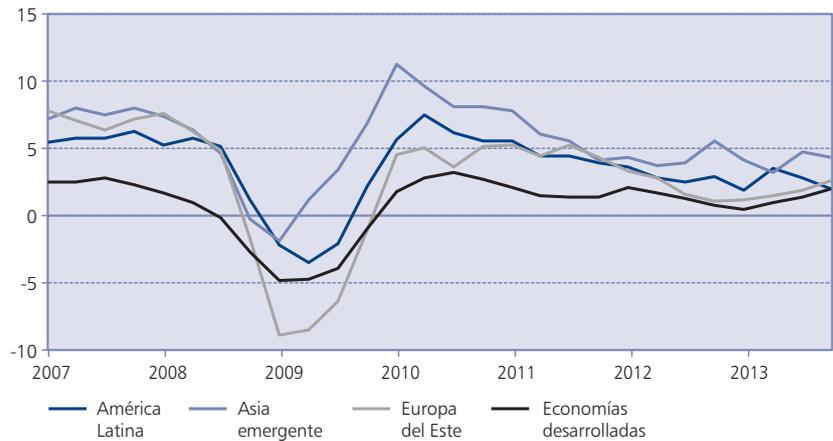
Este comportamiento inesperadamente positivo de las economías emergentes cabe asociarlo tanto a la solidez de sus fundamentos macroeconómicos y a su capacidad para hacer políticas

trar el impacto temporal que han tenido las diferentes medidas de tipo cuantitativo sobre los flujos netos acumulados en activos de renta fija y renta variable de economías emergentes, impacto que en ocasiones ha sido muy significativo. En el gráfico 6 se compara el impacto de los programas de *quantitative easing* de la Reserva federal (QE1 y QE2) y de las subastas a largo plazo del BCE (LTRO) con el impacto provocado por la comunicación realizada por la Reserva Federal, en mayo de 2013, de que estaba considerando el inicio de la retirada gradual del impulso monetario, una muestra del efecto que podría tener la normalización de las condiciones monetarias.

La afluencia de flujos de capitales entre 2009 y finales de 2011 provocó apreciaciones significativas de los tipos de cambio en buena parte de América Latina y Asia (gráficos 7 y 8). En América Latina, los tipos de cambio frente al dólar de las monedas de Chile y Colombia recuperaron niveles parecidos a los anteriores a la crisis en el transcurso de 2011, lo que supuso una apreciación de en torno al 30 por 100 desde el mínimo, mientras que el real brasileño se apreció por encima de los niveles previos (en torno a un 50 por 100 desde el mínimo).

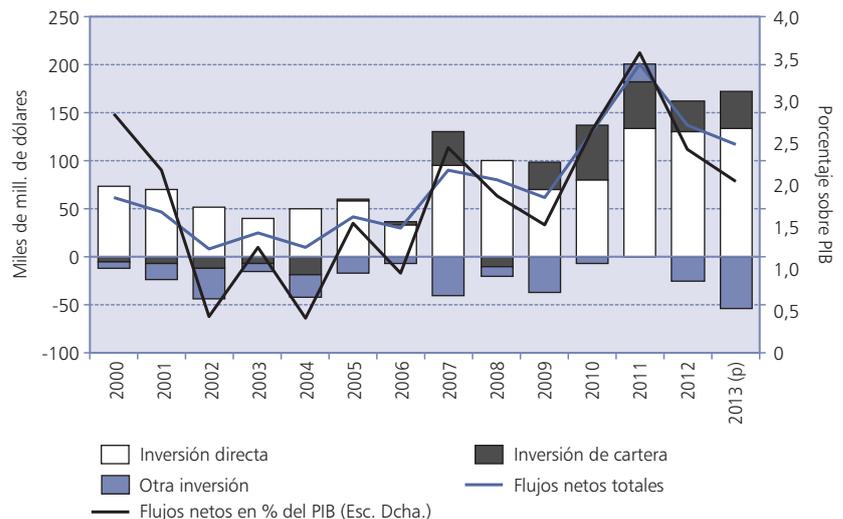
En Asia, los tipos de cambio también se recuperaron de la depreciación registrada a finales de 2008, aunque la tendencia a la apreciación frente al dólar fue por lo general más moderada que en América Latina, con la excepción del yuan chino, que se apreció de forma prácticamente constante a partir de 2010, y a finales de 2013 se situaba un 30 por 100 más apreciado que a comienzos de 2007. En contraste,

GRÁFICO 2
CRECIMIENTO DEL PIB
(Tasa interanual, en porcentaje)



Fuente: Datastream.

GRÁFICO 3
FLUJOS NETOS DE CAPITAL. AMÉRICA LATINA (*)



Nota: (*) Compuesto por 32 países: Antigua y Barbuda, Argentina, Bahamas, Barbados, Belice, Bolivia, Brasil, Colombia, Costa Rica, Chile, Dominica, Ecuador, El Salvador, Granada, Guatemala, Guyana, Haití, Honduras, Jamaica, México, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú, República Dominicana, San Cristóbal y Nieves, San Vicente y las Granadinas, Trinidad y Tobago, Uruguay y Venezuela.

Fuente: FMI (2013b).

RECUADRO 1

REVISIÓN DE LA LITERATURA SOBRE SPILLOVERS

Existe una amplia literatura que explica cómo los flujos de capital hacia las economías emergentes no vienen determinados únicamente, ni siquiera principalmente, por los fundamentos económicos de estas economías. Por el contrario, los factores de naturaleza global, como el tipo de interés sin riesgo de Estados Unidos, la liquidez global o el denominado —y difícil de definir— «apetito por el riesgo», tienen una importancia elevada (4).

En el contexto específico que aborda este artículo, referido a los últimos cinco años y a los efectos internacionales de las políticas monetarias aplicadas por las economías industrializadas, puede pensarse, al menos, en cuatro canales por los cuales la expansión cuantitativa puede ocasionar efectos «derrame» (*spillover effects*) sobre las economías emergentes. En primer lugar, el canal de «reasignación de cartera», por el cual las compras de bonos del Estado por parte de un banco central, en este caso la Reserva Federal americana, al reducir su prima por plazo, aumentan la demanda y el rendimiento obtenido en activos con mayor riesgo, como son los bonos de las economías emergentes. En segundo lugar, el canal «señalización», por el cual el mero anuncio por parte de la Reserva Federal transmite al mercado una idea sobre la situación de la economía y la senda futura de tipos de interés que, en la medida en que indique que los tipos de interés en dólares van a seguir cercanos al cero durante mucho tiempo, puede incentivar la adquisición de activos con mayor riesgo, por su diferencial de rentabilidad y la reducida probabilidad de sufrir pérdidas de capital por la elevación de los tipos de interés. El tercer canal sería el del aumento de la liquidez en el mercado y consiguiente reducción de la prima de riesgo, derivado de la existencia de un comprador principal. Y el cuarto, los efectos «confianza». Aunque la literatura que evalúa específicamente la incidencia de cada uno de estos posibles canales sobre los flujos financieros hacia economías emergentes es limitada, hay algunos estudios que aportan evidencia sobre efectos derrame (5).

En este sentido, el Fondo Monetario Internacional (FMI, 2010) estima que un 60 por 100 del aumento de los flujos de capital hacia las economías emergentes de 2009 a 2013 se explica por los llamados factores globales o *push factors*, incluidas las diversas rondas de expansión cuantitativa, cada una de ellas con un impacto decreciente. Se estima un modelo con el que se simula el impacto de una retirada ordenada de los estímulos monetarios en Estados Unidos y obtienen una moderada reducción de los flujos de capital hacia las economías emergentes. Sin embargo, escenarios más extremos de anticipación de la elevación de los tipos de interés, con cambios abruptos de su nivel, provocan efectos más sustanciales, de forma que la reducción de los flujos de capital hacia las economías emergentes alcanzaría entre un 30 y un 50 por 100.

Análisis posteriores del FMI (FMI, 2013) muestran que, tras años de políticas monetarias extraordinariamente acomodaticias en Estados Unidos, los flujos de capital hacia los mercados de bonos emergentes habrían alcanzado a finales de 2013 niveles que superan su tendencia estructural de largo plazo en más de 450.000 millones de dólares (350.000 millones de dólares si se corrigen efectos de valoración). Ello abre un interrogante sobre el impacto del proceso de normalización monetaria, si en ese contexto los flujos terminarían revirtiendo a su media de largo plazo.

Marco lo Duca *et al.* (2013) investigan el impacto de las sucesivas rondas de expansión cuantitativa en Estados Unidos sobre la emisión global de bonos corporativos, para concluir que tuvieron un impacto al alza importante sobre la emisión de bonos, incluso controlando por posibles efectos de sustitución entre préstamos bancarios y bonos, especialmente en el caso de emisores de economías emergentes. En concreto, cuantifican que, sin las medidas de expansión cuantitativa, la emisión de bonos corporativos de las economías emergentes se habría situado en torno a la mitad del volumen emitido entre 2009 y 2013, y especifican además que el principal canal de transmisión es a través de lo que denominan efectos «flujo» (las propias compras de activos por parte de la Reserva Federal) más que a través de efectos «stock», es decir, de la reducción de los tipos de interés y de las primas de riesgo.

Por su parte, Fraztscher *et al.* (2013) muestran empíricamente que tanto los «anuncios» como las operaciones efectivas que implicaron cada una de las expansiones cuantitativas tuvieron impacto en los mercados a través, principalmente, del canal de reasignación de carteras. Específicamente, el llamado QE2 de 2010 funcionó al reasignar carteras hacia activos de otros países. Una conclusión del trabajo es que, aunque el impacto acumulado de las medidas de la Reserva Federal logra explicar solo una parte de los flujos de capital a las economías emergentes, el principal efecto fue aumentar su prociclicidad. En cambio, no encuentran evidencia firme de que las medidas de política cambiaria o las orientadas a cerrar la cuenta de capital por parte de los países emergentes fueran efectivas, en general, a la hora de aislar a sus economías de los efectos derrame. (En este sentido, los autores argumentan que la efectividad de las medidas adoptadas fue mayor en los países con menor riesgo país: en principio, aquellos con fundamentos más sólidos y mayor credibilidad en sus políticas).

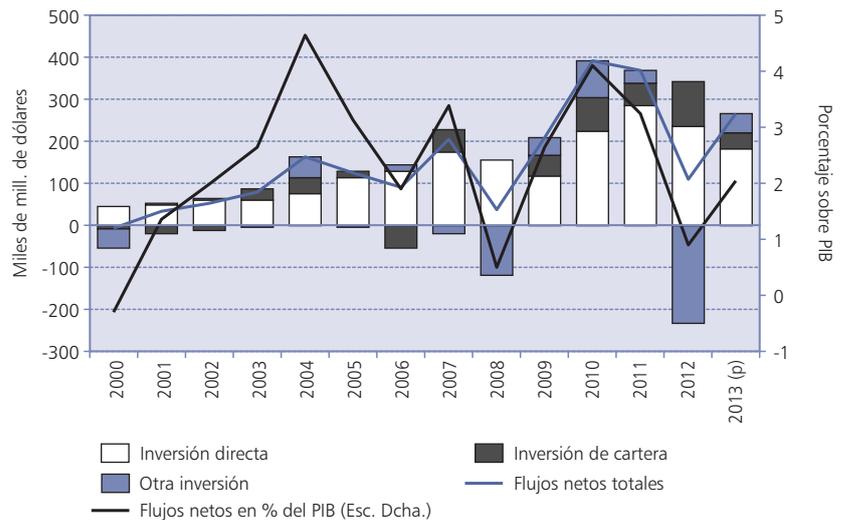
Otros estudios —por ejemplo, Chinn (2013)— concluyen con un mayor escepticismo en cuanto a la influencia de las expansiones cuantitativas sobre los flujos de capital a emergentes. En conclusión, aunque la correlación observada entre las diferentes rondas de estímulo cuantitativo en Estados Unidos y la recuperación de los flujos de capital sugiere la existencia de efectos derrame, probar la causalidad exige análisis mucho más cuidadosos. Esa causalidad se establece con mayor claridad en el caso del QE2 (6).

los tipos de cambio de otras economías emergentes, como Turquía o Rusia, nunca llegaron a apreciarse hasta los niveles previos a la crisis. En paralelo, entre comienzos de 2009 y mediados de 2011 se produjo una intensa compresión de los diferenciales soberanos, generalizada en las tres áreas emergentes, aunque más intensa en Asia y Europa del Este, que revirtió prácticamente por completo la ampliación ocurrida durante la crisis (gráfico 9). Finalmente, los índices bursátiles describieron una trayectoria similar, con una fuerte recuperación entre 2009 y 2011 y una estabilización posterior, hasta comienzos de 2013 (gráfico 10).

III. LA REACCIÓN DE LAS POLÍTICAS MONETARIAS EN LOS PAÍSES EMERGENTES

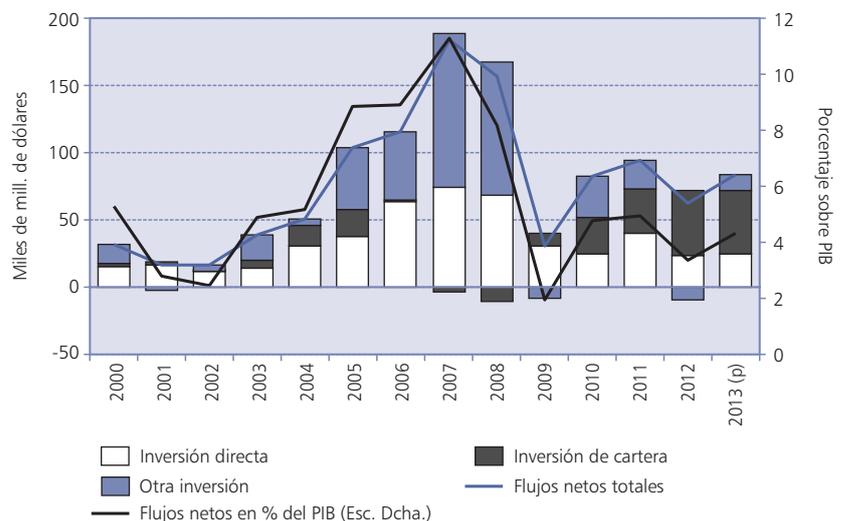
Como se mencionaba en la introducción, las autoridades monetarias de las economías emergentes afrontaron la expansión monetaria instrumentada por los bancos centrales de los países avanzados tras la crisis de Lehman, y la llegada masiva de flujos de capital que supuso, desde la mayor solidez de los marcos de política monetaria adoptados tras las crisis de los años noventa y los años 2000. Estos mejores fundamentos e instituciones —regímenes con objetivos de inflación más creíbles, tipos de cambio más flexibles, menor endeudamiento en moneda extranjera y menores descaldes de moneda— les permitieron desplegar una serie de medidas que se repasan con cierto detalle a continuación, con especial énfasis en Latinoamérica y, en menor medida, en Asia. Para facilitar el análisis se distinguen tres grupos de políticas (7):

GRÁFICO 4
FLUJOS NETOS DE CAPITAL. ASIA EMERGENTE (*)



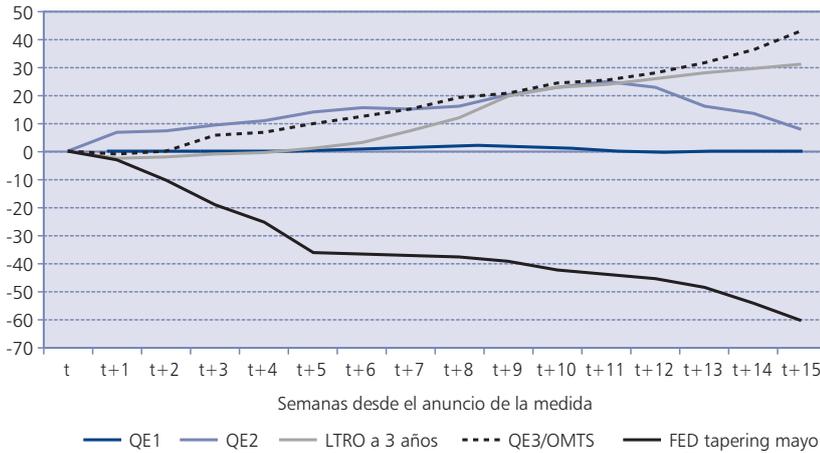
Nota: (*) Compuesto por 29 países: Bangladesh, Bután, Brunei Darussalam, Camboya, China, Filipinas, Fiji, India, Indonesia, Islas Marshall, Islas Salomón, Kiribati, Malasia, Maldivas, Micronesia, Mongolia, Myanmar, Nepal, Palaos, Papúa Nueva Guinea, República Democrática Popular Lao, Samoa, Sri Lanka, Tailandia, Timor-Leste, Tonga, Tuvalu, Vanuatu y Vietnam.
Fuente: FMI (2013b).

GRÁFICO 5
FLUJOS NETOS DE CAPITAL. EUROPA DEL ESTE (*)



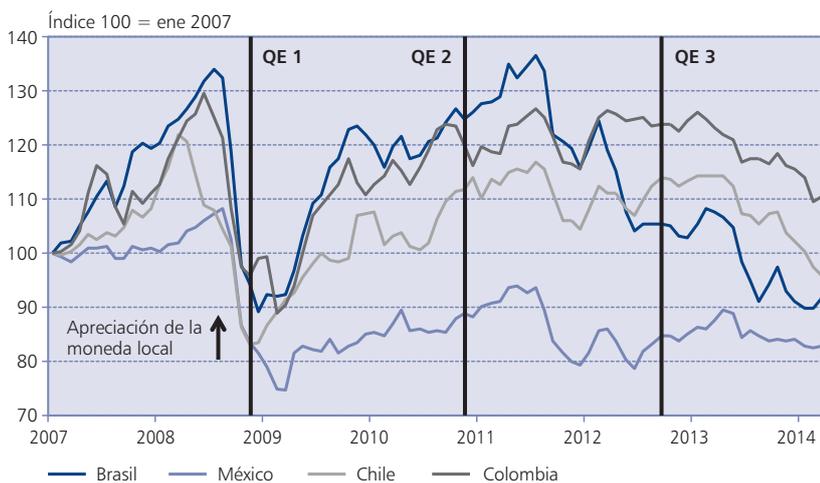
Nota: (*) Compuesto por 14 países: Albania, Bosnia y Herzegovina, Bulgaria, Croacia, Hungría, Kosovo, Letonia, Lituania, Ex República Yugoslava de Macedonia, Montenegro, Polonia, Rumania, Serbia y Turquía.
Fuente: FMI (2013b).

GRÁFICO 6
FLUJOS NETOS ACUMULADOS DE CAPITALES A FONDOS DE ECONOMÍAS EMERGENTES (RENTA FIJA + RENTA VARIABLE)
(Miles de millones de dólares)



Nota: Expansión cuantitativa, OMT = Operaciones monetarias de compraventa.
 Fuente: Banco de España.

GRÁFICO 7
TIPOS DE CAMBIO FRENTE AL DÓLAR. AMÉRICA LATINA



Nota: QE = Expansión cuantitativa.
 Fuente: Datastream.

— La política de tipo de cambio y la gestión de las reservas internacionales.

— La política monetaria y los tipos de interés.

— Los controles de capital y las políticas macroprudenciales.

1. La política de tipo de cambio y la gestión de las reservas internacionales

Un rasgo común en la reacción de las políticas de la mayoría de las economías emergentes, tanto en Asia como en América Latina, una vez superados los peores momentos de la crisis entre finales de 2008 y principios de 2009, fue la decisión de continuar acumulando reservas internacionales de divisas. Dicha acumulación permitió la recomposición de los niveles de reservas que habían sido empleados durante la crisis para sostener los tipos de cambio y, posteriormente, su amplia superación, en paralelo con la recuperación de los flujos financieros. El aumento ha sido muy superior al ritmo de acumulación de reservas de las últimas décadas. En América Latina, se acumularon en ese periodo más de 300.000 millones de dólares, superando los 800.000 millones, una tendencia que se extendió también a los países exportadores de petróleo y a Asia emergente. En China, las reservas internacionales de divisas prácticamente se duplicaron entre 2008 y 2013 (alcanzando casi 4 billones de dólares), un aumento que ha obedecido más a motivos mercantilistas y de gestión del tipo de cambio que a razones de autoaseguramiento.

Aunque, en general, se reconoce que la acumulación de reservas es un mecanismo de

aseguramiento que puede ser poco eficiente y que genera distorsiones, tiene la gran ventaja de la autonomía respecto a su uso. Los países emergentes han constatado que durante una crisis el volumen de reservas necesario para dar confianza y evitar una huida de capitales es mucho mayor de lo que indicaban las ratios de idoneidad que se han venido utilizando habitualmente, y que es necesario mantener márgenes muy amplios (incluso para reemplazar por completo la financiación exterior durante un tiempo). Además, la acumulación de reservas ha sido resultado también de acciones orientadas a moderar la excesiva volatilidad (y/o la excesiva apreciación) del tipo de cambio, algo que no puede conseguirse con el recurso a otros mecanismos de aseguramiento, como las líneas del FMI.

A mediados de 2012, las reservas de divisas de Brasil, México, Chile, Colombia y Perú se situaban en niveles que doblaban los anteriores a la crisis, resultado de una recuperación de las inversiones brutas de no residentes por más de 250.000 millones de dólares (el 5/7 por 100 del PIB agregado de los cinco países) y descontando inversiones de los residentes en el exterior por 160 mm. de dólares (8). Estos niveles de reservas están muy por encima de lo indicado por las ratios de idoneidad tradicionales, como la proporción sobre importaciones y sobre deuda externa a corto plazo, o incluso ratios más exigentes medidas sobre la oferta monetaria.

Sin embargo, la acumulación de reservas no fue suficiente para impedir que entre los años 2009 y 2011 se produjera una fuerte presión hacia la apreciación de los tipos de cambio, como resultado entre otros factores de unas perspectivas de crecimiento favo-

GRÁFICO 8
TIPOS DE CAMBIO FRENTE AL DÓLAR. ASIA EMERGENTE

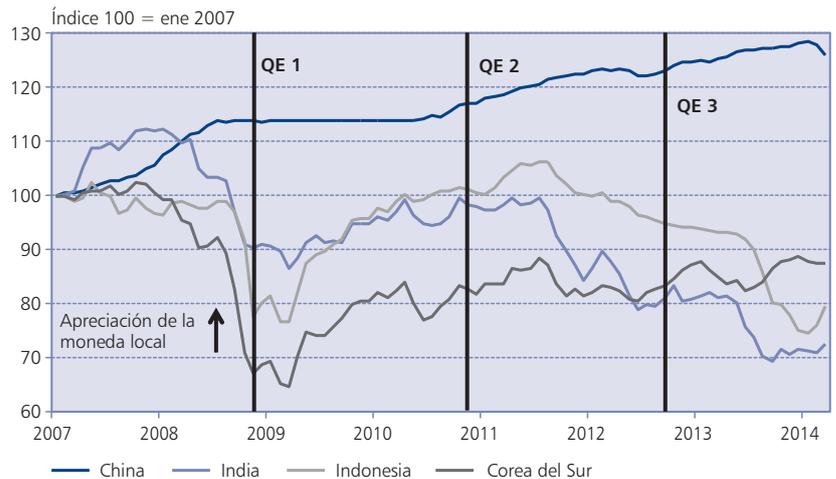


GRÁFICO 9
DIFERENCIALES SOBERANOS EN ECONOMÍAS EMERGENTES Y TIPO A 10 AÑOS DE ESTADOS UNIDOS

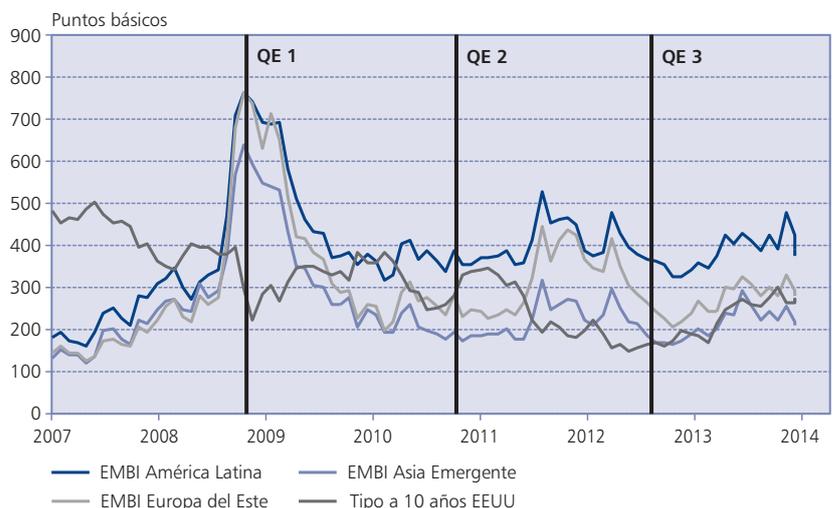


GRÁFICO 10
BOLSAS. ÍNDICES EN MONEDA LOCAL. ECONOMÍAS EMERGENTES



Fuente: Datastream.

rables asociadas al elevado precio de las materias primas. El caso más significativo en Latinoamérica es Brasil. Desde mediados de 2009, la economía brasileña registró una entrada neta de capitales elevada, que a mediados de 2011 alcanzó un máximo de 125.000 millones de dólares, el 5 por 100 del PIB, superando el nivel previo a la crisis. El auge se materializó principalmente en un aumento de los flujos de inversión de cartera, que llegaron a situarse en un 2 por 100 del PIB. Entre principios de 2009 y mediados de 2011, el real brasileño se apreció en más de un 40 por 100 frente al dólar, superando el máximo anterior a la crisis, a pesar de que el Banco Central de Brasil acumuló más de 130.000 millones de dólares en reservas.

En Chile, Perú y Colombia, economías eminentemente exportadoras de materias primas y menos diversificadas que la brasileña, la apreciación del tipo de

cambio a partir de 2009 estuvo ligada, en parte, a la mejora del saldo de la cuenta corriente por el aumento de los términos de intercambio. Esta evolución estuvo acompañada por un fuerte incremento de las entradas netas de capitales a lo largo de 2011, que empezaron a concentrarse en inversiones de cartera y préstamos exteriores, alcanzando valores muy elevados en Chile (8,2 por 100 del PIB), Colombia (4,5 por 100 del PIB) y Perú (9,1 por 100 del PIB). Como consecuencia de ello, hasta 2011 el peso chileno se apreció un 27 por 100, el peso colombiano un 20 por 100 y el sol peruano un 13 por 100. La reacción de las políticas cambiarias de los distintos países no fue homogénea. Mientras en Colombia y Perú se intensificó la acumulación de reservas, en Chile el banco central solo intervino ocasionalmente en el mercado de divisas (a lo que debió de contribuir la existencia de un amplio fondo de riqueza soberano),

y se liberalizaron las salidas de capitales.

México se enfrentó a una situación diferente y, en cierto modo, menos exigente en la gestión de la entrada de flujos de capital, puesto que sus perspectivas económicas estuvieron ligadas más directamente a las de Estados Unidos, dada su elevada integración comercial y financiera con ese país. En esos años, el tipo de cambio del peso mexicano se apreció mucho menos que el resto de las divisas de la región (en torno a un 8 por 100), en un contexto de reducción del déficit corriente y moderadas entradas netas de capitales en forma de inversión directa, principalmente (0,2 por 100 del PIB a finales de 2009), y la acumulación de reservas fue menor.

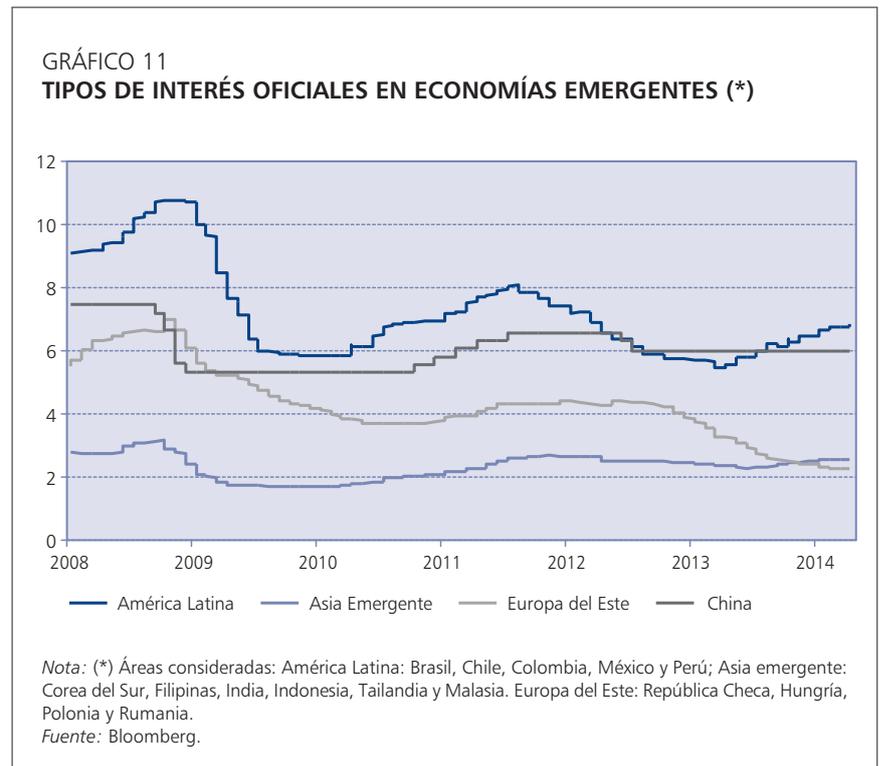
En Asia, la acumulación de reservas no evitó que la tendencia general de los tipos de cambio fuera hacia la apreciación. En general, la respuesta en términos de acumulación de reservas en ambas regiones puede ser interpretada como indicativa de que los bancos centrales otorgaban un cierto carácter temporal en las entradas de flujos de capital, razón por la cual, a pesar de la prevalencia de regímenes de tipo de cambio flexibles, solo toleraron en parte la apreciación de los tipos de cambio. En lugar de acomodar la entrada de flujos de capital y permitir que el mercado determinara el nivel del tipo de cambio (más apreciado, con toda probabilidad), invirtieron en acumulación de reservas.

2. La política monetaria y los tipos de interés

En paralelo con el retorno de los flujos de capital, la rápida recuperación del crecimiento en las economías emergentes en 2010

vino acompañada de la aparición de desequilibrios macroeconómicos (inflación, crecimiento del crédito, síntomas de sobrecalentamiento en los precios de los activos) (9), que propició un endurecimiento gradual de las políticas monetarias y llevó a revertir el fuerte descenso de los tipos de interés oficiales instrumentado entre finales de 2008 y 2009, a raíz de la crisis (gráfico 11). Así, en América Latina todos los países con objetivos de inflación, con la excepción de México, elevaron sus tipos de interés. En Brasil, la elevación de los tipos de interés oficiales fue de más de 4 puntos porcentuales, lo que realimentó las expectativas de apreciación del tipo de cambio, a pesar de ser una elevación moderada en términos históricos. También en Asia la inesperada fortaleza de la recuperación exigió el endurecimiento en las políticas monetarias desde principios de 2010. Ello permite hablar de cierto grado de sincronización en los ciclos monetarios de dos regiones, Asia y América Latina, muy diferentes entre sí.

No obstante, la elevación de los tipos de interés oficiales se vio fuertemente condicionada por la tendencia a la apreciación de los tipos de cambio. Así, el temor a una mayor apreciación y a sus consecuencias para la competitividad exterior y la estabilidad financiera hizo que los bancos centrales fueran reacios a subir los tipos de interés con anticipación o que lo hicieran limitadamente, lo que *a posteriori* pudo traducirse en mayor inflación. De hecho, el Banco Internacional de Pagos (BIS, 2014) y el FMI (FMI, 2010) estiman que los tipos de interés oficiales de las economías emergentes se situaron en los años de mayor afluencia de flujos de capital entre 75 y 150 puntos



básicos por debajo de lo que hubiera indicado una regla de Taylor con brecha de producto cerrada e inflación estable en el objetivo.

Un segundo reto para las políticas monetarias fue la preocupación por la estabilidad financiera, asociada al fuerte crecimiento del crédito, en unos países, y a la posible sobrevaloración de los precios de los activos, en otros. Dada la restricción que imponía la afluencia de flujos de capital para la política monetaria, y su posible falta de eficacia para resolver problemas de sobrevaloración en sectores específicos, varios países emergentes complementaron la gestión tradicional de sus políticas monetarias (vía tipos de interés) con el uso de medidas macroprudenciales (10). Este enfoque supone probablemente el principal cambio en la gestión de las políticas monetarias en los países emergentes en la última década.

3. Los controles de capital y las medidas macroprudenciales

Así como la transición desde regímenes de tipo de cambio fijo a regímenes de tipo de cambio flexible y hacia esquemas de objetivos de inflación fueron los principales cambios en las políticas monetarias tras la crisis asiática (11), posiblemente el principal giro tras la crisis financiera global ha sido la generalización del uso de instrumentos macroprudenciales, medidas de gestión de los flujos de capital e incluso el uso puntual de controles de capital a los flujos de entrada (cuadros n.ºs 1 y 2). En América Latina, las medidas estuvieron orientadas principalmente a mitigar la presión que ejercía la entrada de los flujos de capital y el riesgo de sobrevaloración cambiaria. En Asia, habiéndose tomado algunas medidas en el ámbito de la gestión de los flujos de capital, el foco parece haber estado más en la prevención de la

CUADRO N.º 1

ALGUNAS MEDIDAS DE GESTIÓN DE LOS FLUJOS DE CAPITAL (ASIA Y AMÉRICA LATINA)

INSTRUMENTO	PAÍS	OBJETIVO
Límites a la posición en divisas del sistema bancario y de las empresas	Corea	Reducción del endeudamiento externo
Techo al tipo de interés del endeudamiento en divisas	India	Limitación del endeudamiento en moneda extranjera
Periodo mínimo de tenencia de las letras del banco central	Indonesia	Mitigación de la volatilidad de los flujos de corto plazo
Liberalización parcial de la salida de flujos de capital	Malasia, Filipinas, Tailandia	Compensación de la presión a la apreciación del tipo de cambio
Aumento de coeficientes de reserva en moneda extranjera	Indonesia, Perú	Reducción de incentivos de los bancos a intermediar capitales de corto plazo
Retención sobre el pago de cupón de los bonos del Estado	Tailandia, Corea	Moderación de la entrada de flujos de corto plazo
Impuesto a las transacciones financieras con el exterior	Brasil	Limitación de la entrada de flujos de cartera y deuda y encarecer el endeudamiento en divisas
Límites a la posición en divisas	Brasil, India, Malasia	Limitación del riesgo de tipo de cambio

Fuentes: IMF Regional Economic Outlook: Asia and Pacific (2011); Medina y Roldos (2014), y elaboración propia.

CUADRO N.º 2

ALGUNAS MEDIDAS MACROPRUDENCIALES (ASIA Y AMÉRICA LATINA)

INSTRUMENTO	PAÍS	OBJETIVO
Ratios LTV	Hong Kong, Corea, Singapur, China, Indonesia, Malasia, Filipinas, Tailandia	Limitación del endeudamiento hipotecario
Impuesto de transmisiones patrimoniales	China	Limitación de la especulación en el mercado inmobiliario
Coefficientes de caja bancarios	Brasil, Perú, Colombia, Turquía, China, India	Limitación de la liquidez en moneda local y el crédito
Provisiones anticíclicas	China, India, Colombia, Perú	Limitación a la prociclicidad del crédito
Requerimientos de capital	India, Malasia	Limitación de la asunción de riesgos por el sistema bancario

Fuentes: IMF Regional Economic Outlook: Asia and Pacific (abril 2010); Medina y Roldos (2014); Morgan (2013), y elaboración propia.

sobrevaloración en los precios de los activos, principalmente reales, y del excesivo crecimiento del crédito (véanse, entre otros, FMI, 2013; Zhang y Zoli, 2014).

De hecho, a partir de 2010, varios países de América Latina

complementaron la elevación de los tipos de interés oficiales con subidas en los encajes bancarios (con el objeto de reducir la liquidez), mayores requerimientos de capital a las entidades financieras y controles de capitales a la entrada de flujos financieros. Entre

estos últimos, destaca el impuesto de transacciones financieras con el exterior de Brasil (un control de capital vía precios), que llegó a elevarse sucesivamente del 2 al 6 por 100 para prevenir una excesiva entrada de capitales en busca del amplio diferencial

de intereses existente entre el real brasileño y el dólar, y para desincentivar el endeudamiento de los residentes en moneda extranjera.

En parte como consecuencia de dicho control, y también, probablemente, del inicio del ciclo de descenso del tipo de interés ante la aparición de signos de agotamiento de la actividad, las entradas netas de capitales a Brasil fueron reduciéndose progresivamente desde mediados de 2011, situándose a finales de 2012 en 74.600 millones de dólares (3,5 por 100 del PIB). Especialmente destacable fue la disminución de las entradas de inversión de cartera, que se redujeron a menos de 20.000 millones de dólares desde el primer trimestre de 2012. Desde esa fecha, se ha producido una completa reversión de la apreciación previa del tipo de cambio (una depreciación del 40 por 100), una moderación muy significativa del ritmo de acumulación de reservas y la desaparición de los dilemas de política monetaria que habían condicionado la gestión macroeconómica en 2010 y 2011. Ello permitió la reducción progresiva del impuesto de operaciones financieras con el exterior, hasta su completa eliminación a comienzos de 2013, y de varias de las medidas macroprudenciales impuestas previamente (12).

Otros países como Perú pusieron en práctica diversas medidas macroprudenciales para limitar los riesgos para la estabilidad financiera derivados de la intensa entrada de capitales. Entre ellos, se aumentaron sucesivamente los encajes bancarios en moneda local y moneda extranjera, se aplicaron limitaciones a las posiciones en moneda extranjera y se liberalizaron de los límites a la salida de capitales. Ni Chile ni

Colombia utilizaron medidas de restricción a los flujos del exterior para gestionar las entradas de capital.

Por su parte, los países asiáticos recurrieron a un amplio número de medidas de carácter macroprudencial destinadas también a complementar la acción de la política monetaria, orientadas en su mayoría a mitigar los riesgos para la estabilidad financiera que podían representar unos mercados inmobiliarios con fuertes presiones alcistas en sus precios (FMI *Asia Regional Economic Outlook*, 2013). Corea limitó la financiación exterior en dólares por parte del sistema bancario y de las empresas. India puso límites a los tipos de interés para desincentivar la entrada de capitales a corto plazo buscando el diferencial de tipos de interés frente al dólar. Indonesia disuadió los flujos de capital a corto plazo a través de la exigencia de periodos temporales mínimos de tenencia de valores a los inversores extranjeros, o de la aplicación de retenciones sobre las compras de deuda pública (algo que también hicieron Tailandia o Corea). Varios países tomaron medidas de liberalización de los flujos de salida. La aplicación de ratios de préstamo exigentes sobre el valor de la vivienda en la concesión de préstamos hipotecarios fue relativamente generalizada. En este mismo sentido, países como China, Hong Kong o Singapur impusieron también límites al servicio de la deuda sobre renta disponible. Otras medidas para frenar el crecimiento del crédito fueron el endurecimiento de las provisiones en India, o la elevación de los coeficientes de caja en China o India.

Es difícil valorar si las medidas adoptadas para contener la apreciación del tipo de cambio en

algunos países, incluidos los controles de capital, han sido eficaces. Brasil consiguió revertir la intensa apreciación del real ocurrida tras la crisis y moderar el crecimiento del crédito privado. Sin embargo, en qué medida ello pueda atribuirse directamente a la utilización de medidas macroprudenciales y controles de capital es incierto. Baumann y Gallagher (2012) avalan una respuesta positiva; además, muestran que los controles en Brasil contribuyeron a desplazar los flujos de capitales hacia inversiones a más largo plazo.

Además, la introducción y retirada de los controles de capital en Brasil podría haber tenido efectos *spillover* en otros países. Forbes *et al.* (2011) encuentran que la imposición de controles en Brasil provocó cambios en las carteras de los inversores, con una reducción del peso de Brasil, y de otros países que, si bien no habían establecido controles, se consideraban proclives a imponerlos. Lambert *et al.* (2011) encuentran el mismo tipo de efecto y argumentan que la subida del impuesto de transacciones en Brasil explica gran parte del aumento de las entradas de cartera en México en el periodo subsiguiente, lo que sugiere la existencia de efectos desplazamiento y *spillovers* financieros dentro de la región.

En Asia, la percepción de las autoridades sobre las medidas adoptadas es en general favorable a su efectividad como complemento, no como sustituto, de la política monetaria. En Corea se limitaron las entradas de capitales y el sobreendeudamiento bancario, que en otras circunstancias podría haber originado un fuerte crecimiento del crédito. En China, las medidas se consideraron un complemento para miti-

gar las presiones en el sector inmobiliario derivadas del enorme estímulo fiscal que se aplicó en respuesta a la crisis financiera global. En Singapur, también fueron eficaces en contener el sobrecalentamiento del mercado de la vivienda. Sin embargo, existen opiniones más críticas, que destacan su capacidad de alterar la composición pero no limitar el volumen total de los flujos de capital, y quizá mitigar la sobrevaloración en mercados específicos (Medina y Roldós, 2014).

IV. COOPERACIÓN MONETARIA INTERNACIONAL Y REDES DE SEGURIDAD GLOBALES

Hasta ahora se ha puesto de manifiesto cómo la crisis financiera internacional ha supuesto un *shock* externo de enorme magnitud para las economías emergentes, que se han visto afectadas por diferentes canales, y muy significativamente por la enorme afluencia y volatilidad de los flujos financieros internacionales asociados a las políticas monetarias expansivas que pusieron en marcha las economías avanzadas. La magnitud de estos flujos refleja la intensidad que han alcanzado las interconexiones financieras a nivel global, de forma que también los países que, en principio, eran ajenos a la causa original de la crisis (los emergentes, en este caso) se han visto fuertemente afectados por el desarrollo de la misma. En cierto sentido, puede decirse que la globalización ha originado un sistema financiero internacional integrado, del que los sistemas financieros nacionales son piezas interconectadas.

Desde este punto de vista, cabe plantearse en qué medida

existen y han funcionado mecanismos multilaterales de gestión adecuados a la naturaleza global del sistema financiero internacional (13). Surgen, en concreto, dos cuestiones. La primera es la de la coordinación o cooperación monetaria, es decir, si las respuestas de política monetaria de los bancos centrales han tenido en cuenta suficientemente sus repercusiones globales. La segunda se refiere a la existencia de instrumentos de aseguramiento y de gestión de crisis a nivel internacional que proporcionen a los países la liquidez necesaria para hacer frente a las consecuencias de los cambios en los flujos financieros internacionales, cuando los mecanismos de aseguramiento a nivel nacional resultan insuficientes o no son eficientes (14).

En relación con la coordinación de políticas monetarias, parece muy difícil que puedan establecerse mecanismos explícitos de coordinación (15). No obstante, hay un cierto acuerdo en que una cooperación más efectiva en el ámbito de las políticas monetarias tras la crisis hubiera permitido establecer unas condiciones monetarias más ajustadas a nivel global, al menos, en el sentido de mitigar el tono excesivamente laxo al que parece haber dado lugar la conjunción, por un lado, de las políticas de expansión cuantitativa y de *forward guidance* en las economías avanzadas y, por otro, de las medidas defensivas de los bancos centrales de las economías emergentes (Caruana, 2012b).

El hecho de que los tipos de cambio flexibles no siempre proporcionen un aislamiento suficiente frente a los *shocks* externos (por la importancia de la financiación en moneda extranjera en muchas economías emergentes) o que los mercados de

bonos estén altamente integrados internacionalmente y sean potentes canales de transmisión de las políticas monetarias de los principales bancos centrales ilustran las externalidades que generan dichas políticas. En consecuencia, la suma de las políticas más adecuadas a nivel nacional no da lugar, en general, a la política más apropiada a nivel global; es preciso adoptar una perspectiva agregada explícitamente (Caruana, 2012a).

Sin embargo, los marcos de decisión de los bancos centrales les llevan a fijar sus políticas monetarias con criterios básicamente nacionales. Es cierto que ha habido algunas excepciones. En los momentos más agudos de la crisis hubo algunos casos significativos de cooperación, como las líneas *swap* abiertas por la Reserva Federal y por el Banco Central Europeo en los primeros momentos de la crisis para la provisión de dólares y euros a otros bancos centrales (incluidos algunos de los principales emergentes). Asimismo, en octubre de 2008, los bancos centrales de las principales economías avanzadas redujeron simultáneamente sus tipos de interés, en un movimiento concertado. Pocas semanas después, el presidente norteamericano convocaba el G-20 a nivel de Jefes de Estado y de Gobierno, con el propósito de que se convirtiera en la palanca de la respuesta global ante la crisis.

Desde el punto de vista de la cooperación monetaria, el G-20, apoyado en un material analítico de creciente calidad por parte del FMI y otros organismos, ha funcionado como un foro de discusión, basado en la presión «entre pares», en el que han hallado eco las preocupaciones de los países emergentes ante los riesgos de inestabilidad financiera que, en

su opinión, suponían las políticas agresivamente expansivas llevadas a cabo por los bancos centrales de los principales países avanzados (16). Sin embargo, no ha sido un mecanismo genuino de coordinación monetaria, y es difícil establecer si su actividad ha tenido alguna implicación práctica sobre las políticas implementadas. En todo caso, los mecanismos de coordinación de políticas más formales que ha establecido el G-20 en ámbitos de política económica no monetarios, a través del Mutual Assessment Process y del Framework for Growth, no parecen haber resultado mucho más eficaces.

Sí hay que señalar los esfuerzos realizados en el seno del G-20 por alcanzar un acuerdo sobre los criterios a seguir para la aplicación de controles de capital. El recurso a estos instrumentos, considerados poco eficaces

en el pasado y con *spillovers* negativos sobre países vecinos, como ya se ha comentado, volvió a ser considerado como parte del arsenal de respuesta de los países emergentes ante la masiva afluencia de capitales, en el contexto de la expansión cuantitativa. Esto obligó al FMI a revisar su propia opinión sobre las condiciones de uso de los controles de capital y al G-20 a intentar establecer unos principios de utilización, dejando claro que deben ser un último recurso. En todo caso, estos criterios son solo orientativos (recuadro 2).

¿Qué factores impiden la coordinación de políticas o, más modestamente, frenan la cooperación entre autoridades monetarias? En términos generales, existen múltiples obstáculos a la coordinación de políticas que van desde la falta de acuerdo en el diagnóstico sobre cuáles son los impactos de las mismas (y por

tanto los beneficios de la coordinación), al reparto asimétrico de costes y beneficios entre países, la falta de visión por parte de las autoridades de cuál es la gama de opciones de políticas a las que se enfrentan, o los incentivos a no cumplir lo pactado (Ostry y Ghosh, 2013). Estos factores parecen afectar con especial intensidad en el ámbito de la cooperación monetaria internacional, en el que los bancos centrales se mueven guiados por mandatos orientados al mantenimiento de la estabilidad macroeconómica a nivel doméstico. No obstante, de cara al futuro, cabe pensar que las interconexiones financieras seguirán intensificándose y que los *spillovers* externos de las políticas monetarias serán mayores, haciendo más relevante aún el tomar en consideración las consecuencias internacionales de las políticas y haciendo más necesaria la cooperación entre autoridades. En este contexto, instituciones

RECUADRO 2

EL CAMBIO DE OPINIÓN RESPECTO A LOS CONTROLES DE CAPITAL

El aumento de los flujos de capital hacia las economías emergentes en los últimos años ha tenido sin duda consecuencias positivas pero también ha supuesto retos difíciles de resolver, e importantes dilemas para las economías emergentes. La necesidad por parte del FMI de proporcionar asesoramiento claro y consistente a los países que se han enfrentado a esta problemática exigió, ya desde 2010, profundizar y ampliar el análisis de las implicaciones de la entrada de flujos de capital en las economías emergentes, análisis que se reflejó en diversos documentos de trabajo y publicaciones. Las conclusiones de este trabajo, complementado por el G-20 (G-20, 2011), se resumen en un documento (FMI, 2012) que sirve como toma de posición. En él, el FMI señala que las oleadas de entradas de flujos de capital, o las salidas desordenadas, pueden crear retos para las políticas económicas de los países. Las respuestas adecuadas de política económica afectan tanto a los países emisores de flujos de capital como a los países receptores. Para estos últimos, que son el objeto de este artículo, el FMI concluye que resulta clave la gestión de las políticas económicas —la política monetaria, la fiscal y la cambiaria—, así como la supervisión financiera, la regulación y el establecimiento de instituciones sólidas. No obstante, se reconoce que, en algunas circunstancias, las medidas de «gestión de los flujos de capital» (incluidos los controles de capital) pueden ser útiles, siempre que no sean vistos como sustitutivos del ajuste macroeconómico, cuando este sea necesario.

El documento proporciona detalles sobre qué tipo de respuestas de política económica podrían ser adecuadas, dependiendo de las circunstancias de cada país. En presencia de importantes entradas de flujos de capital, si no hay sobrecalentamiento o inflación de activos, la recomendación de política es bajar los tipos de interés. Se recomienda también permitir la apreciación de la moneda, si no está sobrevalorada respecto a los fundamentos. También se considera apropiada la intervención en los mercados de cambios para acumular reservas internacionales de divisas «cuando estas no sean más que adecuadas». Finalmente, las medidas de gestión de los flujos de capital pueden ser útiles cuando el margen para el ajuste de las políticas macroeconómicas sea escaso (por ejemplo, si todos los supuestos anteriores se producen a la vez), cuando sea preciso ganar tiempo para que las respuestas de política tengan efecto, o cuando las entradas de capitales pongan en peligro la estabilidad financiera.

Con todo, el FMI expresa dudas sobre la efectividad real de estas medidas de gestión de los flujos de capital, que deben ser transparentes, temporales y no discriminatorias.

como el FMI o el BIS deben jugar un papel fundamental proporcionando una base analítica sólida que incorpore explícitamente esas interconexiones y *spillovers*.

Hay que señalar que la cooperación entre bancos centrales no se restringe a la política monetaria, sino que se ha extendido a otros ámbitos de su actuación, como la regulación y la estabilidad financiera, en los que la coordinación ha funcionado de manera más eficaz (Caruana, 2012a). De hecho, los acuerdos en el ámbito regulatorio y de la estabilidad financiera han experimentado un impulso importante tras la crisis, también bajo el paraguas del G-20, y con el apoyo efectivo del FSB y el BCBS (17). Esta es una parte muy importante de la respuesta a la crisis financiera, encaminada a remediar los fallos que estuvieron en su origen y ayudaron a que se extendiera rápidamente a través de las interconexiones financieras entre países. Los acuerdos alcanzados en materia de requerimientos de capital (Basilea 3) y estándares de gestión de liquidez, cuya implementación será vigilada desde estos mismos foros, deben garantizar un sistema financiero más sólido y solvente a nivel global.

Un segundo ámbito en el que deben existir instrumentos adecuados para la gestión de episodios de crisis a nivel internacional es el de la constitución de mecanismos de aseguramiento, que garanticen la provisión de liquidez a terceros países que puedan verse afectados por movimientos bruscos en los flujos financieros internacionales. En este aspecto, que es fundamental para el manejo de un sistema financiero global integrado, se han observado avances sustanciales, al amparo principalmente del G-20, que

ha apoyado y aprobado iniciativas en varias direcciones. No obstante, también aquí hay margen para completar la red de instrumentos disponibles y hacerla más eficaz de cara a salvaguardar la estabilidad financiera global frente a una crisis sistémica, tanto en opinión del propio FMI (FMI, 2010c), como de las autoridades de los países emergentes (Rajan, 2014) y de la comunidad académica (Fahri, Gourinchas y Rey, 2013). Frente a ello, las elevadas necesidades de recursos y consideraciones de azar moral suelen ser los argumentos más utilizados por aquellos más cautos a la hora de hacer avances adicionales.

Los mecanismos de aseguramiento pueden construirse a diferentes niveles: desde el puramente nacional, las reservas internacionales, hasta el más global, constituido por los recursos del FMI y las facilidades que sirven para canalizarlos hacia los países que los necesitan (Moreno, 2013). Entre estas redes están también algunos mecanismos bilaterales (como los *swaps* entre bancos centrales) y las redes de aseguramiento regional (*Regional Financial Agreements*, RFA). Todos ellos han tenido un papel en la respuesta a la crisis, en su faceta preventiva, y también, en algunos casos, en la provisión efectiva de liquidez cuando esta ha sido necesaria. En cualquier caso, hay que señalar que estos mecanismos (18) solo proporcionan protección efectiva y ofrecen un margen a las autoridades para responder ante *shocks* transitorios si vienen respaldados por fundamentos económicos sólidos y marcos adecuados de implementación de las políticas económicas.

Las reservas internacionales son una protección fundamental

para los países emergentes, crecientemente integrados en términos comerciales y financieros (19). Como se ha señalado anteriormente, los *stocks* de reservas han crecido de manera muy significativa tras la crisis, en concordancia con la intensificación de esos vínculos, el desarrollo y profundización de los mercados financieros de esos países y la constatación de su utilidad durante la crisis. No obstante, aunque tienen la ventaja de estar disponibles sin restricciones, también dan lugar a costes fiscales y financieros significativos. Y es preciso diversificar las fuentes de protección.

Las líneas *swaps* bilaterales, aunque menos predecibles, pueden ser un colchón de protección complementario, especialmente si están coordinadas y hay un compromiso por parte del banco central que las abre (como fue el caso de las líneas abiertas por la Fed y el BCE en 2008). Asimismo, los acuerdos regionales de financiación han representado un papel importante en la crisis, sobre todo en Europa, si bien más como un instrumento de resolución que de aseguramiento (Garrido, Moreno y Serra, 2012).

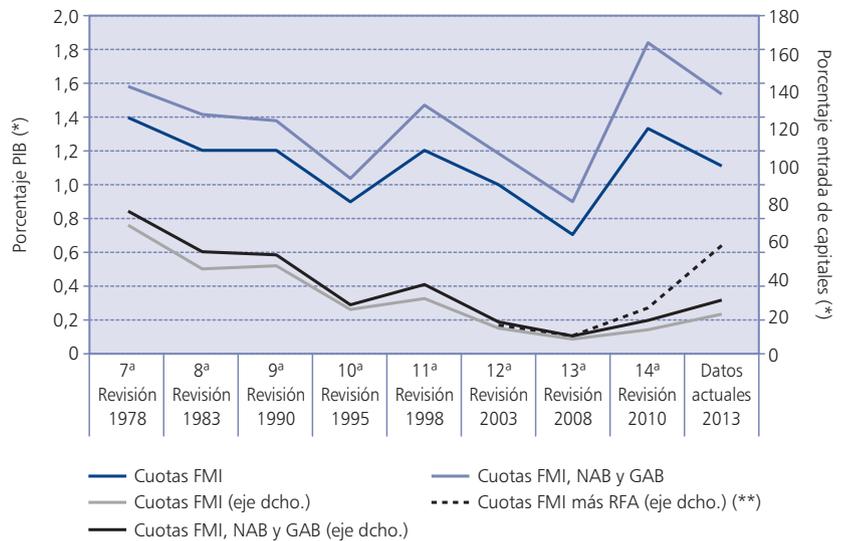
Por último, el FMI es el más importante *backstop* de liquidez a nivel multilateral, cuya labor se ha visto muy reforzada a raíz de la crisis. Bajo la dirección del G-20, los recursos del FMI se han cuadruplicado desde 2008, pasando a representar prácticamente 1 billón de DEG. Además, el FMI ha desarrollado facilidades precautorias (FCL, PLL) que permiten canalizar la liquidez de esta institución hacia los países con fundamentos muy sólidos, o razonablemente sólidos, que necesiten aseguramiento frente a *shocks* de liquidez externos. En particular, la línea FCL, que está

orientada a los países con mayores fortalezas, ha sido utilizada hasta el momento por tres países (México, Colombia y Polonia), y hay evidencia de que ha contribuido a fortalecer la posición de estos países en los mercados internacionales. No obstante, tanto el aumento de recursos del Fondo, como la apertura de líneas de aseguramiento están sujetos a problemas de azar moral (su existencia puede generar incentivos a un comportamiento menos cauteloso por los inversores internacionales y por los países perceptores). Además, en el caso de las facilidades hay problemas de estigma (20), que se añaden al elevado consumo de recursos del Fondo y a la falta de claridad sobre las condiciones de mantenimiento y de salida. En estas circunstancias, el Fondo ha revisado en dos ocasiones las líneas FCL y PLL, la última el pasado mes de febrero (FMI, 2014), y serán revisadas en el futuro para delimitar adecuadamente su funcionamiento.

En definitiva, las redes de aseguramiento global han experimentado un desarrollo importante a raíz de la crisis, pero su mantenimiento y forma de uso en tiempos normales están aún por definir. Existe también un debate sobre cuál debe ser el tamaño de esas redes, consideradas por separado o en su conjunto, de cara al futuro; algunos indicadores apuntarían a que resultan insuficientes dado no solo el tamaño del PIB mundial, sino el volumen que han alcanzado los activos externos a nivel global (gráfico 12). En particular, el tamaño de los recursos del FMI está sujeto a un debate casi permanente, vinculado además a cuestiones relativas a la gobernanza de esta institución (L'Hotellerie-Fallois y Moreno, 2014).

GRÁFICO 12

a) Indicadores del tamaño del FMI

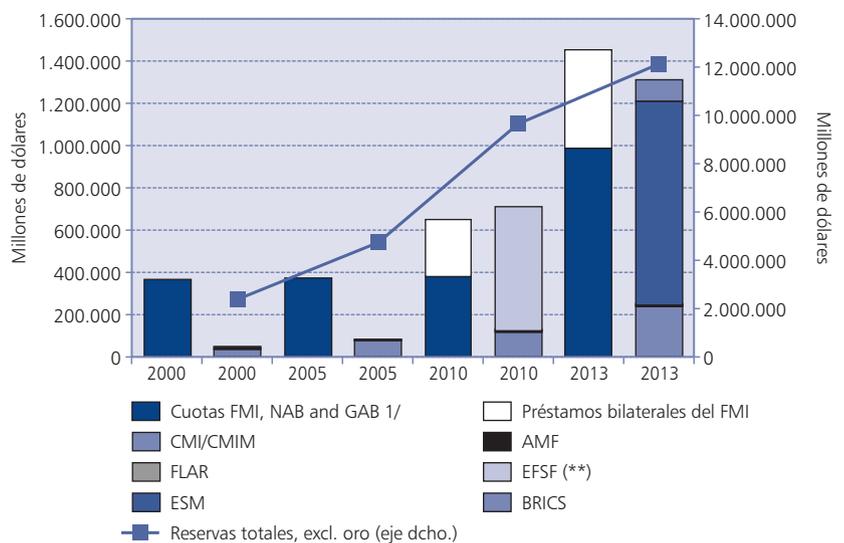


Notas:

(*) Las variables PIB y entradas de capitales están definidas como media de varios años, al igual que en el siguiente documento: FMI (2010d). Por ejemplo, el dato empleado para la 14ª Revisión es una media del rango de años (2004, 2008) y los datos actuales, de 2009 a 2012. La variable entrada de capitales está definida como la suma de inversión directa, de cartera y otras inversiones.

(**) RFA incluye los recursos de los siguientes acuerdos: CMIM, EFSF, ESM, fondo de los BRICS, AMF y FLAR. Fuentes: FMI (WEO para el PIB e IFS para la entrada de capitales); Informes Anuales del FMI, AMF y FLAR; datos de CMIM, EFSF, ESM y el fondo de los BRICS.

b) Recursos del FMI, recursos de los Acuerdos Regionales de Financiación y Reservas Internacionales (*)



Notas:

(*) Glosario: RFA (Regional Financing Arrangements), CMIM (Chiang Mai Initiative Multilateralisation), AMF (Arab Monetary Fund), FLAR (Fondo Latinoamericano de Reservas), EFSF (European Financial Stability Facility) y ESM (European Stabilization Mechanism).

(**) No concede nuevos programas desde julio de 2013.

Fuente: Informes anuales del FMI, AMF y FLAR, y también datos de CMIM, EFSF, ESM y fondo de reservas de los BRICS. El total de reservas, excluyendo el oro, proviene de IFS (FMI).

V. CONCLUSIONES

La crisis financiera ha supuesto un *shock* externo de gran magnitud para las economías emergentes, que han podido afrontarlo desde una posición de fortaleza de sus fundamentos y con marcos sólidos de políticas macroeconómicas. Esto ratifica que esta es la primera y más efectiva línea de defensa frente a un *shock* exterior.

En un contexto de globalización financiera, ese *shock* externo se ha materializado principalmente a través de las condiciones financieras globales y, en particular, a través de fuertes entradas de capitales, consecuencia de las políticas monetarias expansivas aplicadas en las principales economías avanzadas. La gestión de esos flujos ha puesto a prueba los marcos de política monetaria y de flexibilidad cambiaria establecidos por las economías emergentes, que han resultado ser mecanismos eficaces de defensa; además, dados los riesgos para la estabilidad financiera, sus autoridades han recurrido también al uso de medidas macroprudenciales y, en determinados casos, al establecimiento de controles de capital, cuya utilización ha sido rehabilitada por el FMI.

El origen externo del *shock* hacia emergentes y la magnitud del impacto ponen de manifiesto la necesidad de que existan mecanismos de cooperación monetaria internacional para apoyar a los *innocent bystanders* de las crisis financieras. En este sentido el G-20 ha sido el principal foro de desarrollo de esta cooperación que, en términos de coordinación de políticas monetarias no ha sido muy intenso; más bien el G-20 se ha limitado a canalizar la petición de los emergentes hacia los avanzados para que tuvieran

en cuenta las externalidades de sus políticas. En cuanto al establecimiento de mecanismos de aseguramiento multilateral para proporcionar liquidez en caso necesario, los avances han sido más evidentes, aunque la red de seguridad global está aún en construcción y no hay un acuerdo claro sobre su configuración final.

La próxima etapa de la salida de la crisis, con el retorno a condiciones monetarias más normalizadas a nivel global, y el previsible recorte de los flujos de financiación dirigidos a emergentes, va a suponer un nuevo banco de pruebas para los mecanismos de defensa frente a las crisis a nivel doméstico y multilateral.

NOTAS

(*) Las autoras pertenecen a las DGA de Asuntos Internacionales. Agradecen los valiosos comentarios de Ignacio Hernando, Pablo Moreno, Pedro del Río y Javier Vallés, así como la excelente asistencia técnica de Enrique Martínez Casillas. Todos los posibles errores son responsabilidad de las autoras. Este artículo no refleja necesariamente las opiniones del Banco de España.

(1) IMF WEO 2013 Database, octubre. Table A14. Emerging Market and Developing Economies: Private Financial Flows.

(2) Para un mayor detalle sobre las características y la instrumentación de estas políticas véase BERGANZA, HERNANDO Y VALLÉS (2014), en este mismo número de *Papeles de Economía Española*.

(3) Emerging Markets Portfolio Research (EPFR) es una base de datos de periodicidad diaria, semanal y mensual que recoge la inversión en cartera de una muestra amplia de Mutual Funds y Exchange Traded Funds (ETF). Su principal ventaja es su inmediatez. Se usa como indicador adelantado de los flujos de balanza de pagos, aunque por la composición de la muestra se pueden producir diferencias importantes entre ambos conjuntos de datos.

(4) La literatura suele referirse a estos como «push» o «pull» factors.

(5) Para una revisión del impacto global y los retos de las políticas monetarias no convencionales véase, entre otros, IMF (2013d), y para una revisión de los instrumentos de política macroprudencial véase IMF (2011b).

(6) Otros estudios obtienen resultados mixtos sobre las consecuencias de la expansión de la liquidez global sobre las bolsas y precios de la vivienda de países individuales, y una correlación entre la liquidez global y la apreciación de los tipos de cambio, el crecimiento del crédito y los precios de diversos activos.

(7) En la definición de esta tipología seguimos a OBSTFELD (2014), adaptándolo a la situación específica tras la crisis financiera global.

(8) Véase Recuadro 1 en «Informe Semestral de Economía Latinoamericana, Segundo Semestre 2012», *Boletín Económico del Banco de España*.

(9) CARUANA, FILARDO Y HOFFMAN (2014) hacen hincapié en la acumulación de desequilibrios (crédito y precio de la vivienda) en las economías emergentes como efecto indirecto de las políticas monetarias demasiado acomodatias en los desarrollados.

(10) Por «medidas macroprudenciales» se entiende, con carácter general, aquellas destinadas a limitar la acumulación de riesgos sistémicos que procedan de desequilibrios internos o de *shocks* externos en el sistema financiero. Muchos de estos instrumentos se habían utilizado en las economías emergentes desde los años noventa, pero recientemente han empezado a hacerlo con un carácter más generalizado, y de forma contracíclica. Se consideran medidas macroprudenciales los ratios de préstamo/valor de la vivienda, los ratios de servicio de deuda sobre renta disponible, los coeficientes de caja o de liquidez, y en ocasiones también las medidas que buscan influir sobre las transacciones financieras entre residentes y no residentes, o entre moneda local y extranjera. Existe cierta indefinición respecto a qué medidas pueden considerarse macroprudenciales estrictamente y cuáles no. Por ejemplo, las dos últimas mencionadas también suelen nombrarse como «medidas de gestión de los flujos de capital», entre las cuales estarían los controles de capital, que en cambio no suelen considerarse medidas macroprudenciales.

(11) Aunque siempre con una especial consideración del tipo de cambio como la variable financiera más relevante para las economías emergentes, de ahí la denominación de regímenes de *inflation targeting plus*.

(12) También se adoptaron una serie de medidas destinadas a abaratar el coste del crédito, como la modificación del límite inferior de los depósitos de ahorro (considerado como un suelo a los tipos de interés oficiales); una reducción (indirecta) de coeficientes de reservas bancarias y el recorte del tipo de interés a largo plazo al que presta el banco público hasta el 5,5 por 100.

(13) Esta idea la expresó Andrew Haldane en febrero de 2014 (HALDANE, 2014).

(14) La primera línea de defensa es en todo caso el desarrollo de unos marcos sólidos de políticas macroeconómicas y regulatorias, incluido el ajuste de los tipos de cambio,

y la acumulación de reservas internacionales, dentro de los límites marcados por criterios razonables.

(15) Y no está claro que sea deseable. La teoría tradicional nos dice que, en condiciones normales, si cada banco central sigue unas reglas bien definidas, orientadas a sus objetivos internos, el resultado alcanzado será cercano al óptimo y las ganancias que pueden obtenerse a través de la coordinación de políticas monetarias son de segundo orden (TAYLOR, 2013). Sin embargo, es probable que en el periodo post-crisis los bancos centrales de las principales economías desarrolladas se hayan apartado de sus reglas óptimas al implementar sus políticas monetarias no convencionales, incentivando que los bancos centrales de las economías emergentes hagan lo mismo (BULLARD, 2014; RAJAN, 2014).

(16) La «guerra de divisas» fue planteada por el ministro de Finanzas brasileño Guido Mantega en este contexto.

(17) Financial Stability Board (FSB) y Basle Committee for Banking Supervision (BCBS).

(18) Que formarían parte de una red de aseguramiento global (Global Financial Safety Net, GFSN).

(19) Véase FMI (2013c).

(20) El estigma se refiere a las posibles implicaciones negativas sobre la valoración que los mercados hacen de un país que pueden derivarse de su acceso a una facilidad del FMI, lo que hace suponer que el país tiene dificultades, sin entrar a valorarlas explícitamente.

BIBLIOGRAFÍA

BANCO DE ESPAÑA (2013), Informe Semestral de Economía Latinoamericana. Boletín Económico.

BANCO INTERNACIONAL DE PAGOS (2014), BIS Quarterly Report, marzo 2014.

BAUMANN, B., y GALLAGHER, K.P. (2012), «Navigating Capital Flows in Brazil and Chile». Boston University Working Paper, junio.

BERGANZA, J.C.; HERNANDO, I., y VALLÉS, J. (2014), «Los desafíos de la política monetaria en las economías avanzadas tras la gran recesión», PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, 140.

BULLARD, J. (2014), «Two views of International Monetary Policy Coordination». 17th Annual Asian Investment Conference, Hong Kong, marzo.

CARUANA, J. (2012a), «Policymaking in an Interconnected World». Economic Policy Symposium, Federal Reserve Bank of Kansas City, agosto.

— (2012b), «International monetary policy interactions: challenges and prospects». Conferencia CEMLA-SEACEN: *The role of central banks in macroeconomic and*

financial stability: the challenges in an uncertain and volatile world, noviembre.

CARUANA, J.; FILARDO, A., y HOFFMAN, B. (2014), «La política monetaria tras la crisis: balance de riesgos», PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, 140.

CHINN, M. (2013), «Global spillovers and domestic monetary policy. The effects of conventional and unconventional measures». BIS Working Papers n.º 436.

DUDLEY, W.C. (2014), «US Monetary Policy and Emerging Market Economies». Roundtable discussion in honor of Terry Checki: *Three Decades of Crisis: What have we learned?*, FRB of New York, marzo.

FARHI, E.; GOURINCHAS, P.-O., y REY, H. (2011), «Reforming the International Monetary System», CEPR.

FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2010a), «Global Liquidity Expansion: Effects of 'Receiving' Economies and Policy Response Options». Global Financial Stability Report, abril.

— (2010b), IMF Regional Outlook: Asia and Pacific, abril.

— (2010c), «Executive Board Progress Report to the IMFC on the Fund's Mandate», octubre.

— (2010d), «Fourteenth General Review Quotas – The size of the Fund». Initial Considerations and The Chairman's Concluding Remarks.

— (2011), IMF Regional Economic Outlook: Asia and Pacific.

— (2011b), «Macprudential Policy: What Instruments and How to Use Them». IMF Working Paper n.º 11/238.

— (2012), «The Liberalization and Management of Capital Flows».

— (2013a), IMF Regional Economic Outlook: Asia and Pacific. Box 1.5 Macprudential Measures and Capital Flow Measures: The Experience in Asia.

— (2013b), «Emerging Markets: Riding the Ebbing Tide of Capital Flows». Global Financial Stability Report, octubre.

— (2013c), «Assessing Reserve Adequacy – Further Considerations». IMF Policy Paper, noviembre.

— (2013d), «Global Impact and Challenges of Unconventional Monetary Policies». IMF Policy Paper, octubre.

— (2014), «Review of the Flexible Credit Line, the Precautionary and Liquidity Line, and the Rapid Financing Instrument». IMF Policy Paper, enero.

FORBES, K.; FRATZSCHER, M.; KOSTKA, T., y STRAUB, R. (2011), «Bubble Thy Neighbor: Direct and

Spillover Effects of Capital Controls». 12th Jacques Polak Annual Research Conference, FMI, Washington DC, 10-11 de noviembre.

FRATZSCHER, M.; LO DUCA, M., y STRAUB, R. (2013), «On the International Spillovers of US Quantitative Easing». ECB Working Paper Series n.º 1557, junio.

G-20 (2011), «Coherent Conclusions for the Management of Capital Flows».

GARRIDO, I.; MORENO, P., y SERRA, X. (2012), «El FMI y los acuerdos regionales de financiación», *Boletín Económico del Banco de España*, marzo.

HALDANE, A. (2014), «Bretton Woods @70: Regaining Control of the International Monetary System». Conferencia celebrada en Viena, febrero.

L'HOTELLERIE-FALLOIS, P., y MORENO, P. (2014), «¿Son suficientes los recursos del Fondo Monetario Internacional?», *Boletín Económico del Banco de España*, enero.

LAMBERT, F. *et al.* (2011), «Capital Controls and Spillover Effects: Evidence from Latin-American Countries». Bank of France Working Paper n.º 357, París.

LO DUCA, M. *et al.* (2013), «The 2009-2013 Corporate Bond Issuance Global Frenzy: what role for US Quantitative Easing?». Mimeo.

MEDINA, J.P., y ROLDOS, J. (2014), «Monetary and Macprudential Policies to Manage Capital Flows». IMF Working Paper n.º 14/30.

MORENO, P. (2013), «The Metamorphosis of the IMF (2009-2011)», *Estudios Económicos del Banco de España*, 78.

MORGAN, P. (2013), «Monetary Policy Frameworks in Asia: Experience, Lessons and Issues». ADBI Working Paper n.º 435.

OBSTFELD, M. (2014), «Never say never: commentary on a policy maker's reflections», CEPR Discussion Paper Series n.º 9802, febrero.

OSTRY, J.D.; GHOSH, A.R.; HABERMEIER, K.; LAEVEN, L.; CHAMON, M.; QURESHI, M.S., y KOKENYNE, A. (2011), «Managing Capital Inflows: What Tools to Use?». IMF Staff Discussion Note 11/06.

OSTRY, J.D., y GOSH, A.R. (2013), «Obstacles to International Policy Coordination, and how to overcome them». IMF Staff Discussion Note, diciembre.

RAJAN, R. (2014), «Competitive monetary easing: Is it yesterday once more?». Conferencia en Brookings Institution, abril.

TAYLOR, J.B. (2013), «International monetary policy coordination: past, present and future». BIS Working Papers n.º 437, diciembre.

ZHANG, L., y ZOLI, E. (2014), «Leaning against the Wind: Macprudential Policy in Asia». IMF Working Paper n.º 14/22.

COLABORACIONES

IV.
**LA RECUPERACIÓN ECONÓMICA
Y LOS RETOS EN LA ZONA DEL EURO**

Resumen

Las medidas recientes del BCE se pueden caracterizar como políticas monetarias fuera de balance con la estructura de los contratos derivados. Tales iniciativas pueden tener profundos efectos en los mercados financieros y la economía. En el complejo marco institucional de la zona del euro, estas medidas ayudan al BCE a trazar un proceso difícil entre: 1) la prestación de apoyo a los mercados; y 2) el respeto de las restricciones sobre el uso del balance del banco central para realizar transferencias transfronterizas. Pero estas medidas vienen con sus propios riesgos. Si la economía no pasa a un equilibrio mejor, la posición de dominancia fiscal y financiera sobre la política monetaria y el nivel de los precios puede estar amenazada.

Palabras clave: balances de bancos, política monetaria no convencional, bancos centrales.

Abstract

Recent ECB measures can be characterised as off-balance sheet monetary policy actions, with the structure of derivative contracts. Such initiatives can have profound effects on financial markets and the economy. In the complex Euro area institutional setting, they help the ECB chart a difficult course between: 1) providing support to markets; and 2) respecting constraints on the use of the central bank balance sheet to effect cross-border transfers. But these measures come with their own risks. If the economy is not shifted to a better equilibrium, fiscal and financial dominance over monetary policy and the price level may threaten.

Key words: bank balance sheets, non-standard monetary policy, central banks.

JEL classification: E42, E58, F33, F42.

POLÍTICAS NO CONVENCIONALES VIRTUALES

LA RECUPERACIÓN EN LA ZONA DEL EURO Y EL PAPEL DE LA POLÍTICA DEL BCE (*)

Huw PILL

Goldman Sachs

I. INTRODUCCIÓN

La crisis financiera ha planteado muchos desafíos nuevos para los bancos centrales, los cuales no han sido en ninguna parte tan fuertes como en la zona del euro. Frente a las amenazas a la estabilidad financiera y macroeconómica cuando la actividad del mercado se paralizó, los bancos centrales de todo el mundo se vieron obligados a tomar medidas de apoyo al funcionamiento del mercado y a las instituciones financieras.

Como consecuencia de la estructura institucional única de la unión monetaria, las demandas al BCE fueron incluso mayores que en otros lugares. Debido a la falta de autoridad fiscal y reguladora en el conjunto de la zona se adjudicó más responsabilidad al BCE, mientras que la fragmentación de los mercados de la zona del euro se materializa en líneas nacionales, a medida que aumenta la percepción de amenaza de ruptura dichos desafíos se han intensificado y la implementación de las respuestas se ha complicado.

El BCE ha actuado para hacer frente a las perturbaciones financieras a través de una variedad de medidas que se describen con más detalle en el resto de este artículo. En general, las recompensas a estas intervenciones han sido sustanciales: por supuesto

que es difícil evaluar el contractual, pero las medidas del BCE han servido para estabilizar el sistema financiero, preservar la integridad de la zona del euro y, en última instancia, sostener la actual recuperación de la actividad económica.

Sin embargo, estas intervenciones también vienen con riesgos. Una evaluación completa de las intervenciones del BCE debe analizar el perfil de riesgo/retorno de sus medidas. Dado que muchos de los riesgos a la baja relacionados con tales intervenciones se acumulan con el tiempo —en gran parte como resultado de la explotación del riesgo moral, por otros participantes, que las intervenciones del BCE puede crear— una evaluación de este tipo requiere un examen exhaustivo del marco institucional en el que opera el BCE y la forma en que está evolucionando con el paso del tiempo.

II. LA LIQUIDEZ FRENTE A LA SOLVENCIA

La sabiduría convencional de los bancos centrales establece una clara distinción entre los problemas de liquidez y la solvencia en los mercados financieros soberanos. Dotado de la «imprensa», los bancos centrales son capaces de producir la liquidez monetaria sin coste y en cantidades potencialmente ilimitadas y

por tanto están bien situados para hacer frente a las crisis de liquidez. Pero los propios bancos centrales se han mostrado comprensiblemente reacios a asumir esta responsabilidad debido a los problemas de solvencia. La reestructuración de los bancos y/o soberanos insolventes es esencialmente un ejercicio de distribución de pérdidas inevitables (y potencialmente muy grandes). Los bancos centrales independientes y no elegidos son poco aptos para la toma de decisiones fiscales con consecuencias distributivas importantes, ya que no tienen mandato para hacerlo.

No obstante, a través de su reclamación previa en el ingreso monetario o señoreaje, los bancos centrales tienen acceso a los recursos fiscales. Por lo tanto, evitar involucrarse en problemas de solvencia es —por lo menos en cierta medida— una cuestión de elección y no de lógica, lo que refleja las preocupaciones sobre cómo dicha participación influirá en los incentivos y, en última instancia, en la capacidad del banco central para alcanzar su objetivo primordial de estabilidad de precios.

Más precisamente, existe margen para que los bancos centrales canalicen señoreaje mediante rentas públicas para fines específicos incluidas la lucha contra los problemas de solvencia (1). Sin embargo, estos recursos potencialmente significativos son limitados (2). Como resultado, los bancos centrales pueden resolver las dificultades de solvencia mediante la desviación de los ingresos por señoreaje, pero solo hasta cierto punto. Más allá de ese punto, los créditos fiscales al banco central que exceden su capacidad fiscal amenazan con generar inflación (por razones que en última instancia se derivan de la aparición de la dominancia fis-

cal sobre el nivel de los precios), y por lo tanto son contrarias al mandato de la estabilidad de precios del banco central (3).

Todo esto crea problemas de incentivos muy conocidos. Para gestionarlos, la práctica habitual ha sido que los bancos centrales se abstengan de adoptar señoreaje de forma discrecional. Más bien la responsabilidad se ha dejado a las autoridades fiscales: el señoreaje se ha distribuido a los gobiernos para que los políticos tomen las decisiones de distribución —incluyendo la posibilidad de ofrecer apoyo a la solvencia. En la zona del euro, estas normas tomaron una forma institucionalizada en la prohibición de la financiación monetaria del Tratado de Lisboa (artículo 123), así como en los procedimientos de las operaciones subyacentes de los bancos centrales (incluyendo la provisión urgente de liquidez).

La experiencia durante la crisis financiera ha puesto a prueba este pensamiento.

III. PROPORCIONAR APOYO A LA LIQUIDEZ

Un banco central que optimiza el bienestar siempre elegirá satisfacer la demanda de liquidez del sector privado. Esto es una consecuencia de la regla de Friedman (1969). Debido a que el coste marginal de la creación de dinero fiduciario —en el contexto moderno, el coste de dar crédito electrónicamente a los bancos con reservas en sus cuentas en los bancos centrales— es esencialmente cero, la teoría del bienestar implica que el coste de oportunidad de mantener fondos de reserva también debe ser cero. A su vez, esto implica que las reservas deben ser suministradas elásticamente por el banco cen-

tral a un precio (un tipo de interés) igual a la remuneración ofrecida a las reservas requeridas.

Con anterioridad a la crisis, el BCE lo lograba a través de: 1) la imposición de requisitos de reservas para los bancos que superaban la demanda natural de liquidez derivada de los pagos interbancarios; 2) el suministro de reservas a través de la denominada «adjudicación de referencia» en sus operaciones semanales habituales, lo que garantizaba que el sistema bancario en su conjunto tenía la liquidez suficiente para cumplir con los requisitos de reservas totales; y 3) el pago de intereses sobre las reservas requeridas igual al ritmo al que esas reservas fueron prestadas en la operación semanal. Fundamentalmente, este enfoque se basó en un mercado interbancario funcional que distribuía liquidez entre las distintas instituciones.

Al inicio de la crisis financiera de 2007-2008, el mercado monetario interbancario se paralizó (4). Ya no podía servir de base para distribuir liquidez de manera eficiente a través de los bancos. El BCE intervino, ofreciendo su propio balance como un vehículo para llevar a cabo las transacciones interbancarias que ya no podrían tener lugar en el mercado. La intermediación del banco central sustituyó a la privada: el BCE suministraba liquidez en lugar de la prestación privada (5).

Crucial para el enfoque del BCE fue la adopción del tipo fijo con adjudicación plena (*fixed rate full allotment*, FRFA en sus siglas en inglés) en sus operaciones de política monetaria habituales (6). Dando como contrapartida una amplia gama de garantías, los bancos podían obtener liquidez a demanda a un tipo de interés pre-

viamente especificado. El exceso de liquidez creado conforme a estas operaciones terminó en la facilidad de depósitos del BCE.

En vez de que los bancos con excesos de liquidez den préstamos a los bancos con poca liquidez a través del mercado interbancario, el BCE actuó como intermediario, recogiendo el exceso de liquidez en su facilidad de depósito y prestándolo mediante las operaciones de política monetaria. La diferencia entre el tipo de interés en las operaciones de financiación del BCE y el de su facilidad de depósito se convirtió en el diferencial de precios de compraventa de dicha intermediación del banco central.

La asunción del riesgo crediticio de contraparte encarnada en las transacciones interbancarias del BCE fue implícita en el desempeño de esta función de intermediación. En el análisis de Heider *et al.* (2009), la paralización del mercado monetario refleja la selección adversa derivada de las preocupaciones sobre la solvencia de algunos participantes del mercado a raíz de la quiebra de Lehman. La intervención del BCE fue bien dirigida en la medida en que estas preocupaciones se debían a las asimetrías de información en lugar de a problemas de solvencia genuinos: de forma quirúrgica, se sobrepuso a una deficiencia específica del mercado.

IV. PROPORCIONAR APOYO A LA SOLVENCIA

Sin embargo, el BCE no estaba necesariamente en una posición mejor que otros participantes del mercado para formar un juicio acerca de la fuerza fundamental de los balances bancarios dada la opacidad de los valores respaldados por activos (ABS en sus siglas

en inglés) a raíz de las preocupaciones sobre la solvencia bancaria. En la prestación de intermediación del banco central, el BCE podría haber estado asumiendo y (de manera más importante) valorando incorrectamente el riesgo crediticio de contraparte fundamental (no percibido); por ejemplo, por valorar mal los ABS que aceptó como garantía porque tenían una diferencia muy estrecha con el diferencial de precios de compraventa en la intermediación del banco central. Cualquier valoración incorrecta representaría un subsidio implícito «cuasi-fiscal» para el sector financiero. Proporcionar tal subsidio va más allá del papel indiscutible del banco central de suministrar liquidez de manera elástica.

En este contexto, emerge una lógica alternativa para la intervención del BCE. Las externalidades suministradas por el mercado monetario funcional en términos de mayor estabilidad financiera y macroeconómica justifican la concesión de una subvención a los participantes del mercado privado por motivos pigouvianos convencionales. La subvención a los participantes del mercado, asumiendo el riesgo de crédito de contraparte en condiciones preferenciales, se justifica para corregir otro tipo de fallo del mercado: la oferta insuficiente en el mercado de las externalidades positivas que vienen de la propiedad de bien público de la liquidez del mercado.

En tiempo real, hacer distinciones sutiles entre estas dos lógicas de intervención del BCE era, como mucho, una preocupación secundaria. El objetivo prioritario era detener la virulenta espiral descendente en el funcionamiento del mercado así como la estabilidad financiera y macroeconómica.

Con el (considerable) beneficio de la retrospectiva, las medidas del BCE en estas dimensiones parecen exitosas. Lo que es más, comparado con los otros bancos centrales más importantes, se puede considerar muy sólido el desempeño del BCE en la fase de la crisis inmediatamente posterior a Lehmann. El diseño del marco operativo para la ejecución de la política monetaria —el gran número de bancos que podrían acceder a las operaciones de política monetaria, el amplio conjunto de instrumentos que fueron aceptados como garantía en las operaciones, etc.— sirvió adecuadamente al BCE, mientras que otros bancos centrales tuvieron que introducir una serie de instrumentos y operaciones más *ad hoc*.

No obstante, esta experiencia nos lleva a la pregunta de hasta qué punto se deben preparar los bancos centrales para llevar a cabo acciones y obligaciones cuasi-fiscales.

Por una parte, tales acciones pueden resultar cruciales en la detención de la dinámica de la crisis con retroalimentación. Las crisis financieras exigen que decisiones políticamente controvertidas se tomen con rapidez y firmeza. En este contexto, la autonomía en la toma de decisiones y el aislamiento respecto de las presiones políticas del día a día que ofrece la independencia —así como la disponibilidad inmediata de recursos financieros fuera de los límites de los procedimientos presupuestarios habitualmente lentos— da un fuerte componente racional para la acción cuasi-fiscal del banco central.

Por otra parte, tales acciones vienen con sus propios peligros, que además pueden acentuarse con el paso del tiempo. Las intervenciones inicialmente bien in-

tencionadas (e incluso necesarias) para evitar una crisis sistémica pueden transformarse en un proceso de drenaje continuo, creciente y excesivo de los recursos fiscales del banco central mientras aumentan los problemas de solvencia y dependencia en el apoyo que ofrece el banco. En última instancia, esto puede amenazar la dominancia fiscal y poner en riesgo la estabilidad de los precios.

Es cierto que cálculos aproximados para estimar el valor capitalizado de los futuros ingresos por señoreaje implican que esta es una perspectiva bastante distinta (cuadro n.º 1). Sin embargo, precisamente por ello, queda poco margen para la complacencia. En primer lugar, en un contexto de crisis financiera sistémica y/o de impagos de deuda soberana, las demandas de apoyo a la solvencia también pueden ser grandes, sin duda de la misma magnitud que los recursos fiscales de los bancos centrales por los futuros ingresos por señoreaje y si no mayor. En segundo lugar, en relación con la evolución futura de los precios y la fijación de los salarios, son las expectativas las que impulsan la evolución de la inflación y pueden estar in-

fluenciadas por la posible aparición de dominancia fiscal mucho antes de que los flujos de los propios recursos financieros alcancen el punto crítico.

Estas consideraciones ponen de manifiesto el problema de la consistencia temporal que se encuentra en el centro de este debate. El uso más proactivo de la capacidad fiscal de un banco central para hacer frente a las presiones inmediatas de la crisis puede poner en peligro los intentos de limitar el recurso a esa capacidad en el futuro y, con ello, la credibilidad de la estabilidad de los precios. Como es evidente a partir de la literatura tradicional sobre la política monetaria y la curva de Phillips (7) (con expectativas), la resolución de estos problemas de consistencia temporal se encuentra en la raíz del trabajo de los banqueros centrales.

V. DISTINGUIR LOS PROBLEMAS DE LIQUIDEZ Y SOLVENCIA

Distinguir entre los problemas de liquidez es crucial en la gestión de este difícil problema de la consistencia temporal. Pero, como revela el análisis anterior

sobre la fase de la crisis inmediatamente posterior a Lehmann, en la práctica, la distinción entre los problemas de liquidez y solvencia en tiempo real es difícil. Por desgracia, no hay tiempo para la dilación y formar una opinión sobre ello en los mercados financieros modernos.

El problema puede ser aún más importante si emerge la posibilidad de equilibrios múltiples. Las dinámicas autocumplidas pueden transformar lo que es inicialmente un problema de liquidez en uno de solvencia (y viceversa, en principio). En tales circunstancias, incluso puede ser imposible establecer una distinción clara entre los problemas de liquidez y solvencia (8).

El ejemplo clásico de tal multiplicidad se deriva de las implicaciones del riesgo de refinanciación (gráfico 1). Si los mercados se preocupan de que los problemas de liquidez derivados de la falta de refinanciación de los vencimientos de deuda desencadenarán una mayor morosidad, incorporarán una prima de riesgo crediticio en los rendimientos, impulsando así los costes de la refinanciación, los cuales ponen en tela de juicio la sostenibilidad

CUADRO N.º 1

ESTIMACIONES DE LOS INGRESOS POR SEÑOREAJE CAPITALIZADO DE LOS BANCOS CENTRALES EN RELACIÓN CON LAS POSICIONES FISCALES NACIONALES

BANCOS CENTRALES*	VALOR ACTUAL NETO DE SEÑOREAJE**		POSICIÓN FISCAL	
	A = 0,5	A = 1	Nivel de deuda	Déficit
BCE	1,4 bill. euros	2,5 bill. euros	6,3 bill. euros	305.000 mill. euros
FED	1,5 bill. \$	2,7 bill. \$	11,0 bill. \$	1.259.500 mill. \$
BDJ.....	142 bill. yenes	259 bill. yenes	612,6 bill. yenes	41.489.100 mill. yenes
BDE	67.000 mill. libras	122.000 mill. libras	1,2 bill. libras	103.000 mill. libras

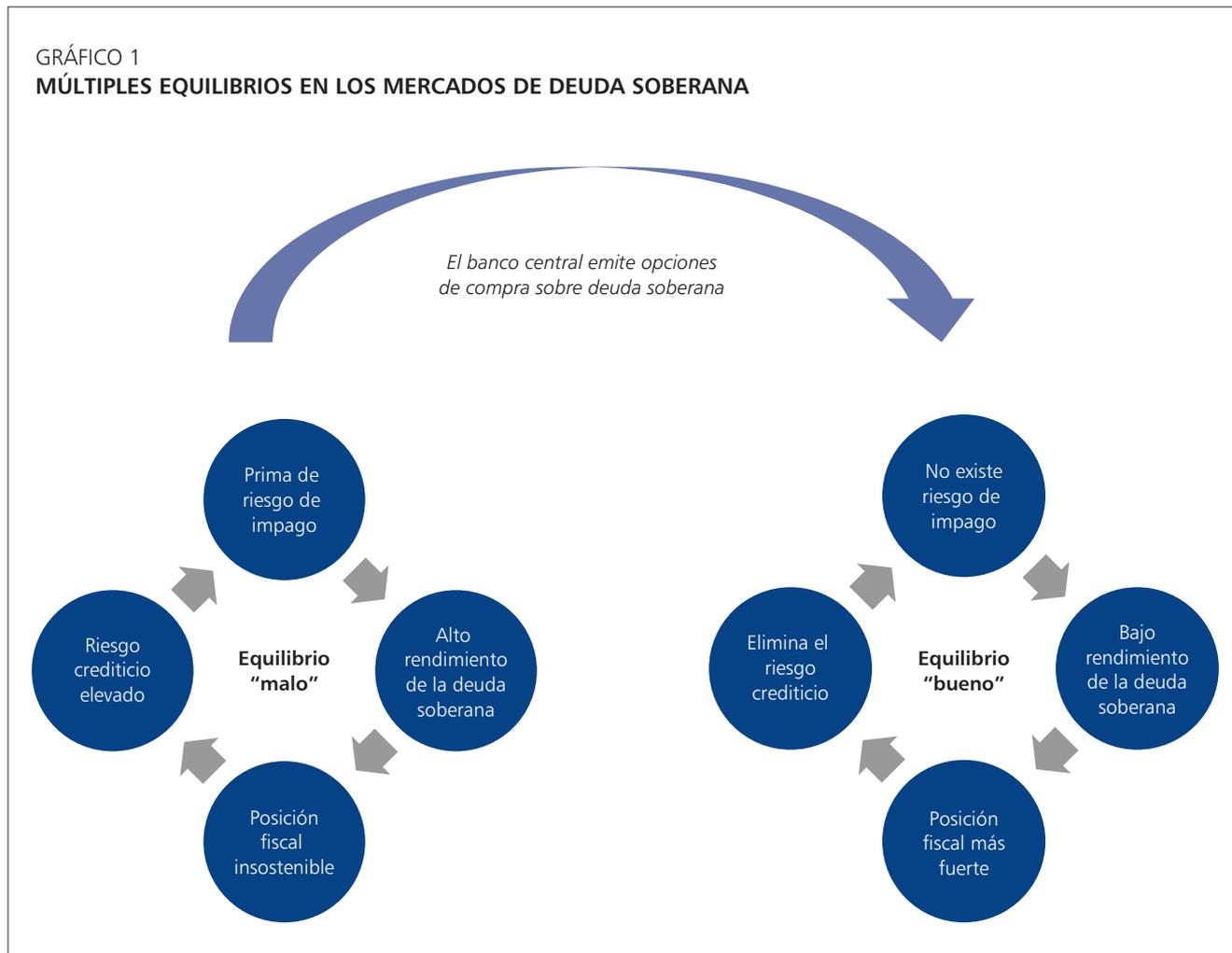
Notas:

(*) BCE (Banco Central Europeo), FED (Reserva Federal de EE.UU.), BDJ (Banco de Japón), BDE (Banco de Inglaterra).

(**) A = la elasticidad de los ingresos de la demanda de dinero del banco central. Para más detalles sobre los supuestos macroeconómicos subyacentes, véanse las fuentes.

Fuentes: Pill (2011); FMI *World Economic Outlook*.

GRÁFICO 1
MÚLTIPLES EQUILIBRIOS EN LOS MERCADOS DE DEUDA SOBERANA



de la deuda de un prestatario muy endeudado, que, a su vez, no hace más que intensificar las preocupaciones acerca de la morosidad, y así sucesivamente. Lo que en principio era un problema de liquidez se transforma en un problema de solvencia.

En este contexto, los procedimientos del banco central ayudan a seleccionar entre varios equilibrios posibles. Por ejemplo, al proporcionar liquidez abundante y suscribir la emisión de deuda, un banco central puede asegurarse de descartar la posibilidad de un problema de solvencia debido a la amenaza de riesgo de incumplimiento por la refinancia-

ción. En vez de simplemente responder a las perturbaciones exógenas, el banco central tiene un papel activo en la determinación de la naturaleza del equilibrio, y por lo tanto, si plantea exclusivamente los problemas de liquidez o también los de solvencia.

Tratarlo como un problema de liquidez asegura que lo sigue siendo. La comunicación creíble de la voluntad del banco central para financiar la emisión de deuda mediante el suministro de liquidez según sea necesario (excluyendo así los equilibrios «malos» dominados por Pareto que entrañen la amenaza de la insolvencia). La amenaza creíble

de acción es suficiente para coordinar el comportamiento del mercado privado en un «buen» equilibrio en el que la deuda se puede refinanciar con rendimientos que no ponen en duda la sostenibilidad de la misma.

En todo esto, el banco central es un actor estratégico ya que toma decisiones que influyen en las acciones de los demás en lugar de simplemente reaccionar a un conjunto de perturbaciones exógenas y las respuestas resultantes de comportamiento del sector privado predefinido. Sin embargo, otros actores también serán capaces de comportarse estratégicamente en ese contexto

en respuesta a los incentivos creados por las medidas previstas de los bancos centrales.

Por ejemplo, si los gobiernos y/o los bancos gozan de una garantía de liquidez del banco central, se puede crear el riesgo moral por parte de los prestatarios mediante el comienzo y la perpetuación de las actividades que en última instancia conducen a problemas de solvencia más grandes. Por ejemplo: 1) el déficit excesivo del sector público puede persistir y ampliarse si los gobiernos creen que el banco central podrá garantizar la emisión de deuda, ya que se debilita la disciplina del mercado en las decisiones fiscales (9); y 2) los activos improductivos en los balances bancarios pueden ser *evergreen* (refinanciados en repetidas ocasiones sin pagos de intereses en el capital) de forma indefinida si los bancos tienen acceso a una oferta elástica de financiación del banco central con un conjunto muy amplio de garantías. En este caso, la interacción estratégica entre los prestatarios y los bancos centrales frente a un problema de liquidez puede crear un riesgo moral que, a la larga, genera un problema de solvencia.

En resumen, las experiencias recientes han desafiado las doctrinas conservadoras de los bancos centrales. Apuntan a una justificación para unas respuestas ante la crisis financiera más activistas por su parte —respuestas que buscan reforzar los equilibrios socialmente deseados. Pero este tipo de activismo tiene sus riesgos: si se aplica de manera no adecuada o excesiva, puede exacerbar los problemas de fondo y/o crear otros nuevos, especialmente a la larga, acomodando comportamientos no sostenibles de los bancos y gobiernos.

En este contexto estratégico, las acciones del banco central para financiar la deuda pendiente potencialmente problemática pueden dar lugar a tres posibles resultados:

1) «El desplazamiento del riesgo», es decir, el apoyo a la liquidez del banco central simplemente transfiere el riesgo de solvencia fundamental subyacente del sector privado al banco central, en la medida que este último es «el comprador en última instancia» para la emisión de la deuda;

2) «La reducción del riesgo», es decir, al descartar los equilibrios de riesgo creados por las expectativas autocumplidas de la morosidad provocadas por la refinanciación, las acciones de los bancos centrales pueden reducir el riesgo del sistema en su conjunto (de una manera potencialmente mejor en términos de Pareto);

3) «La creación del riesgo», es decir, en la medida en que crean un riesgo moral entre los prestatarios, las acciones de los bancos centrales pueden apoyar un comportamiento insostenible que, en última instancia, aumenta el riesgo general del sistema.

Distinguir entre estos tres resultados (y reconocer que los diferentes efectos pueden llegar a dominar en horizontes diferentes) es clave para evaluar el éxito de las medidas de los bancos centrales.

VI. CÓMO AFRONTAR LA CRISIS SOBERANA EUROPEA

Debido al impacto de las sucesivas oleadas de crisis de la deuda soberana en Europa (empezando por Grecia a principios de 2010), la disfuncionalidad de los mercados financieros ha sido más pro-

funda y prolongada en la zona del euro que en otros lugares. A finales de 2009, los mercados financieros funcionaban de manera razonablemente normal en Estados Unidos y Reino Unido: los programas de expansión cuantitativa establecidos por la Reserva Federal y el Banco de Inglaterra se llevaron a cabo en ese contexto. Por el contrario, la disfuncionalidad en los mercados financieros de la zona del euro se intensificó a partir de principios de 2010. Con las crecientes preocupaciones sobre la sostenibilidad fiscal y la salida del euro, el capital huyó de la periferia. Los bancos así como los soberanos no podían obtener financiación ya que los mercados de la zona del euro se segmentaban en líneas nacionales. Cesó la creación de crédito en los sistemas financieros periféricos centrados en sus bancos, y el sector financiero se paralizó.

La zona del euro sufrió lagunas institucionales en el lado fiscal, lo cual agravó estos problemas. Mientras que la Reserva Federal y el Banco de Inglaterra se enfrentaron a los tesoros nacionales cooperativos y funcionales, el BCE no tenía una contraparte fiscal y regulatoria natural. A nivel nacional, la capacidad fiscal se agotó en los países periféricos más afectados. Los pobres —en algunos casos, catastróficos— estados de las finanzas públicas (que habían desencadenado la crisis soberana original) implicaban que los gobiernos carecían de los recursos para resolver o contener las dificultades que existían en el sector financiero. Y a nivel de toda la zona, el BCE se enfrentó a un conjunto dispar y mal coordinado de los ministerios de finanzas nacionales y los reguladores bancarios que no estaban dispuestos y/o no fueron capaces de adoptar un enfoque en la zona del euro que interiorizase las

significativas externalidades transfronterizas creadas por los derrames y el contagio.

Las implicaciones de este marco institucional eran dobles. Desde finales de 2009, en relación con sus colegas en el mundo anglosajón, las autoridades de la zona del euro se enfrentaron a un reto diferente (o al menos adicional): uno que se centraba en restablecer el funcionamiento del mercado en lugar de simplemente la ingeniería de la política de la expansión monetaria para sostener y estimular la demanda. Y la carga de responder a este reto residía en el banco central en mayor medida que en otras economías avanzadas, ya que el BCE era la única institución en toda la zona del euro que funcionaba con la autonomía, la flexibilidad y los recursos financieros para actuar con eficacia.

Un aspecto importante de este reto europeo fue el contagio de las tensiones en los mercados soberanos en todos los países cuando los mercados se volvieron a segmentar y el capital extranjero se retiró (tanto fuera como dentro de la zona del euro).

Para los países periféricos más pequeños las tensiones de financiación se resolvieron recurriendo a los programas de la troika financiados por el FMI y los mecanismos de rescate europeos. No obstante, las necesidades de financiación de las economías periféricas de mayor tamaño (Italia y España) simplemente eran demasiado grandes para abordarse de esta manera.

VII. HACER «LO QUE SEA NECESARIO»

Fue en este contexto que el presidente del BCE, Mario Draghi,

declaró su famosa promesa de hacer «lo que sea necesario» para preservar el euro. Este compromiso tomó forma institucional en el programa de Transacciones Monetarias Directas (OMT en sus siglas en inglés) del BCE introducido en septiembre de 2012.

El esquema de la OMT preveía la posibilidad por parte de los bancos centrales de la compra de deuda pública de corto plazo de los países que entraran en los programas del Mecanismo Europeo de Estabilidad (ESM en sus siglas en inglés) y aceptaran la condicionalidad implícita. Esencialmente, la OMT permitía que el BCE utilizase su propio balance para influir en el capital del ESM. Ello creó la capacidad de que el balance del BCE se utilizase como almacén de la deuda pública de los grandes países de la periferia en vista de los riesgos de refinanciación —al igual que ya se había hecho respecto a los países pequeños a través de la troika— sin perder el elemento importante de la condicionalidad para mantener los incentivos por la disciplina fiscal y la contención del riesgo moral.

La introducción de la OMT ha ejercido un poderoso efecto en el sentimiento del mercado, lo que lleva a una reducción sustancial de los diferenciales soberanos periféricos sobre los tipos alemanes. A su vez, la estabilización de los mercados financieros ha creado un ambiente propicio para la estabilización de la economía real, al tiempo que proporciona un respiro a las mejoras subyacentes de gobernanza necesarias en toda la zona del euro y las reformas estructurales nacionales y la consolidación fiscal a implementar. En el marco desarrollado anteriormente y en el momento de escribirlo, la OMT han demostrado ser una intervención de reducción del riesgo.

Fundamentalmente la OMT funciona a través de canales de las expectativas y la credibilidad de «lo que sea necesario» del discurso del Sr. Draghi. La promesa de financiar la deuda soberana ha sido suficiente para volver a coordinar a los participantes del mercado privado en un «buen» equilibrio en el que la refinanciación de la deuda y las primas de riesgo crediticio soberano permanecen contenidas. Como resultado, nunca se han realizado compras OMT: el BCE no ha comprado ni un euro de la deuda soberana periférica desde que la OMT se anunció en septiembre de 2012, y los países periféricos más grandes (Italia y España) no se han incorporado a los programas de ESM para activar la posibilidad de tales compras.

El indudable y sustancial éxito de la OMT se basaba en el uso de un «enfoque fuera de balance» para estabilizar los mercados soberanos. Esencialmente, el Sr. Draghi emitió una opción de compra (*put option*) sobre la deuda periférica (aunque con un precio de ejercicio vago), en lugar de hacer compras directas. Este enfoque le permitió navegar las peligrosas aguas entre las comprensibles preocupaciones alemanas sobre el abuso de la financiación del banco central derivado de la estructura institucional única de la zona del euro por un lado y, por otro, las de los participantes del mercado acerca de la sostenibilidad de las posiciones fiscales periféricas de cara a las finanzas públicas con debilidades fundamentales y el riesgo de refinanciación en un momento de tensión en el mercado.

Pero es importante que este enfoque fuera de balance no impusiera condiciones sobre los países beneficiarios que se mantuvieron fuera de los programas de

ESM. España e Italia gozaron de reducciones sustanciales en sus costes de financiación como resultado de la implementación de la OMT, pero no tenían que satisfacer las condiciones implícitas en la participación en el programa de ESM comparables con las establecidas para las pequeñas economías de la periferia por la troika. Por lo tanto, la implementación de los ajustes macroeconómicos necesarios era una cuestión de confianza.

Hay que reconocer que las autoridades españolas han efectuado ajustes significativos incluso sin la imposición de la condicionalidad explícita. La consolidación fiscal se ha implementado agresivamente a lo largo de los últimos dos años, lo cual resulta en una reducción significativa del déficit, aunque todavía queda mucho camino por recorrer antes de que una posición fiscal sostenible se logre a medio plazo.

Por otra parte, España ha avanzado en otras dimensiones. Las reformas implementadas en 2012 han dado lugar a una mejora significativa y rápida de la flexibilidad del mercado laboral, facilitando la moderación salarial necesaria, la reasignación de los recursos laborables y las mejoras en la productividad. Aunque la moderación salarial ha reducido la inflación a niveles muy bajos (y por lo tanto, está asociada con la aparición de preocupaciones sobre los riesgos de deflación), estas medidas relativas a la oferta han mejorado sustancialmente la competitividad internacional mediante la reducción de los costes laborales unitarios relativos. Las exportaciones se han recuperado como resultado, en parte, debido a que la producción con movilidad internacional se ha trasladado a España para aprovechar las ventajas de estos costes. Como

resultado, la economía española se estabilizó en el segundo semestre de 2013.

Sin embargo, la cuestión del riesgo moral se mantiene. En el contexto de la tranquilidad del mercado inducida por la OMT, el ajuste macroeconómico de Italia ha sido más reticente que el de España. Es cierto que esto refleja un punto de partida distinto: en varias dimensiones, Italia tiene que hacer menos ajustes. Al no haber sufrido perturbaciones crediticias e inmobiliarias de la magnitud observada en España antes de la crisis, los desequilibrios externos y financieros de Italia fueron de otra magnitud. El reto para Italia es restaurar el crecimiento en una economía que está estancada desde hace más de una década, incluso desde antes del inicio de la crisis financiera. Con una población cada vez más envejecida, restablecer el crecimiento requiere reformas estructurales que mejoren la productividad. Hasta ahora, el sistema político italiano no ha podido cumplir con esta dimensión, y con la presión del mercado disminuida por la OMT, queda por comprobarse si los cambios políticos e institucionales prometedores que se ven en Italia en este momento permitirán avanzar más rápidamente.

El impacto del riesgo moral tiene una dimensión de serie temporal así como transversal. Los importantes esfuerzos de España para realizar una reestructuración de su economía necesaria pero dura fueron motivados por la crisis financiera. La pregunta sigue siendo si se van a mantener cuando las presiones del mercado disminuyen, sobre todo teniendo en cuenta que las presiones políticas se aflojan en función del calendario electoral.

Si hubiese reincidencia en las reformas estructurales y el desempeño fiscal —es decir, si el riesgo moral lleva a un comportamiento que crea riesgo— existe el peligro de que los fundamentos se degraden hasta el punto en que el «buen» equilibrio con el apoyo de garantías de liquidez de los bancos centrales (como la OMT) desaparezca. Los riesgos implícitos en el apoyo de los bancos centrales se ponen de manifiesto en ese contexto.

La naturaleza de opción de compra (*put option*) de compromiso OMT del BCE implica que está tomando una apuesta altamente apalancada que evite el mal resultado: la creación de riesgos. El éxito de la OMT finalmente estará determinado si contribuye a un ajuste sostenible y duradero que evite este resultado y no en si mantiene la calma del mercado en los próximos cuatrimestres. Por ello sigue siendo fundamental que se utilice el «respiro» comprado por la OMT para construir la gobernanza y las instituciones suficientes para que la zona del euro sea más viable, así como mantener y profundizar en la necesaria consolidación fiscal, el desapalancamiento bancario y la reestructuración económica necesaria para diseñar las condiciones para un crecimiento económico sostenible en los países del área.

VIII. CONCLUSIONES

La crisis financiera ha demostrado la vulnerabilidad de las instituciones financieras y los gobiernos altamente apalancados a las crisis de liquidez y solvencia. En este contexto, los bancos centrales tienen que desempeñar un papel importante en la estabilización de los mercados financieros. Teniendo en cuenta los vacíos institucionales

en el ámbito fiscal de la unión monetaria, ese papel puede ser especialmente importante en la zona del euro.

El cumplimiento de esta función estabilizadora implica la asunción de riesgos, y dadas las limitaciones políticas y prácticas creadas por la estructura única de la zona del euro, estos riesgos pueden ser magnificados para el BCE. La gestión del riesgo —en el sentido macroeconómico amplio así como el sentido estrecho financiero—, por lo tanto, es crucial.

Las iniciativas como la prestación de intermediación del banco central en el periodo inmediatamente posterior a Lehmann en 2008 y la introducción de la OMT a la luz de la crisis soberana en 2012, sin duda, implican la asunción de riesgos por parte del BCE. Para que esa suposición sea políticamente factible, en este último caso, se ha tomado una forma similar a la opción de fuera de balance. Pero simplemente porque el riesgo crediticio de la deuda soberana periférica no aparece explícitamente en el balance del banco central como resultado de las compras directas realizadas dentro de la política de expansión cuantitativa no quiere decir que ese riesgo no se haya asumido económicamente.

La asunción de riesgos por parte del BCE no implica que estas intervenciones fueran equivocadas; por lo contrario, han sido esenciales para evitar el colapso del sistema financiero europeo y la integridad de la zona del euro —resultados que claramente cumplen con el objetivo principal del BCE. Desde el punto de vista de la gestión de riesgos, la cuestión clave es si el *trade-off* entre el riesgo y los beneficios ha sido favorable.

Llegar a un juicio completo sobre esta cuestión lleva tiempo. Los beneficios de la reducción de riesgos de las intervenciones de los bancos centrales se han visto relativamente rápido en los mercados financieros europeos. Se han establecido las bases para la estabilización y lenta recuperación de la economía real europea. Pero los costes de la creación de riesgos derivados de dichas intervenciones se acumulan con el tiempo en el caso de que el peligro moral influya en el comportamiento fundamental subyacente de los bancos y los gobiernos.

El reto principal para los responsables de la política monetaria es la gestión del *trade-off* entre las implicaciones de la reducción y la creación de riesgo en las acciones del banco central de una manera consistente con el tiempo (10). Sabemos por la literatura anterior que el diseño institucional es fundamental para hacer frente a este reto. Si bien en esta dimensión se ha progresado en la zona del euro, se necesita mucho más esfuerzo para aumentar la confianza entre los actores relevantes, tanto entre los países que la componen como entre las diversas responsabilidades políticas.

NOTAS

(*) Las opiniones expresadas en este artículo son las del autor y no reflejan necesariamente las de Goldman Sachs (GS). Se agradecen los comentarios a los colegas de GS y los participantes en el coloquio del Banque de France «Riesgo soberano, riesgo bancario y la banca central», celebrado en julio de 2013, y la Conferencia de Ginebra ICMB «Estrategias de salida: Hora de pensar en el futuro», celebrada en mayo de 2013.

(1) Véase DURRÉ y PILL (2010).

(2) Véase PILL (2011).

(3) Véase KOCHERLAKOTA y PHELAN (1999).

(4) HEIDER *et al.* (2009) sostienen que la preocupación por el riesgo crediticio de contraparte en las operaciones interbancarias sur-

gió después de la quiebra de Lehman en 2008. Teniendo en cuenta las asimetrías de información creadas por la incertidumbre sobre la calidad de los valores respaldados por los activos

(5) DURRÉ y PILL (2012) argumentan que esto se ha observado en las crisis financieras anteriores aunque de forma diferente, lo que refleja la naturaleza diferente de la crisis. Muchas de las medidas no convencionales recientes imitan las respuestas de los bancos centrales a «paradas repentinas» (*sudden stops*) en los mercados emergentes. Por ejemplo, la intervención de divisas y la expansión de los activos internos durante la crisis asiática reflejadas en el balance del banco central y sustituyéndose por la financiación transfronteriza del sistema bancario interno, otro ejemplo de la sustitución de la intermediación del banco central por la intermediación privada.

(6) Véanse LENZA *et al.* (2010) y GIANNONE *et al.* (2012) para un análisis empírico de esta intermediación del banco central y una comparación con las respuestas implementadas en otras jurisdicciones.

(7) Véase BARRO y GORDON (1983) para el tratamiento seminal.

(8) Véanse COLE y KEHOE (2000) para un análisis de este fenómeno y CORSETTI *et al.* (2013) para una discusión de cómo estas dinámicas autocumplidas se pueden utilizar para explicar la evolución de los mercados financieros de la zona del euro a partir de 2010.

(9) Véase ROCH y UHLIG (2013) para una demostración muy elegante de cómo el apoyo a la liquidez para evitar las crisis de refinanciación autocumplidas crea un riesgo moral que conduce a mayores niveles de deuda soberana en el estado estacionario.

(10) Véase PILL y SMETS (2013) para una discusión más exhaustiva de qué estructuras institucionales y estratégicas servirían a este propósito.

BIBLIOGRAFÍA

BARRO, R.J., y GORDON, D.B. (1983), «Rules, Discretion and Reputation in a model of monetary policy», *Journal of Monetary Economics*, 12(1): 101-121.

CORSETTI, G.; KUESTER, K.; MEIER, A., y MUELLER, G. (2013), «Sovereign risk and belief-driven fluctuations in the euro area». Documento de trabajo del FMI n.º 13/227.

DURRÉ, A., y PILL, H. (2010), «Non-standard monetary policy measures, monetary financing and the price level». Disponible en: www.ecb.int/events/pdf/conferences/ecb_mopo_fipo/Pill.pdf.

— (2012), «Central bank balance sheets as policy tools». Documento de trabajo del BIS n.º 66, pp. 193-213.

FRIEDMAN, M. (1969), *The optimum quantity of money*, Macmillan.

<p>GIANNONE, D.; LENZA, M.; PILL, H., y REICHLIN, L. (2012), «The ECB y the interbank market», <i>Economic Journal</i>, 122: 467-486.</p> <p>HEIDER, F.; HOEROVA, M., y HOLTHAUSEN, C. (2009), «Liquidity hoarding y interbank market spreads: The role of counterparty risk». Documento de trabajo del BCE n.º 1126.</p> <p>KEHOE, T.J., y COLE, H.L. (2000), «Self-fulfilling debt crises», <i>Review of Economic Studies</i>, 67(1): 91-116.</p>	<p>KOCHERLAKOTA, N., y PHELAN, C. (1999), «Explaining the fiscal theory of the price level», <i>Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review</i>, 23(4): 14-23.</p> <p>LENZA, M.; PILL, H., y REICHLIN, L. (2010), «Monetary policy in exceptional times», <i>Economic Policy</i>, 62: 295-339.</p> <p>PILL, H. (2011), «The quasi-fiscal capacity of the ECB». Goldman Sachs European Weekly Analyst 11/35.</p>	<p>PILL, H., y SMETS, F. (2013), «Monetary policy frameworks after the great financial crisis», en J. Braude, Z. Eckstein, S. Fischer y K. Flug (Eds.), <i>The Great Recession: Lessons for central bankers</i>, MIT Press, Cambridge, MA, pp. 21-50.</p> <p>ROCH, F., y UHLIG, H. (2013), «The dynamics of sovereign debt crises y bailouts». Mimeo, University of Chicago.</p>
---	--	--

Resumen

La inflación de la zona del euro es inferior al 1 por 100 desde octubre de 2013, y las expectativas de inflación a medio plazo son muy inferiores al 2 por 100. Los pronósticos de retorno al objetivo de inflación han sido equivocados. El BCE debe actuar con fuerza, pero sin minar los ajustes de precios relativos entre el centro y la periferia de la zona del euro, ni el proceso de saneamiento del sistema bancario. Sería beneficioso reducir el tipo de los depósitos o introducir otra operación de refinanciación a largo plazo, pero probablemente no cambiaría las expectativas de inflación. La compra de bonos del Estado también sería beneficiosa, pero en una unión monetaria con 18 Tesoros, es difícil por razones económicas, políticas y jurídicas. Se recomienda un programa de compra de activos mensual de 35.000 millones de euros, con una revisión pasados tres meses. Los bonos que se deberían comprar: los emitidos por ESM/EU/EIB EFSF, los corporativos y los respaldados por activos. La compra de bonos de bancos se consideraría después de la evaluación del BCE sobre los balances bancarios. Aunque las compras de bonos distorsionan los incentivos y expone al BCE a la presión pública y privada, presentan consecuencias potenciales sobre la inflación, por lo que esos riesgos se deben sopesar frente al riesgo de persistencia de una inflación baja.

Palabras clave: inflación, política monetaria, expansión cuantitativa.

Abstract

Euro-area inflation has been below 1 percent since October 2013, and medium-term inflation expectations are well below 2 percent. Forecasts of the return to target inflation have proved wrong. The ECB should act forcefully, but should undermine neither the relative price adjustments between the euro-area core and the periphery that are needed, nor the process of addressing weaknesses in Europe's banking system. Reducing the deposit rate or introducing another long-term refinancing operation could be beneficial, but would be unlikely to change substantially inflation expectations. Government bond purchases would be significantly beneficial, but in a monetary union with 18 different treasuries, such purchases are difficult for economic, political and legal reasons. We recommend a monthly asset-purchase program of 35 billion with a review after three months. EFSF/ESM/EU/EIB bonds, corporate bonds and asset-backed securities should be purchased. Bonds of sound banks could be considered after the completion of the ECB's assessment of bank balance sheets. While bond purchases distort incentives and make the ECB subject to private and public sector pressure, with potential consequences for inflation, such risks need to be weighed against the risk of persistently low inflation.

Key words: inflation, monetary policy, quantitative easing.

JEL classification: E31, E51, E52.

ENFRENTÁNDOSE A LA BAJA INFLACIÓN: LAS OPCIONES DEL BCE (*)

Gregory CLAEYS

Zsolt DARVAS

Silvia MERLER

Guntram B. WOLFF

Bruegel

I. INTRODUCCIÓN

LOS beneficios que se derivan de la estabilidad de precios son muy claros. Una inflación elevada puede distorsionar las decisiones de inversión de las empresas y las decisiones de consumo de las familias. Los cambios en la inflación redistribuyen la riqueza y la renta reales entre los diferentes segmentos de la sociedad, tales como ahorradores y prestatarios o jóvenes y mayores. Por consiguiente, la estabilidad de precios es un bien público esencial que se ha convertido en un principio fundamental de la Unión Económica y Monetaria Europea. Pero el Tratado no define la estabilidad de precios. Corresponde al Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) cuantificarla: «Se entiende por estabilidad de precios un incremento interanual por debajo del 2 por 100 en la zona del euro del Índice de Precios de Consumo Armonizado (IPCA)» (1). El Consejo de Gobierno del BCE también ha dejado claro que su objetivo es mantener la inflación por debajo o, en todo caso, muy próximo al 2 por 100 a medio plazo, aunque no ha cuantificado lo que entiende por «proximidad» ni ha dado una definición exacta del término «medio plazo» (2). Esta aclaración se ha interpretado mayoritariamente como que el objetivo real del BCE está cercano, pero

por debajo del 2 por 100 de inflación en el medio plazo.

En las actuales circunstancias europeas, una inflación baja en el conjunto de la zona del euro implica que en determinados Estados miembros de la zona del euro la inflación tiene que ser muy baja o incluso negativa para poder recuperar su competitividad con respecto a los países con mejor comportamiento, los países del centro. Cuanto más baja sea la tasa de inflación general, más tendrán que reducirse las tasas de inflación de los países de la periferia para conseguir los mismos beneficios en términos de competitividad. Pero una inflación más baja socava la sostenibilidad de la deuda pública y privada cuando los contratos de deuda son contratos nominales a largo plazo y no se ha anticipado la caída en la tasa de inflación. Desde el punto de vista de los Estados, una inflación baja a menudo significa una caída en la recaudación tributaria nominal, lo que a su vez dificulta el servicio o el reembolso de la deuda.

La inflación en la zona del euro se ha ido reduciendo desde finales de 2011 y se ha mantenido por debajo del 1 por 100 desde octubre de 2013. La inflación subyacente, una medida que excluye las variaciones de los precios volátiles, es decir, los precios de la energía y los alimentos

no procesados, ha experimentado una evolución similar. Cinco de los 18 Estados miembros de la zona del euro (Chipre, Grecia, Portugal, Eslovaquia y España) están ya en deflación. Incluso en los países que no están en recesión, como Bélgica, Francia y Alemania, las tasas de inflación están próximas pero por debajo del objetivo de la zona del euro del 2 por 100. Y más preocupante aún es que la previsión del BCE indica que la inflación no estará cercana al 2 por 100 en el medio plazo.

Dada la necesidad de recuperar la competitividad, se puede esperar y es incluso deseable una tasa de inflación por debajo del objetivo en los países periféricos de la zona del euro. Aun así, para facilitar los ajustes y cumplir con el objetivo general de inflación del BCE, es necesario que la inflación en los países del centro de la zona del euro se estabilice y alcance niveles por encima del 2 por 100. Por consiguiente, una de las preguntas claves que se plantean los responsables de diseñar las políticas es por qué las tasas de inflación se contienen en los países del centro pese a unas condiciones de política monetaria muy acomodaticias y un restablecimiento gradual del crecimiento económico. Los responsables de las políticas monetarias también deben tener en cuenta cuáles son las políticas monetarias que resultan apropiadas para incrementar la inflación en el conjunto de la zona del euro y garantizar, al mismo tiempo, que se mantenga el diferencial de inflación entre el centro y la periferia. Además, los problemas sin resolver del sector bancario hacen más difícil la tarea del BCE.

Con este escenario detrás, en este artículo se discuten las operaciones de política monetaria dirigidas a tratar la baja inflación en la zona del euro. Evidentemente, las políticas estructurales

y las dirigidas a la banca, el mecanismo de fijación de salarios y las políticas fiscales también tendrán que representar un papel importante para luchar contra la recesión y la baja inflación. Sin embargo, estos últimos aspectos no se discuten en este artículo.

II. EVOLUCIÓN HETEROGÉNEA DE LA INFLACIÓN EN LA ZONA DEL EURO

El panel A del gráfico 1 muestra que la inflación ha seguido una tendencia a la baja desde finales de 2011, mientras que el panel B pone de relieve una tendencia similar en la inflación subyacente (3). Los paneles A y B indican también que había diferencias importantes entre los países de la zona del euro. Los países periféricos (que definimos como Chipre, Grecia, Irlanda, Italia, España y Portugal) registraron tasas de inflación más altas que otros países de la zona del euro antes de la crisis y también en pleno periodo de crisis. Solo desde 2013 se observa una caída de la inflación en la periferia por debajo de los niveles medios de la zona del euro (4).

Varios países están ya experimentando una deflación. La situación de Chipre, Grecia, Portugal, Eslovaquia y España es de deflación, mientras que en marzo de 2014 las tasas de inflación en Holanda (0,1 por 100), Irlanda (0,3 por 100), Italia (0,3 por 100) y Lituania (0,2 por 100) se acercaban bastante a cero si se medían a partir de la inflación subyacente.

— *¿Existe el riesgo de que la zona del euro en su conjunto entre en clara deflación?*

Las mediciones de las expectativas de inflación llevan tiempo ca-

yendo. El gráfico 2 muestra expectativas procedentes de dos fuentes (un estudio del BCE y un indicador basado en el mercado) y para dos horizontes temporales. Las expectativas a dos años están significativamente por debajo del 2 por 100, e incluso por debajo del 1 por 100 según el indicador basado en el mercado. En el horizonte temporal relevante para el BCE las expectativas de inflación han estado ancladas en el 2 por 100. El hecho de que el BCE no adoptara medidas de política monetaria en un momento en el que sus propias previsiones de inflación a medio plazo daban por cierto que estaban por debajo del umbral del 2 por 100, era una señal a los mercados de que las expectativas de inflación a más largo plazo también habían sido objeto de una revisión a la baja. El BCE es ahora menos efectivo a la hora de anclar las expectativas a más largo plazo en o próximo al 2 por 100.

Hay otras cuatro razones que sugieren que el BCE ya debería haber adoptado estímulos monetarios adicionales:

1) El coste de las desviaciones con respecto a la inflación actual de referencia es asimétrico.

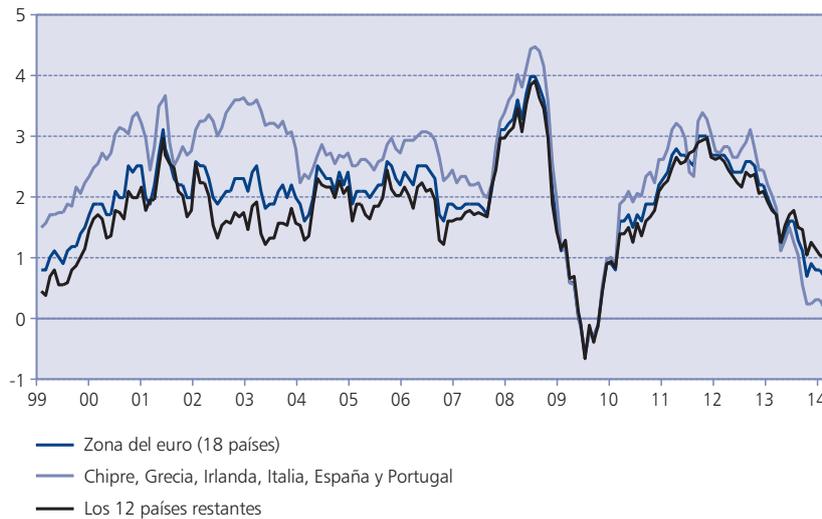
2) El historial de las previsiones y expectativas de inflación demuestra que, a menudo, los grandes cambios en la inflación no se han podido prever.

3) La experiencia japonesa parece indicar que las expectativas a largo plazo del mercado pueden estar persistentemente sesgadas al alza.

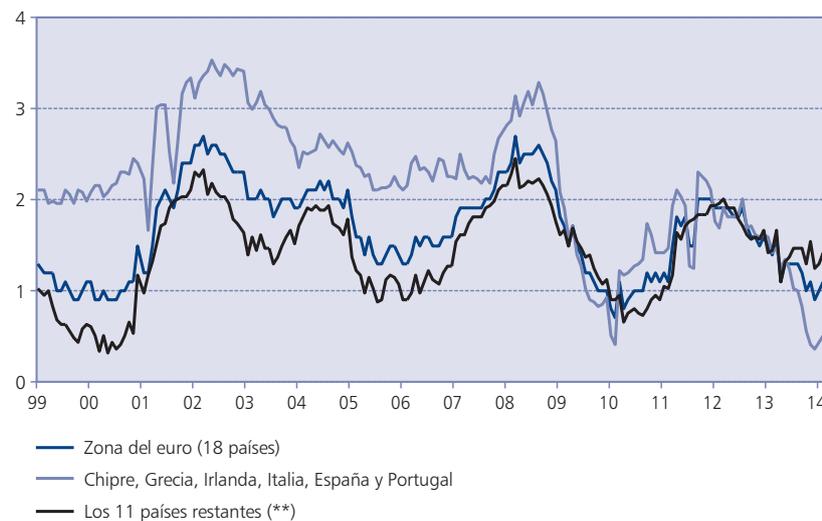
4) La acción anterior se puede evitar con el uso posterior de medidas de política no convencional mucho más intensas, en situaciones en que la inflación cae tanto que no queda otra opción.

GRÁFICO 1
EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN EN LA ZONA DEL EURO
(Cambio porcentual comparado con el mismo mes del año anterior)

A) Inflación general (con todos los productos)



B) Inflación subyacente (*)



Notas:

(*) La inflación subyacente se define como el índice general excluyendo los alimentos no procesados y la energía.

(**) Los datos de inflación subyacente de Eslovenia no están disponibles para todo el periodo analizado, por lo que no se incluye este país.

Fuente: Cálculos de Bruegel utilizando datos de Eurostat.

En primer lugar, cuando el nivel de inflación es bajo, los costes de una desviación con respecto a las previsiones de inflación del

propio BCE son altamente asimétricos. Si la inflación resulta ser más alta de lo previsto, ello significaría que la inflación estaría más

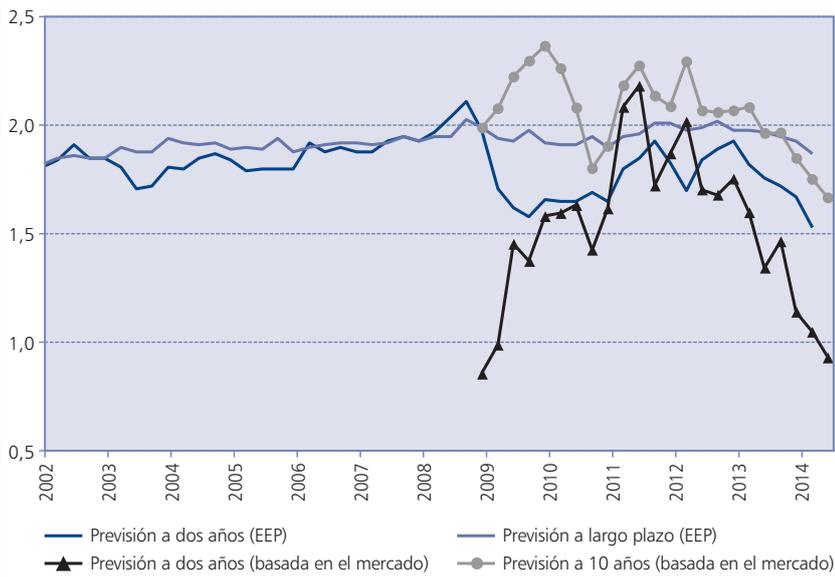
próxima del umbral del 2 por 100, lo que constituye una evolución benigna. Pero, si la inflación resulta ser más baja de lo previsto, los países periféricos de la zona del euro tendrían que mantener un nivel de inflación aún más bajo o un nivel de deflación más alto, con los riesgos consiguientes para la sostenibilidad de la deuda pública y privada.

En segundo lugar, las previsiones de inflación del BCE y las expectativas del mercado no fueron capaces de predecir desviaciones importantes con respecto al umbral del 2 por 100 (gráfico 3). Cuando se observaba una desviación significativa, tanto las previsiones del BCE como las expectativas del mercado predecían una vuelta gradual al umbral del 2 por 100, lo que en ocasiones se confirmó (véanse, por ejemplo, las previsiones del BCE de diciembre de 2011), pero resultó desacertado la mayoría de las veces.

Y, en tercer lugar, el hecho de que las expectativas de inflación a largo plazo en la zona del euro no se hayan desviado demasiado del 2 por 100 hasta el momento no debería interpretarse como una garantía de que la inflación pueda volver al nivel del 2 por 100 sin ninguna medida adicional de política monetaria. En Japón, las expectativas de inflación a largo plazo se mantuvieron en torno al 1 por 100 en promedio entre 1996 y 2013, pese a que el nivel real de inflación se situó ligeramente por debajo de cero, en $-0,1$ por 100 (gráfico 4). El error medio de previsión de las expectativas de inflación a seis-diez años cometido entre 1996 y 2003 fue de 1,1 puntos porcentuales (5).

Al mismo tiempo, las evoluciones de los precios de la zona del euro siguen siendo sustancialmen-

GRÁFICO 2
EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN EN LA ZONA DEL EURO (*)
 (Expectativas de la Encuesta de Expertos en Previsión del BCE
 y las basadas en el mercado, T1;2002-T2;2014)



Nota: (*) En la encuesta del BCE el horizonte de largo plazo no se especifica. Las expectativas que se basan en el mercado se refieren a *swaps* de inflación a un día (OIS) que se pueden usar como una variable *proxy* de la expectativa de inflación futura. Los valores del T2-2014 de las expectativas del mercado se calculan como la media durante el periodo 1-23 de abril, mientras que el último dato disponible para los valores de la encuesta son de finales de marzo de 2014.

Fuentes: Encuesta de Expertos en Previsión (*Survey of Professional Forecasters*) del BCE y Datastream.

III. ¿CÓMO ABORDAR UNA INFLACIÓN BAJA EN UNA UNIÓN MONETARIA HETEROGÉNEA?

1. Restricciones clave

La tarea del BCE se complica por la presencia de dos circunstancias muy concretas. En primer lugar, la zona del euro es una unión monetaria muy heterogénea en la que está en curso un proceso de ajuste de precios relativos entre las diferentes partes de la unión monetaria. Este ajuste es consecuencia de las pasadas divergencias en los precios, muy significativas. Para comprender mejor la primera cuestión, es útil recurrir a un sencillo ejemplo de una unión monetaria de dos países. En esta unión monetaria, una región (llamada la periferia) está en recesión y tiene una tasa de inflación que tiende a cero, mientras que la otra región (llamada el centro) tiene una tasa de inflación del 1 por 100, todavía por debajo del objetivo del 2 por 100, aunque esta región casi alcanza el pleno empleo. El estímulo monetario debería provocar un incremento de la inflación agregada en la unión monetaria hasta alcanzar el objetivo del 2 por 100. No obstante, como es necesario un ajuste de precios relativos entre la periferia y el centro, el estímulo monetario tendría que garantizar el mantenimiento del diferencial de inflación entre las dos regiones.

Por tanto, el estímulo debe incrementar la inflación y la actividad tanto en el centro como en la periferia. El necesario ajuste de precios relativos implica que la inflación se incremente en el centro hasta superar el objetivo, mientras que se mantenga por debajo de este en la periferia. En caso de que el estímulo no tuviera ningún impacto en el centro, restringiéndose su influencia a la periferia,

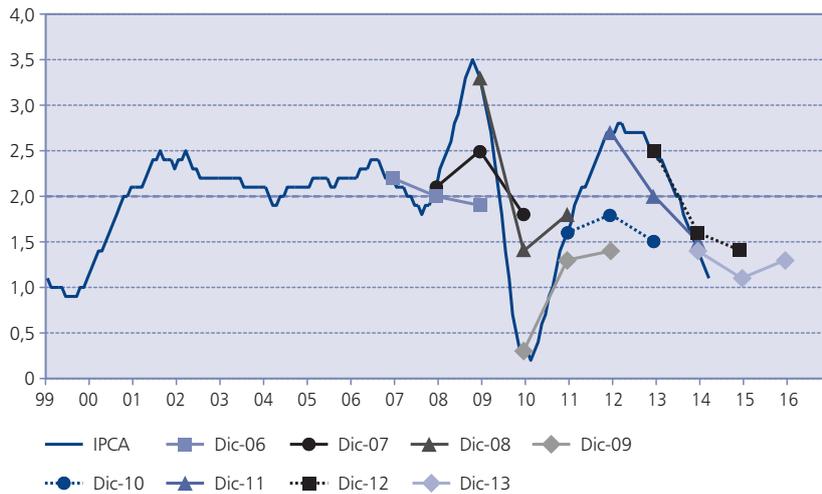
te distintas de lo que ha sucedido en Japón en las dos últimas décadas. En Japón, cerca de la mitad de los artículos que forman parte de la cesta de la compra registraron una caída en sus precios durante el periodo en el que la tasa de inflación media era cercana a cero (Claeys, Hüttl y Merler, 2004). En la zona del euro se había registrado un aumento en la proporción de los artículos de la cesta del IPCA que ya eran deflacionarios en los últimos meses (hasta cerca del 20 por 100 de la cesta total del IPCA), pero esta proporción no es demasiado alta (y similar a las proporciones observadas en 2005 cuando la tasa de inflación se aproximó al 2 por 100 en la zona del euro) y sigue sien-

do significativamente más baja que en Japón.

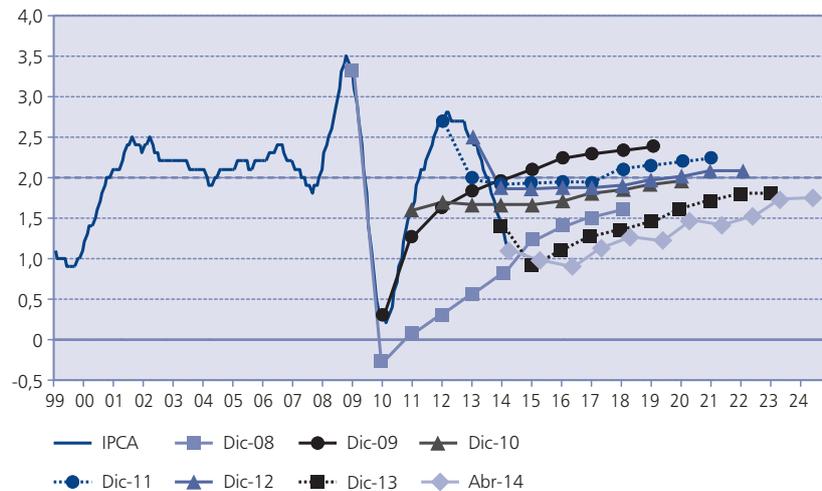
En su conjunto, la inflación no ha dejado de bajar de forma significativa, al igual que las expectativas de inflación. Las previsiones de inflación han demostrado una y otra vez que son demasiado optimistas respecto al regreso a tasas de inflación en el umbral del 2 por 100 en la zona del euro como del objetivo del 1 por 100 en Japón. Las propias previsiones del BCE parecen indicar que la inflación en la zona del euro no volverá a niveles cercanos al 2 por 100 en el medio plazo, y detectamos un riesgo importante de que no vuelvan a situarse en estos niveles ni siquiera a más largo plazo.

GRÁFICO 3
PREDICIONES Y EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN Y DATOS REALIZADOS DE INFLACIÓN EN LA ZONA DEL EURO (*)

A) Previsiones de inflación del BCE



B) Expectativas de inflación basadas en el mercado



Nota: (*) El IPCA se define como la tasa de variación media en los doce meses; en el panel A, para las previsiones del BCE las proyecciones de la plantilla indican un rango que se refiere al «cambio porcentual medio anual proyectado» (véase: [//www.ecb.europa.eu/mopo/strategy/ecana/html/table.en.html](http://www.ecb.europa.eu/mopo/strategy/ecana/html/table.en.html)). Por simplicidad, se toma la media del rango dado. En el panel B, las expectativas basadas en el mercado se refieren al *swap* de inflación a 1 día (OIS), que se utiliza como variable *proxy* de las expectativas de inflación futura.

Fuente: Datastream.

estímulo monetario orientado a que los bancos incrementen los préstamos al sector privado resulte menos efectivo, tal y como ocurrió en el contexto de las operaciones de refinanciación a plazo más largo (*Longer Term Refinancing Operations*, LTRO) a finales de 2011 y comienzos de 2012, cuando los bancos incrementaron los préstamos a los gobiernos y acumularon reservas en el BCE. Además, el BCE está preocupado con la calidad de los balances de los bancos en el sentido de que está revisando la calidad de los activos y realizando test de estrés. Evidentemente, la política monetaria no puede por sí sola arreglar el canal del crédito bancario. Es necesario tomar medidas para corregir las deficiencias estructurales de los balances bancarios. La pregunta clave es si las posibles medidas de política monetaria (tales como una nueva inyección de liquidez a largo plazo a los bancos, programas de compra de activos de bancos y/o de otros tenedores de activos del sector privado o tipos de depósito negativos en el BCE para los bancos) podrían dar lugar a un incremento de la inflación en las circunstancias actuales. Otra pregunta igualmente importante es saber si medidas de política monetaria de este tipo eliminarían el incentivo para corregir los problemas estructurales del sistema bancario donde proceda.

2. Instrumentos de política monetaria para afrontar una inflación baja en el marco particular de la zona del euro

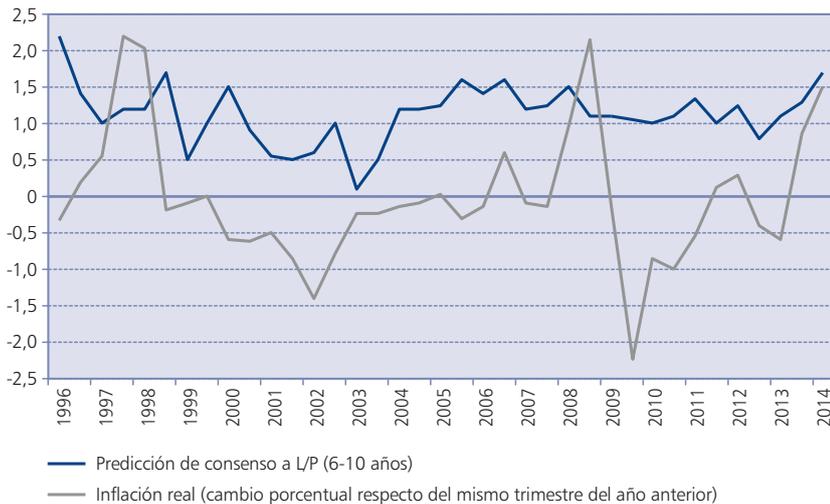
Son varios los instrumentos de política monetaria que podrían desplegarse para incrementar la inflación y las expectativas de inflación:

terminaría por socavar el necesario proceso de ajuste de precios.

La segunda cuestión que el BCE ha de resolver es el saneamiento

de los balances de los bancos que ya está en curso. Cuando varios bancos presentan una posición vulnerable en términos de capital y de liquidez, es probable que un

GRÁFICO 4
EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A LARGO PLAZO E INFLACIÓN REAL EN JAPÓN (*)



Nota: (*) Se utilizan los datos utilizados en el gráfico 7 de Antolin-Díaz (2014). Hay dos observaciones por año, abril y octubre. Para la inflación real se dibuja el cambio en el IPC general respecto del trimestre del año anterior, que el último dato disponible para los valores de la encuesta son de finales de marzo de 2014.

Fuentes: Consensus Economics (2014) para las expectativas y FMI para los datos realizados.

— Reducir las operaciones principales de financiación (*Main Refinancing Operation*, MRO) a tipo de interés cero.

— Tipos de depósito negativos para los depósitos bancarios en el BCE.

— Finalizar la esterilización del SMP (*Securities Market Programme*) de las posiciones en deuda pública del BCE.

— Nuevas operaciones de refinanciación a largo plazo (por ejemplo, a tres o más años), a ser posible condicionadas a la concesión de crédito neto al sector privado.

— Compras de activos:

a) Compra de deuda europea o de la zona del euro (deuda de

fondos europeos y de bancos de inversión europeos.

b) Compra de deuda no soberana, por ejemplo, deuda de empresas no financieras, valores respaldados por activos (ABS) o deuda de entidades financieras.

c) Compra de deuda soberana de Estados miembros de la zona del euro.

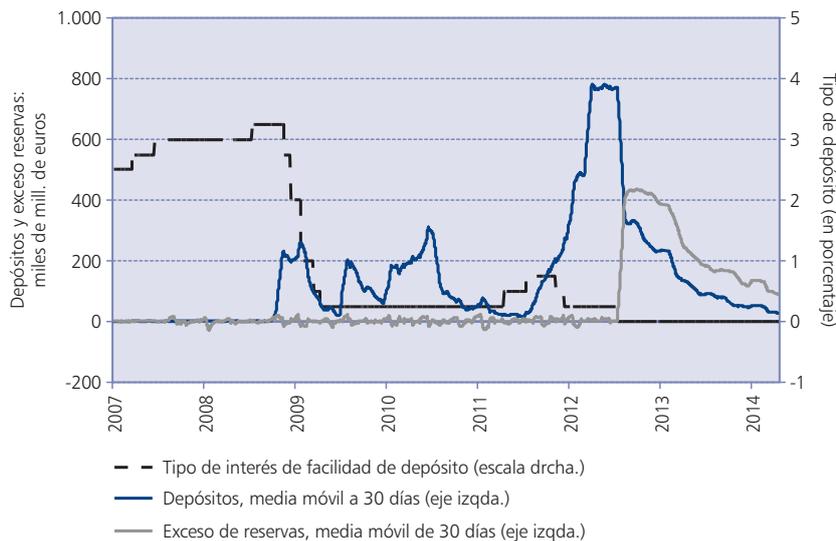
d) Intervenciones en los mercados de divisas: compra de activos extranjeros, como deuda soberana fuera de la zona del euro o deuda corporativa. No volveremos a ocuparnos de esta medida de política monetaria habida cuenta de la declaración de febrero de 2013 de los gobernadores de los bancos centrales y ministros de Economía del G-7, ratificando «el compromiso per-

manente con tipos de cambio determinados por el mercado y consultar ampliamente cualquier intervención en los mercados de divisas» (6).

2.1. Reducir el tipo de interés del BCE

Cabría la posibilidad de una rebaja marginal del tipo de refinanciación del BCE, actualmente en el 0,25 por 100. Pero es poco probable que el impacto de esta pequeña rebaja sea suficiente para cambiar de modo sustancial las expectativas de inflación. Además, el BCE podría bajar el tipo de interés que reciben los bancos cuando depositan liquidez en el BCE, de cero a un tipo negativo. Dado que actualmente los bancos no pueden exceder las reservas en sus cuentas corrientes en el BCE a tipo cero, un tipo de depósitos negativo estaría acompañado por el mismo tipo de interés negativo sobre los excesos de reservas para evitar el cambio de todos los depósitos a excesos de reservas. El gráfico 5 muestra que los bancos cambiaron la mitad de sus depósitos a exceso de reservas cuando el tipo de los depósitos se redujo a cero. Un tipo de interés en los depósitos negativo significaría que los bancos pagarían intereses por colocar depósitos en el banco central. Esta medida reduciría el incentivo que supone para los bancos mantener sus reservas en el banco central y, por consiguiente, debería llevar a los bancos a una mayor predisposición a destinar su liquidez a otros usos, como puede ser conceder crédito a otros sectores de la economía. Sin embargo, la suma de los depósitos de los bancos y sus excesos de reservas en el BCE ha caído rápidamente (gráfico 5), incluso con la normalización de los mercados monetarios a los niveles precrisis cercanos a cero. Esto

GRÁFICO 5
TIPO DE INTERÉS SOBRE DEPÓSITOS DEL BCE, DEPÓSITOS DE BANCOS EN FACILIDADES DE DEPÓSITO DEL BCE Y EXCESO DE RESERVAS DE LOS BANCOS EN EL BCE (*)
 (Enero 2007-abril 2014)



Nota: (*) El exceso de reserva de los bancos incluye las reservas de los bancos que mantienen en sus cuentas corrientes con el BCE menos el requerimiento mínimo de reservas.
 Fuente: Cálculos de Bruegel basados en datos del BCE.

implica que el impacto directo de un tipo de depósito negativo sería mínimo, en términos de cambiar los incentivos para mantener depósitos y exceso de reservas.

No es fácil determinar el impacto específico que tendría un tipo de depósito negativo sobre el crédito adicional y la inflación, pero el caso de Dinamarca puede servir de ejemplo. En julio de 2012, el banco central danés redujo el tipo de depósito de los bancos a $-0,2$ por 100, y mantuvo el tipo negativo hasta el 24 de abril de 2014. La principal motivación para el tipo de interés negativo fue desincentivar las entradas de capital en Dinamarca, porque con la intensificación de las crisis del euro los inversores buscaban activos seguros. Los efectos más directos fueron la re-

ducción del rendimiento de los bonos del Tesoro danés por debajo de cero y una depreciación de la corona danesa frente al euro, en alrededor de medio punto porcentual (de 7,43 a 7,46). Este cambio fue bastante voluminoso para Dinamarca, ya que el tipo de cambio con el euro se mantiene muy estable. Un tipo de depósito negativo del BCE podría reducir los rendimientos de los bonos del Tesoro, especialmente de los países del centro de la zona del euro, y debilitar el tipo de cambio del euro, lo que daría lugar a un aumento de la inflación.

Algunos comentaristas (por ejemplo, Papadia, 2013) han argumentado que, de hecho, los bancos podían aumentar el tipo de interés de sus préstamos para compensar las pérdidas ocasionadas por sus depósitos en el BCE. Sin embargo, la experiencia danesa también mostró que un tipo de interés de depósito negativo no necesariamente tiene impacto sobre los préstamos de los bancos a sus clientes. Otro motivo de preocupación tiene que ver con el impacto de los tipos de interés negativos sobre la actividad del mercado monetario. La decisión del BCE de reducir a cero el tipo de depósito ya ha supuesto el cierre de varios fondos del mercado monetario —fondos de inversión que invierten en el mercado monetario (7)—. No obstante, en Dinamarca los volúmenes del mercado monetario solo experimentaron una ligera bajada después de que se introdujera el tipo de depósito negativo del banco central. Los inversores que salían de los fondos del mercado monetario se limitaban a atesorar el dinero en efectivo o se veían obligados a buscar nuevas inversiones, lo que probablemente llevó a aumentar la liquidez en los mercados con características similares a los mercados monetarios.

2.2. *Detener la esterilización de las posiciones de deuda del SMP*

Otra medida que se plantea algunas veces consiste en suspender la esterilización de las posiciones de deuda del Programa para el Mercado de Valores del BCE (*Securities Market Programme, SMP*). Al amparo de este programa, el BCE adquirió cerca de 220.000 millones de euros en deuda pública de Grecia, Irlanda, Portugal, Italia y España. En este momento todavía hay 175.500 millones de euros en bonos del SMP, cuya fecha de vencimiento no ha sido hecha pública por el BCE. Los títulos públicos se mantienen hasta su vencimiento y las compras se esterilizan en su tota-

lidad. Detener su esterilización supondría una inyección de 175.500 millones de euros en los mercados monetarios de la zona del euro.

Ahora bien, el programa SMP se lanzó para corregir el mal funcionamiento de los mercados de capitales y restaurar un mecanismo adecuado de transmisión de la política monetaria, sin que ello incidiera en la señal de política monetaria (8). Un rasgo clave que se destacó de ese programa era la esterilización. No cumplir con este compromiso y cambiar ahora el objetivo alterando la señal resultaría bastante problemático, ya que podría socavar la confianza en otros compromisos adquiridos por el BCE. Es importante señalar que también se anunció la esterilización de las Operaciones Monetarias de Compraventas (OMT) (9). En las disputas judiciales sobre las OMT que hay en curso actualmente (10), detener la esterilización de las posiciones de deuda del SMP brindaría un argumento poderoso a los demandantes, que podrían alegar que los compromisos del BCE respecto a las OMT no son de fiar.

2.3. *Nuevas operaciones de refinanciación a largo plazo (por ejemplo, tres años o más)*

En épocas normales, los bancos centrales no se implican en operaciones de liquidez a largo plazo. Una de las razones de ello es la relacionada con el riesgo moral: una financiación a largo plazo de los bancos centrales a tipos más bajos de los que los bancos pueden obtener en el mercado podría incentivar una asunción de riesgos excesiva y mantener a flote bancos de lo contrario insolventes. Pero cuando el mercado interbancario se

tornó disfuncional durante la crisis, varios países periféricos de la zona del euro se enfrentaban a una suspensión repentina de la financiación exterior. Para abordar este problema, el BCE proporcionó una amplia liquidez. El plazo de vencimiento de las operaciones de liquidez del BCE se amplió de tres a seis y doce meses. En diciembre de 2011 y febrero de 2012, el BCE también lanzó dos Operaciones de Refinanciación a Largo Plazo (LTRO) de carácter extraordinario con plazos de vencimiento a tres años, al amparo de las cuales los bancos de la zona del euro tomaron prestado un total de casi 1 billón de euros.

Asimismo, en octubre de 2008, el BCE introdujo una política de «adjudicación total» para todas las operaciones de liquidez del BCE. Con este procedimiento, el control de la liquidez de los bancos centrales se traslada de facto del banco central al sistema bancario, al poder acceder los bancos a toda la liquidez del banco central que necesiten a un tipo de interés variable (a condición de que aporten colateral elegible suficiente).

Estas operaciones, junto con la revisión de la política de colateral elegible (ampliación y modificación de los requisitos para la aceptación de activos como colateral con objeto de mitigar las posibles restricciones derivadas de la escasez de colateral) permitieron a los bancos con problemas de liquidez refinanciar una parte sustancial de sus balances gracias al crédito del banco central, disponible a un tipo de interés bajo y un vencimiento largo. En un sistema fuertemente dependiente de los bancos, como el de la zona del euro, estas medidas fueron esenciales para evitar un cataclismo financiero y económico (11).

No obstante, estas operaciones contribuyeron muy poco a incentivar la concesión de créditos al sector privado (aunque es probable que sí hayan contribuido a evitar el colapso del crédito existente). En una gran medida, los bancos depositaron la financiación barata obtenida del banco central en el BCE para los tiempos difíciles, o bien compraron deuda pública con un mayor rendimiento. Por tanto, las LTRO sirvieron para apuntalar la liquidez, asegurando a los bancos una financiación estable a largo plazo (tres años), subsidiaron al sistema bancario y ayudaron a restablecer su rentabilidad y apoyaron temporalmente a unos mercados de deuda pública en apuros. Considerando la alternativa de una crisis financiera cuya gravedad podía ir en aumento, estos logros fueron beneficiosos. Aunque las LTRO pudieron retrasar los esfuerzos de reestructuración de la banca y prolongar la vida de bancos inviables.

Por dos motivos principales, la situación actual difiere mucho de la que había cuando se adoptaron las dos LTRO con vencimiento a tres años.

En primer lugar, una de las razones por las que fracasaron las LTRO de 2011/2012 en su intento de promover el crédito fue la debilidad de los balances de los bancos y la incertidumbre acerca de la integridad de la zona del euro. Gracias a la Evaluación Exhaustiva del BCE, las deficiencias estructurales del sector bancario se están corrigiendo de forma gradual. Además, las especulaciones sobre el desmembramiento de la eurozona han perdido parte de su relevancia. Por tanto, una nueva LTRO podría ser más efectiva. En concreto, si la financiación del BCE se condiciona al incremento por parte de los bancos del crédito neto a la economía no financiera del sector privado, de modo simi-

lar al Plan de Financiación del Crédito (*Funding for Lending Scheme*, FLS) del Banco de Inglaterra (Darvas, 2013; Wolff, 2013). Este condicionamiento, por definición, excluiría el uso de esa liquidez por parte de los bancos para comprar deuda pública. Con el crédito garantizado a los bancos, la exposición del BCE al riesgo de crédito es mínima. Además, el banco central no sustituiría al sistema bancario en la provisión y asignación del crédito al sector privado no financiero. Una nueva LTRO podría ser una buena opción de política monetaria para promover el crecimiento del crédito.

En segundo lugar, la otra gran razón por la que la situación ac-

tual difiere de la época en la que se adoptaron las LTRO con vencimiento a tres años es que hoy ya no hay crisis de liquidez. De hecho, algunos bancos están reembolsando antes de lo previsto los préstamos del BCE (gráfico 6), aun cuando pueden sustituir esa financiación a un mayor coste de otras fuentes. Por tanto, inyectar liquidez mediante una LTRO puede estar limitada y el programa podría no ser efectivo en estimular la inflación y el préstamo.

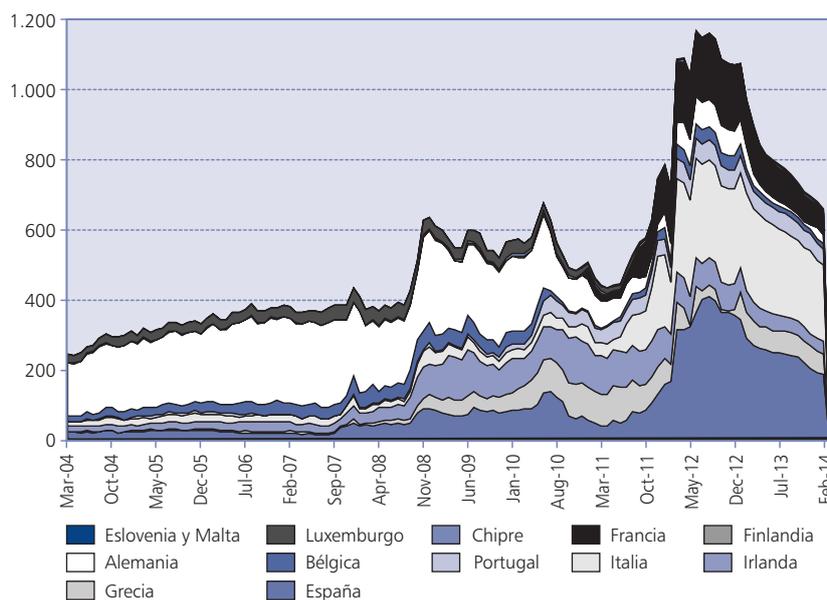
IV. COMPRAS DE ACTIVOS

Para cualquier banco central, las compras de activos siempre llevan asociadas elecciones difícil-

les sobre qué y cuánto comprar. El banco central se ha convertido en un comprador importante en los mercados financieros y, por tanto, puede estar sujeto a presiones procedentes de políticos y empresas. Este es un poderoso argumento para que los bancos centrales actúen pronto, para evitar la trampa de una baja inflación en la que las políticas monetarias convencionales llegarían a ser menos efectivas. Cuanto más tiempo se retrase la aplicación de un programa de compra de activos en una situación en la que la inflación es ya muy baja, mayor es el riesgo de que en última instancia sea necesario un programa de compra aún mayor.

Como respuesta a la crisis global económica y financiera, la Reserva Federal, el Banco de Inglaterra y el Banco de Japón lanzaron programas de compra de activos de gran alcance, denominados a menudo expansión cuantitativa (*Quantitative Easing*, QE) (12). Entre comienzos de 2009 y marzo de 2014, la Reserva Federal compró 1,9 billones de dólares (el 11,9 por 100 del PIB de Estados Unidos) en bonos a largo plazo del Tesoro estadounidense (UST) y 1,6 billones de dólares (el 9,6 por 100 del PIB de Estados Unidos) en títulos respaldados por hipotecas (*Mortgage-Backed Securities*, MBS). Entre enero de 2009 y noviembre de 2012, el Banco de Inglaterra compró 375.000 millones de libras (el 24 por 100 del PIB de Reino Unido) en títulos de deuda del Tesoro británico en su mayoría a medio y largo plazo. Y el Banco de Japón inició una nueva ronda de compras de activos en marzo de 2013 y prevé comprar 50 billones de yenes en deuda pública (el 10,4 por 100 del PIB de 2013), 1 billón de yenes de fondos cotizados (el 0,2 por 100 del PIB) y 50.000 millones de yenes en fon-

GRÁFICO 6
USO DE LA LIQUEZ DEL EUROSISTEMA, ENERO 2003-FEBRERO DE 2014 (*)
(En miles de millones de euros)



Nota: (*) El BCE no proporciona datos desagregados por país del uso de sus facilidades. Los datos proceden de los bancos centrales nacionales pero el informe estándar difiere. Por lo tanto, la longitud de las series temporales no es la misma para todos los países y para algunos países los datos no están disponibles para el público.

Fuente: Informes de los bancos centrales nacionales.

dos japoneses de inversión inmobiliaria (el 0,01 por 100 del PIB) al año, con objeto de duplicar en dos años la base monetaria del país. Además de estas compras de activos, estos bancos centrales también disponían de una serie de programas para mantener la liquidez de diferentes mercados. El BCE ha efectuado pocas compras de activos hasta la fecha, pero ha reaccionado a la crisis inyectando liquidez al sistema bancario. La magnitud del balance de los bancos centrales se incrementó, pues, por diferentes motivos (gráfico 7).

Las compras de activos pueden obedecer a una medida de política si los tipos de interés han llegado al límite inferior de cero y las operaciones de refinanciación no son efectivas, como se indicó anteriormente. Hay diversas vías a través de las cuales las compras de activos pueden ejercer una influencia sobre las condiciones

monetarias y, por ende, sobre la actividad económica y los precios:

— *El multiplicador monetario*: si el multiplicador monetario (la relación entre los agregados monetarios en sentido amplio y la base monetaria) es estable, el incremento de la base monetaria resultante de la compra de activos incrementará los agregados monetarios, al concederse más crédito a entidades no financieras y a familias, lo que a su vez estimulará la demanda.

— *Alterar las rentabilidades*: la compra por el banco central de un determinado activo reducirá la oferta neta de dicho activo al sector privado e incrementará su precio, reduciendo así su rentabilidad.

— *Reajuste de carteras*: a menos que los activos adquiridos sean un sustituto muy próximo al dinero en efectivo (como los pa-

garés y letras del Tesoro a corto plazo), los inversores que vendieron estos activos buscarán nuevas oportunidades de inversión, haciendo subir los precios y reduciendo también los rendimientos en otros mercados.

— *Tipo de cambio*: vía reajuste de carteras, los anteriores propietarios de los activos podrían invertir en activos nominados en otras divisas, lo que traería consigo una depreciación de la moneda local. Esto último podría, a su vez, incrementar los precios a la importación y, por tanto, la inflación, pero también fomentaría la producción para la exportación y, por consiguiente, la actividad económica.

— *Efecto riqueza*: el incremento de los precios de los activos puede tener un efecto riqueza para los propietarios de esos activos, lo que a su vez puede incrementar el consumo o la inversión (13).

— *Señalización*: las compras de activos por el banco central cuando se alcanza el límite inferior de cero en los tipos de interés podría constituir una señal para los participantes en el mercado de que el banco central es serio en cuanto a la relajación adicional de las condiciones monetarias. Esto podría tener un impacto sobre las expectativas de inflación y sobre la orientación futura prevista de los tipos de política monetaria, lo que a su vez podría traer consigo una reducción en los tipos de interés reales actuales.

1. ¿Cómo funcionarían estos canales en la zona del euro y, en particular, en los países del centro y en los periféricos?

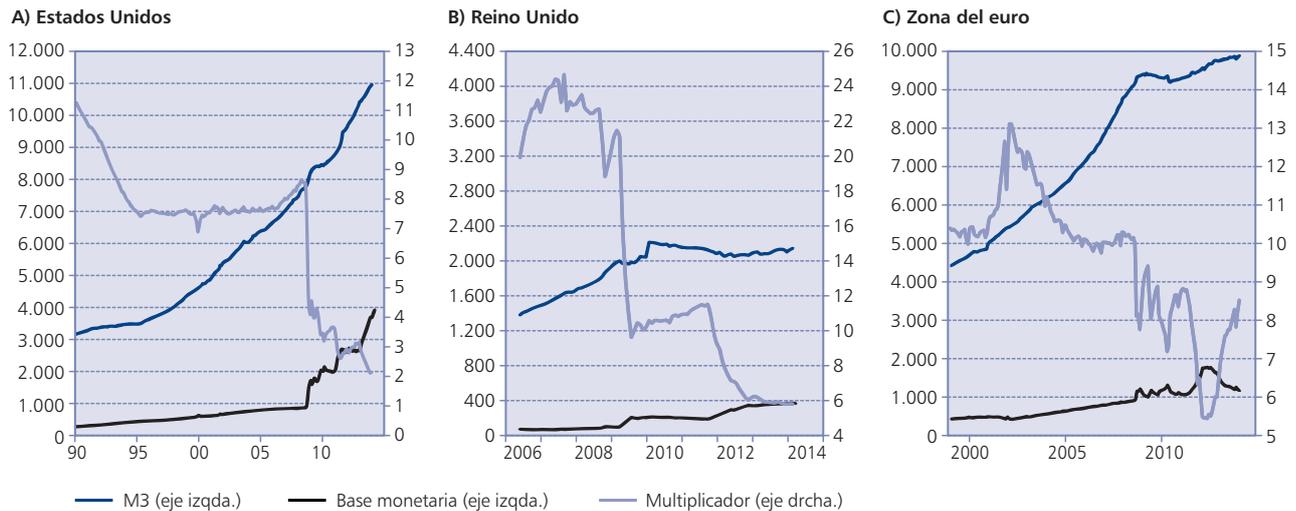
La experiencia reciente pone de manifiesto que el canal del

GRÁFICO 7
TAMAÑO DE LOS BALANCES DE VARIOS BANKOS CENTRALES
(En porcentaje del PIB)



Fuentes: FRED, FMI.

GRÁFICO 8
AGREGADOS MONETARIOS Y MULTIPLICADORES MONETARIOS



Fuentes: FRED, BCE y Banco de Inglaterra.

El multiplicador monetario no funcionó en países que realizaron compras de activos y cayó significativamente a medida que aumentaba la base monetaria. El gráfico 8 muestra, por ejemplo, que en Estados Unidos y Reino Unido, el agregado monetario M3 siguió creciendo más o menos al mismo ritmo incluso tras la duplicación de la base monetaria, reduciendo así a la mitad el multiplicador monetario. Muy probablemente el multiplicador en la zona del euro sería igualmente inestable tras la compra de activos, luego el canal del multiplicador monetario no sería efectivo.

El balance del BCE experimentó un incremento del 112 por 100 entre septiembre de 2008 y junio de 2012, habiéndose reducido un 30 por 100 desde entonces por el reembolso de las LTRO por los bancos. El declive del balance como tal no es un indicio de endurecimiento de las condiciones monetarias, sino que refle-

ja más bien una normalización de las condiciones de liquidez en el mercado interbancario.

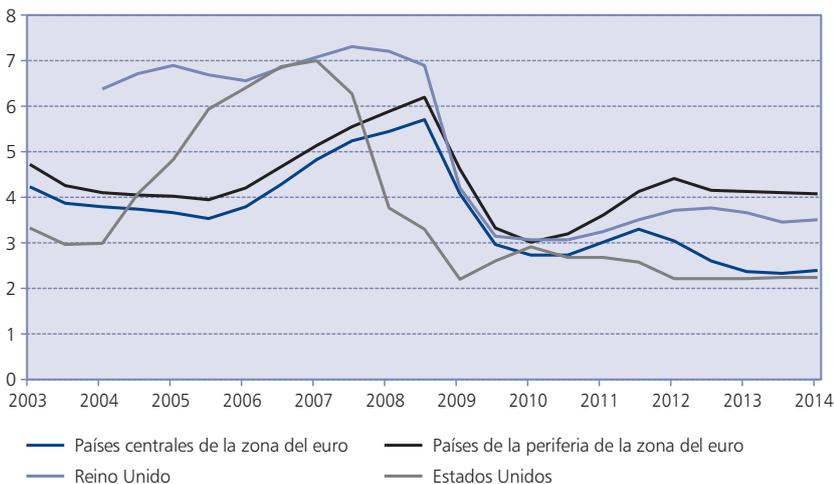
El canal que funciona a través de una reducción de los rendimientos nominales es poco susceptible de constituir un medio potente en las economías del centro, si bien podría tener una incidencia algo mayor en los países periféricos. En países del centro de la zona del euro, tanto los rendimientos de la deuda pública como los costes de financiación del sector privado son actualmente muy bajos. El rendimiento del bono alemán a diez años es del 1,5 por 100 anual, pero incluso en Italia y España el rendimiento del bono a diez años es de un 3,1 por 100, muy similar al rendimiento de la deuda pública estadounidense a diez años. En cuanto a los tipos de los créditos a las empresas, los tipos nominales del sector privado son más bajos en los países centrales de la eurozona que en Reino Unido y

ligeramente superior que en Estados Unidos, dos países que ya han puesto en marcha compras de activos a gran escala (panel A del gráfico 9). Dado que la inflación también es más baja en estos países de la zona del euro que en Estados Unidos, la diferencia entre tipos reales es ligeramente superior en la zona del euro que en Estados Unidos, pero todavía inferior a su valor precrisis. Por lo tanto, la reducción en los rendimientos reales consecuencia del cambio en las expectativas de inflación podría ser algo más efectiva en los países del centro, pero la caída en los tipos de interés reales sería probablemente limitada.

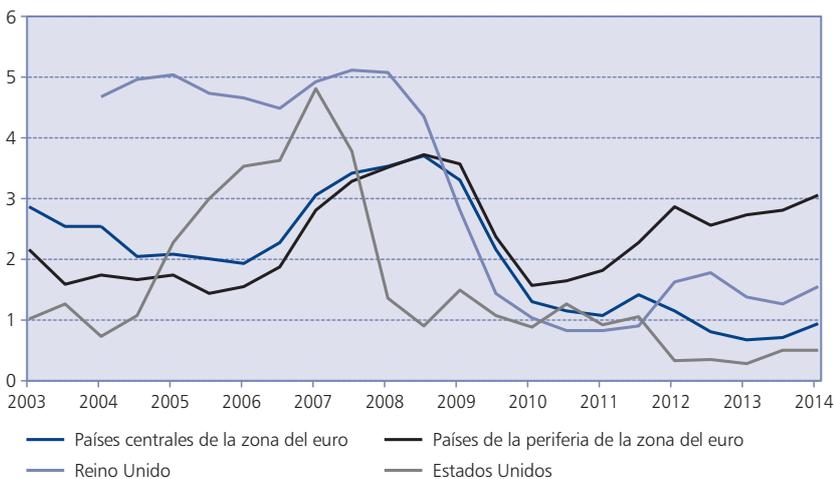
En el caso de los países periféricos, los tipos de interés nominales de los créditos a las empresas no financieras son más elevados que en los países centrales, y debido a unas expectativas de inflación aun menores que en estos últimos, los tipos de interés reales

GRÁFICO 9
TIPO DE INTERÉS DE PRÉSTAMOS A EMPRESAS NO FINANCIERAS
EN LA ZONA DEL EURO, REINO UNIDO Y ESTADOS UNIDOS (*)

A) Tipos nominales



B) Tipos reales



Nota: (*) Se muestran dos datos por año que corresponden con la publicación de primavera del Informe del FMI (*World Economic Outlook*, WEO), que suele publicarse en abril, y con el WEO de otoño, publicado normalmente en octubre. El tipo de interés nominal es la media respecto de los seis meses anteriores a la publicación del WEO. Los tipos de interés reales se calculan utilizando las previsiones de inflación a dos años del WEO hasta octubre de 2007 (debido a la falta de previsiones para horizontes más largos), mientras que a partir de abril de 2008 se utiliza un promedio de previsión de cinco años. Las previsiones de inflación del WEO se mantuvieron relativamente estables con anterioridad a 2008, pero después mostraron variaciones mayores, por lo que nuestra elección de considerar diferentes horizontes de tiempo para la previsión de inflación antes de 2008 y después de 2008 puede no distorsionar mucho la comparabilidad de los dos periodos. El dato más reciente de Estados Unidos es T1-2014; para la zona del euro y Reino Unido es febrero-2014. Los datos relativos a los países del centro de la zona del euro y la periferia se calculan como un promedio ponderado del PIB con pesos fijos.

Fuentes: Cálculos de Bruegel basados en el BCE (tipos de los préstamos en los países de la UE), el FMI (las previsiones de inflación) y St. Louis FRED (los tipos de interés nominales de Estados Unidos).

son considerablemente mayores. Queda todavía por determinar hasta qué punto el diferencial de rendimiento entre los tipos de interés de los créditos en los países del centro y de la periferia responde a la fragmentación financiera y al mayor riesgo crediticio en los países periféricos. En el momento más álgido de la crisis del euro en el verano del 2012, es probable que ambos factores desempeñasen un papel crucial. Desde entonces, se ha relajado la fragmentación en la eurozona. En la medida en que la fragmentación financiera siga desempeñando un papel importante, estarán justificadas las medidas del BCE para limitar dicha fragmentación, tales como las compras de activos con un efecto ya sea directo o indirecto sobre los costes de los préstamos de las empresas no financieras. Al mismo tiempo, las compras de activos también pueden tener un impacto indirecto en el riesgo crediticio vía una mejora en las condiciones económicas.

Una cuestión relevante es la importancia de los cambios en los tipos de interés reales ante el actual ajuste de precios relativos entre los países centrales y la periferia de la zona del euro. Taylor (1999) estimó la semielasticidad del consumo y la inversión con respecto al tipo de interés real en los países del G-7. Sus resultados indican que la sensibilidad ante el tipo de interés era significativamente mayor en Francia y Alemania que en Italia. Por lo tanto, un mismo descenso del tipo de interés real (ya sea por un aumento en las expectativas de inflación o un rendimiento nominal inferior) sería más expansivo en los países centrales que en Italia (y probablemente también que en otros países de la periferia). Como hemos argumentado, el alcance de una disminución en los tipos

reales es menor en los países del centro que en la periferia. Por lo tanto, una reducción de los tipos de interés reales al sector privado podría ser neutral en términos generales para el actual ajuste de precios relativos de la zona del euro, ya que en el centro el alcance limitado de dicha reducción se acompañaría de una elevada sensibilidad a los tipos de interés, mientras que en la periferia el mayor efecto de la reducción se acompañaría por una baja sensibilidad a los tipos de interés.

El canal del reajuste de Carteras probablemente funcionaría tanto en los países centrales como periféricos. Por ejemplo, los tenedores de bonos del gobierno alemán a largo plazo posiblemente tienen preferencia por activos seguros a largo plazo. Si la oferta neta de estos activos al sector privado cae, con toda probabilidad los propietarios de estos activos buscarán otros instrumentos de renta fija con características similares, como bonos de grandes bancos o empresas no financieras con sede en Alemania u otros países del centro. Un reequilibrio de este tipo sería favorable para la financiación de estas empresas, lo que podría incidir en sus decisiones de inversión, en particular para aquellas empresas que financian la inversión mediante créditos.

Un tipo de cambio del euro más débil podría contribuir directamente a subir la inflación debido a su impacto en los precios de las importaciones. El efecto del tipo de cambio vía exportaciones probablemente sería favorable para los países tanto del centro como periféricos, aunque tendría dos efectos diferenciados. Puesto que los países del centro con grandes superávits comerciales tienen sectores que comercializan en los mercados internacionales

de mayor tamaño, por tanto, es muy probable que su capacidad exportadora se viera estimulada mucho más que las exportaciones de los países periféricos. Al ser los mercados de trabajo mucho más competitivos en los países del centro, es muy posible que una expansión de las exportaciones allí tenga como resultado un aumento de los salarios, algo improbable en los países periféricos debido a sus elevadas tasas de desempleo. Por consiguiente, un euro más débil podría ayudar a mantener el diferencial de inflación entre el centro y la periferia. No obstante, hay que reconocer que un tipo de cambio más débil implicaría también un mayor incremento del superávit de cuenta corriente de la eurozona. El resultado sería una especie de política de empobrecimiento del vecino, aunque la misión del BCE consiste en mantener la estabilidad de precios en la zona del euro, no en salvaguardar los desequilibrios globales, que obedecen a otras muchas causas.

Por último, la compra de activos también podría incidir en las condiciones de financiación de la zona del euro a través del canal de la señalización. La compra de activos constituiría una prueba de la determinación de tomar medidas, lo que afectaría a las expectativas de inflación y a la evolución anticipada de los tipos de interés futuros de política monetaria. No está claro cómo funcionaría este efecto en los diferentes países.

2. Magnitud del programa de compra de activos

Determinar el tamaño apropiado de las compras de activos dista de ser fácil. Algunos análisis consideraron el importe total de las compras de activos por el Banco de Inglaterra y la Fed y su-

girieron magnitudes similares para la zona del euro (20-25 por 100 del PIB, es decir, de 1,9 a 2,4 billones de euros). A nuestro entender, esta es una referencia inadecuada, porque las compras de activos por la Fed y el Banco de Inglaterra eran medidas de reacción a la crisis y las magnitudes se fueron acumulando a lo largo de cinco años. El BCE afrontó la crisis de un modo distinto (recurriendo a operaciones de liquidez) y la situación en la zona del euro es hoy día muy distinta.

Una referencia más relevante podría ser el importe comprado por la Reserva Federal en su tercera ronda de expansión cuantitativa (QE3). Esta ronda de QE fue anunciada a la luz de la debilidad de la economía de Estados Unidos en un momento en el que la fase aguda de la crisis financiera había pasado, un contexto similar a la situación actual de la zona del euro. En septiembre de 2012, la Fed anunció que compraría 40.000 millones de dólares (29.000 millones de euros) al mes de MBS (títulos respaldados por hipotecas, *Mortgage-Backed Securities*) de agencias, aumentando a 85.000 millones de dólares (61.000 millones de euros) en diciembre de 2012 (añadiendo 45.000 millones de dólares en bonos del Tesoro de Estados Unidos al mes). Teniendo en cuenta que el tamaño de la economía de la zona del euro es un 30 por 100 inferior al de la economía de Estados Unidos, usando el mismo tamaño, como proporción del PIB, las compras podrían situarse entre 20.000 y 40.000 millones de euros.

El modo ideal de seleccionar el tamaño de las compras de activos en la zona del euro sería valorando su impacto esperado en la inflación. Sin embargo, es bastante difícil medir este impacto incluso en Estados Unidos y Reino Unido,

donde se han llevado a cabo compras de activos a gran escala, y resultaría aún más difícil valorarlo en la zona del euro.

Joyce *et al.* (2012), Gagnon *et al.* (2011) y Meier (2009) sostienen que los programas de compras de activos han tenido un fuerte efecto directo al reducir los rendimientos de la deuda pública a largo plazo en unos 50-100 puntos básicos en Reino Unido y Estados Unidos. Hancock y Passmore (2011), así como Krishnamurthy y Vissing-Jorgensen (2013) llegaron a conclusiones parecidas en cuanto al programa de compras de MBS de la Fed en Estados Unidos.

Las conclusiones respecto al impacto sobre el PIB y la inflación difieren en su magnitud, aunque todas las investigaciones informaron de efectos positivos. En el caso de Estados Unidos, por ejemplo, Chung *et al.* (2012) estimaron que las inyecciones de liquidez combinadas del QE1 y el QE2 elevaron en un 3 por 100 el nivel del PIB real y en un 1 por 100 la inflación (un impacto equivalente a una rebaja en el tipo de interés de los fondos federales de unos 300 puntos básicos). Chen *et al.* (2012) observaron que el QE2 incrementó el crecimiento del PIB en un 0,4 por 100, pero con un impacto mínimo en la inflación (equivalente a una rebaja en el tipo de interés de los fondos federales de 50 puntos básicos). En un trabajo reciente, Weale y Wieladek (2014) estimaron que compras de activos equivalentes a un 1 por 100 del PIB redundaron, respectivamente en Estados Unidos y Reino Unido, en incrementos del PIB real del 0,36 y del 0,18 por 100, así como en una subida del IPC del 0,38 y del 0,3 por 100 al cabo de 5-8 trimestres.

La importancia de los mercados de capitales es menor en la

zona del euro que en Estados Unidos y Reino Unido, aún no ha sido restablecida la salud de los bancos de la zona del euro y los tipos de interés nominales son bastante bajos en los países del centro de la zona del euro. Así pues, es difícil estimar el impacto de las compras de activos sobre la inflación en la zona del euro, aunque lo más probable es que sus efectos difieran de Estados Unidos y Reino Unido. Si se parte del supuesto de un efecto en la inflación del 0,20 por 100 con compras de activos por valor del 1 por 100 del PIB en la zona del euro, compras de activos anuales por valor de aproximadamente el 4 por 100 del PIB de la zona del euro (unos 400.000 millones de euros) llevaría a un aumento de la inflación de unos 0,8 puntos porcentuales después de dieciocho meses. Dado que la inflación subyacente de la zona del euro se halla actualmente en torno al 1 por 100, dicho aumento la situaría cerca del 2 por 100. Puesto que no conocemos el tamaño exacto del impacto, proponemos comenzar con 35.000 millones de euros de compras de activos al mes, lo que se aproximaría (como porcentaje del PIB) a las compras mensuales de 85.000 de dólares de la Fed en el marco del QE3. Comenzar con un volumen mucho más bajo podría considerarse una medida demasiado tímida para lograr un efecto sustancial. Debido a la incertidumbre en la transmisión, proponemos que el tamaño de las compras se revise al cabo de tres meses. Los criterios aplicables a la revisión deberían ser el impacto real en la inflación (general y subyacente), así como en las expectativas de inflación. La retirada gradual de las compras debería comenzar únicamente después de que la inflación y las expectativas de inflación se hayan incrementado sustancialmente.

3. Composición de un programa de compra de activos

Pero ¿cómo se podría diseñar un programa de compra de activos que implica la compra de diferentes activos para las condiciones monetarias imperantes en la periferia o en el centro de la zona del euro, dada la calidad probablemente distinta de los balances bancarios en una y otra zona? Y ¿cuáles serían los límites de los diferentes instrumentos? Según nuestra opinión, el BCE tendría que elegir qué tipo de activos comprar partiendo de cinco criterios fundamentales.

1) En primer lugar, el BCE debería comprar activos que actúen de la manera más efectiva sobre la inflación, a través de los canales arriba descritos.

2) En segundo lugar, debería haber disponible un volumen suficiente de activos, para garantizar que el BCE pueda comprar volúmenes apropiados sin tener que comprar mercados enteros.

3) En tercer lugar, el BCE debería hacer lo posible para minimizar el efecto sobre el proceso de asignación del sector privado. Si bien por definición la expansión cuantitativa altera los precios relativos, el BCE debería evitar comprar en mercados pequeños ya que ello distorsionaría demasiado los precios de mercado. Cuanto más interviene el BCE como un jugador en el mercado, mayores pueden ser las presiones políticas y del sector privado cuando quiera revocar las compras.

4) En cuarto lugar, el BCE solo debería comprar en los mercados secundarios para permitir que el canal de reajuste de carteras funcione eficazmente. Comprar en el

mercado primario conllevaría la financiación directa de las entidades, lo cual conviene evitar.

5) En quinto lugar, los activos deberían proceder exclusivamente de la zona del euro y estar nominados en euros, debido al acuerdo del G-7 alcanzado en 2013 según lo señalado anteriormente.

En principio, el BCE podría tomar la decisión de comprar cualquiera activo, excepto títulos de deuda pública en los mercados primarios que está claramente en contra de las reglas del Tratado. En la práctica, la tarea del BCE será más compleja de lo que fue para la Reserva Federal, el Banco de Inglaterra y el Banco de Japón debido a las peculiaridades de la zona del euro:

a) El préstamo bancario es mucho más importante que en Reino Unido y Estados Unidos;

b) No existe un activo soberano que abarque toda la zona del euro —más allá de las pequeñas cantidades de valores emitidos por el FEEF (*European Financial Stability Facility*) y el MEDE (*European Stability Mechanism*) y los bonos de ámbito comunitario del Banco Europeo de Inversiones y la Comisión Europea—, sino que cada Estado miembro emite su propia deuda soberana, con diferencias importantes en sus niveles de endeudamiento (y, por ende, en su sostenibilidad percibida) entre Estados miembros; y

c) El volumen de deuda emitida privada en circulación es inferior (en relación al PIB) que en Estados Unidos y Reino Unido, y el papel que desempeñan los títulos de deuda emitidos por entidades privadas varía ampliamente entre los distintos Estados miembros de la zona del euro.

4. ¿Se debería exigir una determinada clasificación crediticia a los bonos que compre el BCE?

Una pregunta relevante que surge es hasta qué punto el BCE debería preocuparse por el riesgo. Para contestar a esto, se deben considerar varios aspectos:

— Los riesgos en la compra de activos son fundamentalmente diferentes de los riesgos inherentes a los préstamos con garantía de los bancos centrales. En este último caso, el riesgo para el BCE está bien cubierto por los elevados recortes aplicados y el hecho de que el banco es la contraparte, luego sigue siendo el responsable del pago incluso cuando existe un incumplimiento de la garantía. En el caso de una compra, el recorte sobre el valor nominal se determina por los mercados y el riesgo se incluye directamente en el balance del BCE.

— El BCE asumiría un riesgo significativo a través de la compra de activos bajo tres circunstancias: a) de riesgo sistémico, es decir, el riesgo que surge cuando todos los tipos de activos están altamente correlacionados; b) cuando la cartera de valores adquirida no está lo suficientemente diversificada y se concentra en grandes cantidades en unos pocos activos, y c) cuando los precios del mercado están distorsionados y, por tanto, no reflejan bien el grado de riesgo de los activos.

a) Riesgo sistémico: el papel de un banco central es abordar el riesgo sistémico y, en cualquier caso, el BCE estaría muy expuesto a este riesgo también a través de las operaciones normales de los bancos centrales.

b) Diversificación: dadas las cantidades que se podrían com-

prar en virtud de un programa de compra de activos y asumiendo una diversificación adecuada de los riesgos, el BCE podría obtener un beneficio de su cartera si compra activos a precios no distorsionados. La compra de muchos activos de alto riesgo no es problemática como tal, porque los altos rendimientos de dichos activos deberían compensar, en promedio, el posible impago de activos.

c) Precios de mercado distorsionados: los precios de mercado pueden estar distorsionados debido a deficiencias del mercado (por ejemplo, la fijación de precios de los valores de alto riesgo *subprime* de Estados Unidos antes de la crisis) o debido a la intervención del banco central en los mercados. Para reducir la magnitud de este último, es preciso que el BCE no compre la totalidad de los mercados, sino que limite su compra a una pequeña cuota en cada mercado. Cuanto menor sea la compra del BCE en cualquier mercado, menor será el riesgo que asumirá porque la distorsión del mercado se mantendrá en un mínimo. Si los mecanismos de fijación de precios de mercado son erróneos en lo fundamental o si las compras del BCE (incluyendo la anticipación de dichas compras) cambian materialmente el precio de mercado del activo, solo entonces el BCE tendría reducciones significativas del riesgo.

— El Tratado otorga un mandato al BCE de mantener la estabilidad de precios, no de proteger su balance.

Teniendo en cuenta estas consideraciones, se recomienda un umbral razonablemente bajo para el riesgo de crédito, pero sí sugerimos que se adopten algunos criterios sobre el grado de riesgo, porque el BCE no debería convertirse en un fondo de inver-

sión de alto riesgo. La restricción de las compras de activos solo al ser un colateral admisible (sin ningún tipo de criterio de elegibilidad adicional) es un umbral adecuado y, por lo tanto, esta es nuestra recomendación (14). El conjunto de activos de colateral también presenta la gran ventaja de que el BCE ya posee una lista bien definida de dichos activos elegibles y, por lo tanto, el uso de esta lista sería limitar las presiones sobre qué debería comprar el BCE. Es importante destacar que nuestra propuesta se diferencia de la preferencia revelada del BCE, ya que durante el periodo 2009-2012, con los Programas de Adquisición de Bonos Garantizados (*Covered Bond Purchase Programmes*, CBPP), a la sazón el único ejemplo previo de compra de activos

no esterilizada por el BCE, sus criterios de compra fueron la admisibilidad de los activos como colateral para operaciones en el mercado abierto con el BCE y una calificación crediticia mínima de AA, concedida por al menos una de las principales agencias de calificación crediticia (15).

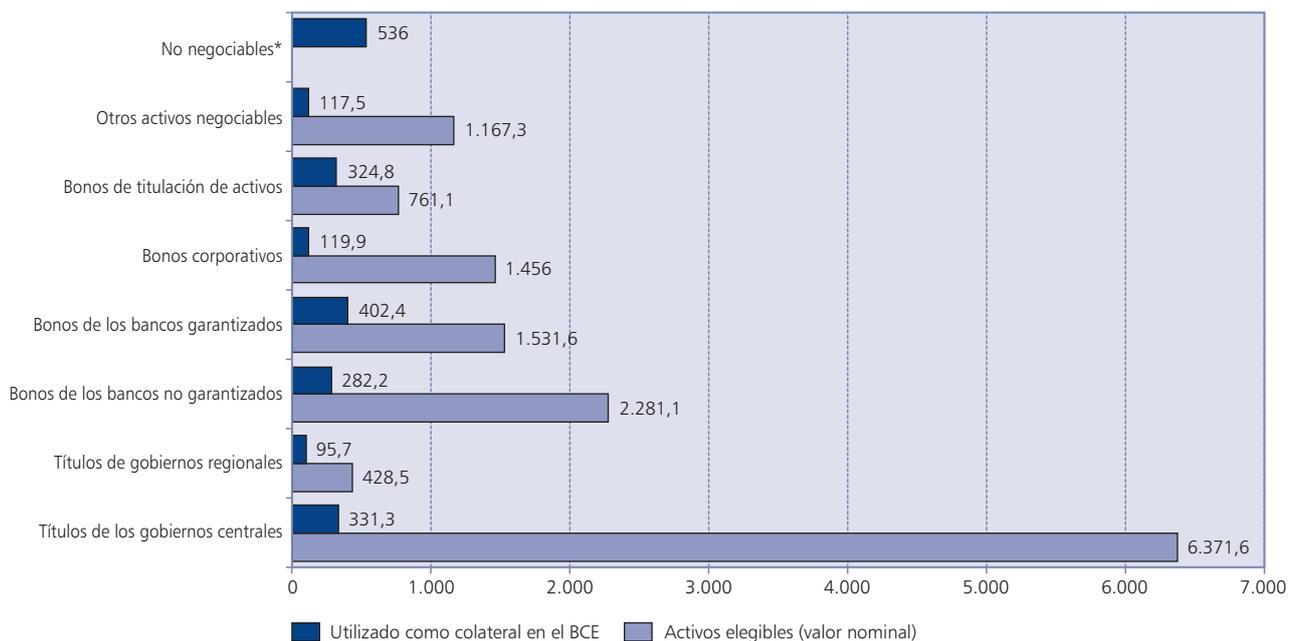
5. Conjunto de activos elegibles

Según fuentes del BCE, el total de los activos elegibles como colateral ascendía a cerca de 14 billones de euros a finales de 2013, importe equivalente al 146 por 100 del PIB de la zona del euro (16). El gráfico 10 pone de manifiesto que cerca de la mitad del conjunto de activos elegibles como colateral

del Eurosistema consistía a finales de 2013 en títulos de deuda pública, correspondiendo 6,37 billones de euros a títulos estatales y 0,42 billones de euros a títulos regionales. La otra mitad se repartía entre bonos bancarios no garantizados (2,28 billones de euros), bonos bancarios garantizados (1,53 billones de euros), bonos corporativos (1,46 billones de euros), títulos respaldados por activos o ABS (0,76 billones de euros) y otros activos negociables (1,17 billones de euros). Otros activos negociables incluyen deuda europea (las deudas de los fondos de rescate de la Unión Europea y del Banco Europeo de Inversión). Además de estos activos negociables, el BCE acepta también como garantía activos no negociables, en su mayoría presta-

GRÁFICO 10

ACTIVOS ELEGIBLES Y ACTIVOS UTILIZADOS COMO COLATERAL EN EL BCE (En miles de millones de euros)



Nota: (*) Los activos elegibles están en valor nominal, los activos utilizados como colateral se utilizan después del descuento (*hair cut*). El último dato es de T4-2013.
Fuente: BCE, http://www.ecb.europa.eu/paym/pdf/collateral/collateral_data.pdf?ba3bb0e0c2611c6740a278aa2ee7818a.

mos bancarios (17). Al no ser negociables, estos activos no pueden ser objeto de un programa de compra de activos, a menos que hayan sido titulizados.

Parte del colateral elegible ya se ha entregado como garantía en el contexto de las operaciones de refinanciación del BCE y, por tanto, no están disponibles para su compra (gráfico 10). Cabe esperar que, con el reembolso de las LTRO a tres años, al menos cuando estas lleguen a vencimiento en febrero de 2015, se libere un importante volumen de activos actualmente usado como colateral. Es complicado comparar el tamaño del total de los activos elegible como colateral con el conjunto de activos ya usados como garantía, ya que el primero se conoce en términos nominales, mientras que el segundo solo se conoce en cifras netas, es decir, tras el descuento aplicado por el BCE.

6. Entonces, ¿qué es lo que hay que comprar? Las opciones del BCE

— Deuda europea

Un punto de partida natural para un programa de compra de activos del BCE sería bonos del Estado de la zona del euro, pero no existen. Los activos existentes más cercanos que se podrían comprar sin crear demasiadas distorsiones serían los bonos emitidos por el EFSF y el ESM. Los bonos de la Unión Europea (emitidos por la Comisión Europea) y del Banco Europeo de Inversiones (BEI) representan activos supranacionales del conjunto de la UE, pero ya que el BCE es una institución de la UE, también podría considerarse como activos de la UE. La cantidad total disponible en euros de estos bonos asciende

aproximadamente a los 490.000 millones de euros (230.000 millones de euros para los bonos del EFSF/ESM, 60.000 millones para la UE y 200.000 millones para el BEI).

La compra de estos activos comunitarios no debería influir en los rendimientos relativos de la deuda soberana de la zona del euro y no debería distorsionar el proceso de asignación de mercado del sector privado, lo que serían dos ventajas a tener en cuenta. Mientras que el canal de transmisión a través de los rendimientos más bajos puede ser débil, los otros canales (la reestructuración de la cartera de valores, el tipo de cambio, la riqueza y la señalización) probablemente funcionarían bien. Por tanto, recomendamos que el BCE compre de este conjunto de activos.

— Bonos del Estado

La deuda pública soberana nacional ofrece el conjunto más grande para que el BCE realice sus compras. El efecto de la reestructuración de la cartera de valores funcionaría bien, al igual que el tipo de cambio, la riqueza y los canales de señalización. Las compras no distorsionarían el proceso de asignación de mercados en el sector privado. En principio, la opción de un programa de compra de bonos del gobierno es, por tanto, sólida. Ahora bien, la compra de deuda pública nacional sería más complicada para el BCE al ser una institución supranacional y sin un Tesoro supranacional en la zona del euro que actuara como contraparte, lo que ocurrió en la Reserva Federal o el Banco de Inglaterra. Así pues, varios temas relevantes se deben discutir cuidadosamente para decidir si la deuda pública debe ser comprada por el BCE.

La primera cuestión es práctica. Puesto que existen 18 mercados diferentes de deuda soberana, el BCE tendría que decidir qué deuda soberana comprar. Una propuesta que se plantea a menudo es que se compre deuda pública de acuerdo a la participación de cada banco central nacional en el capital del BCE (que refleja el tamaño de los países en términos de PIB y de población). Sin embargo, en la medida en que tanto la participación de la deuda sobre el PIB en cada país como la demanda de deuda soberana son diferentes entre países, la compra del BCE alteraría los diferenciales entre los países y cambiaría el precio relativo de la deuda soberana. A pesar de que probablemente todas las medidas del BCE presentan diferentes implicaciones para cada Estado miembro de la zona del euro (por ejemplo, la SMP benefició directamente solo a cinco gobiernos y fueron fundamentalmente los bancos de los países de la periferia de la zona del euro los que utilizaron las LTRO a tres años), la influencia en los rendimientos relativos puede exponer al BCE a una presión política procedente de los países individuales para que aumente o disminuya la velocidad de las compras o cambie su cartera. Luego esto podría llevar a un escenario en el que el riesgo moral podría cambiar como consecuencia de las presiones del mercado.

En segundo lugar, el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea prohíbe la extensión de cualquier tipo de línea de crédito del BCE a los organismos públicos, o la compra de títulos públicos en los mercados primarios por parte del BCE (lo mismo se aplica a los bancos centrales nacionales). Esta disposición del Tratado se acordó para evitar la financiación monetaria de la

deuda pública que podría dar lugar a transferencias transfronterizas entre los contribuyentes. Por lo tanto, se permite la compra de deuda pública en los mercados secundarios solamente si se realiza con fines de política monetaria y sin riesgo de financiación de la deuda pública. Dado que el objetivo de compra de activos será cumplir el principal objetivo del BCE de estabilidad de precios, la compra de bonos del Estado se debería permitir si el riesgo de la financiación monetaria se puede excluir.

En tercer lugar, el BCE tiene un programa bien definido de compra de bonos soberanos, el programa de Operaciones Monetarias de Compraventa (OMT), que apoyamos (Darvas, 2012; Wolff, 2013). La idea básica del programa OMT es dar al BCE una herramienta para comprar deuda pública y mejorar así la transmisión de la política monetaria en aquellos países que han precisado asistencia financiera. Es discutible si un programa de expansión cuantitativa (QE) basado en las claves de capital del BCE socavaría la lógica del programa OMT. Sin embargo, observamos que una compra basada en las claves de capital llevaría a compras pequeñas en relación con lo que un programa OMT requeriría. Por ejemplo, la compra de 17.500 millones de euros de deuda soberana de la UE (la mitad de nuestra propuesta de compras por valor de 35.000 millones de euros) basada en claves de capital, implicaría que el BCE compraría 3.100 millones de euros de la deuda italiana por mes. Por tanto, la condicionalidad que se exige en el programa de la OMT puede ser menos relevante en un programa de expansión cuantitativa. Si un país queda bajo un programa de OMT, sus bonos se podrían excluir del programa más amplio de

expansión cuantitativa. Por otro lado, la compra de deuda pública de países con una dinámica de deuda incierta sin el acuerdo político en la OMT podría exponer al BCE a mayores presiones políticas.

En cuarto lugar, la experiencia demuestra que un programa de compra de bonos de deuda pública por parte del BCE sería políticamente controvertido. Hasta ahora, el BCE ha tenido dos programas de compra de deuda pública (SMP y OMT). Ambos se introdujeron bajo un escenario de estrés severo y ambos se justificaron por el objetivo de restaurar el mecanismo de transmisión monetaria. Ambos programas fueron y tuvieron una elevada controversia, sobre todo debido a las diferentes evaluaciones sobre en qué medida constituían la financiación monetaria de la deuda pública.

En general, la compra de deuda pública sería un paso natural ya que el mercado de bonos es muy amplio y los efectos positivos de dicha expansión cuantitativa serían significativos. No obstante, en una unión monetaria con 18 Tesoros diferentes, estas compras serían difíciles por las razones económicas, políticas y jurídicas que se han comentado. Las compras de activos del sector privado —si están bien diseñadas— lograrían alcanzar efectos igualmente beneficiosos sobre la inflación de la zona del euro y protegerían mejor al BCE de la presión política. Por lo tanto, en este momento, nosotros no recomendamos la compra de deuda pública.

— Bonos bancarios

La segunda clase de activos más importante es la formada por

los bonos bancarios, con 3,8 billones de euros disponibles en bonos elegibles garantizados y no garantizados. La compra de bonos bancarios podría surtir efecto a través de todos los canales expuestos: reajuste de carteras, reducción de los rendimientos, tipo de cambio, efecto riqueza y señalización. En este caso, los tenedores que ya poseen estos bonos tendrían que encontrar otros activos para comprar, al tiempo que la reducción de los rendimientos rebajaría también los rendimientos de los bonos de nueva emisión, permitiendo así a los bancos obtener financiación a bajo coste de otras entidades distintas del BCE. Esto mejoraría la rentabilidad de los bancos y quizá también la disposición de estos a conceder crédito. No obstante, los bonos bancarios tendrían que quedar fuera del programa de compra de activos del BCE hasta que esta institución completara su Evaluación Exhaustiva. Hasta entonces las comparas del BCE provocarían graves conflictos de interés en el BCE y también dificultaría al BCE hacer una Evaluación adecuada de los balances bancarios. Además, los bancos cuya Evaluación resultara insatisfactoria, deberían seguir siendo excluidos de las compras de activos del BCE hasta que implementaran todos los cambios requeridos en sus balances, y esto último podría llevar varios meses una vez concluida la Evaluación Exhaustiva.

— Bonos corporativos

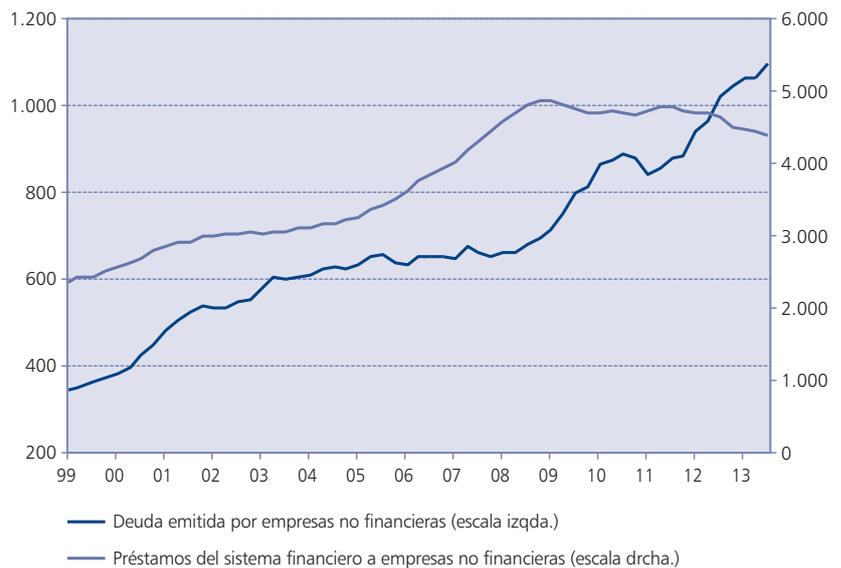
Los bonos corporativos admitidos constituyen la tercera categoría más grande de activos con cerca de 1,5 billones de euros disponibles. Ahora bien, esta cuantía incluye también bonos corporativos no pertenecientes a la zona del euro y bonos de la zona del euro emitidos en otras divisas. Los

bonos de empresas europeas se están comportando bien en términos de impago (*default*): el informe de impago realizado por Moody en febrero de 2014 —que incluye una predicción de la tendencia futura de morosos— muestra que la expectativa básica es una senda descendente hacia niveles pocas veces vistos desde 2008, para Europa y el mundo, y que la previsión pesimista también es menos grave de lo que era en 2013.

Aunque no se dispone de datos exactos sobre su magnitud, estimamos que la cuantía más baja de bonos corporativos de la zona del euro elegibles estaría en torno a los 900.000 millones de euros. Además, la oferta de bonos corporativos en la zona del euro ha crecido considerablemente desde 2009 (gráfico 11).

El gráfico 12 muestra la heterogeneidad de los mercados de bonos corporativos en la zona del euro. Este mercado está muy concentrado. Los principales emisores de bonos corporativos son las empresas francesas, cuyos bonos representan el 44 por 100 del total disponible (es decir, 466.000 millones de euros). Los bonos corporativos alemanes e italianos son los siguientes a una distancia importante, con cerca del 12 por 100 (más o menos 126.000 millones de euros) de los bonos corporativos en circulación, cada uno. Holanda ocupa el cuarto lugar con el 9,6 por 100 del volumen disponible (107.000 millones de euros). Ahora bien, gracias al efecto de reajuste de carteras, el origen de los bonos corporativos no presenta tanta importancia. El efecto beneficioso se deriva del hecho de que los propietarios actuales de estos bonos venderían sus bonos y utilizarían la liquidez para distintos fines en el conjunto de la zona del euro. De hecho, el origen de los bonos

GRÁFICO 11
STOCK DE DEUDA EMITIDA Y PRÉSTAMOS DE EMPRESAS NO FINANCIERAS
(En miles de millones de euros)



Fuente: BCE.

dice muy poco acerca de sus propietarios, que en algunos casos son fondos norteamericanos. En cualquier caso, el BCE no debería discriminar sus compras en función del origen geográfico, tal y como ocurrió con la manera de llevar a la práctica las LTRO/MRO, que llevó a que cantidades importantes de liquidez llegaran solo a determinados países. Además, las compras fomentarían las nuevas emisiones de bonos corporativos en todos los países y darían lugar a una diversificación de las fuentes de financiación (Sapir y Wolff, 2013). Los costes menores de financiación para las empresas deberían traducirse en una mayor inversión empresarial.

— Bonos de titulización

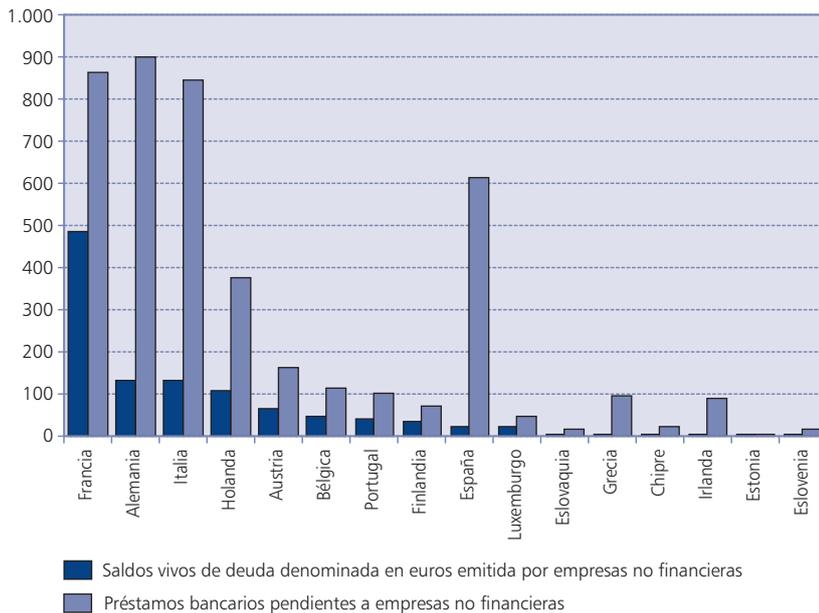
Otra clase de activos que podría comprar el BCE y que se utiliza ha-

bitualmente como colateral son los ABS (*Asset-Backed Securities*) o bonos de titulización. La emisión anual titulizada, que alcanzó máximos en 2008, es muy inferior a la existente en Estados Unidos y se ha reducido desde 2008 (gráfico 13).

El saldo total disponible de productos titulizados se ha estancado en torno a 1,06 billones de euros en la zona del euro, en comparación con los 2,5 billones de euros en Estados Unidos (AFME, 2014). Los elegibles como colateral para el BCE ascienden a unos 761.000 millones de euros, aunque parte de los mismos proceden de fuera de la zona del euro. Estimamos que la cuantía inferior de los ABS de la zona del euro elegibles asciende a 330.000 millones de euros.

Conviene subrayar que los pagos relacionados con ABS en

GRÁFICO 12
BONOS Y PRÉSTAMOS DE EMPRESAS NO FINANCIERAS (*)
 (En miles de millones de euros)



Nota: (*) La diferencia entre la cantidad representada en este gráfico y el total de los bonos corporativos elegibles del gráfico 10 viene del hecho de que aquí solo tenemos en cuenta los bonos corporativos emitidos por las instituciones de la zona del euro, mientras que los activos de garantía admitidos incluyen bonos corporativos emitidos en todo el Espacio Económico Europeo (países de la UE, Islandia, Liechtenstein y Noruega). Véase: <https://www.ecb.europa.eu/paym/coll/standards/marketable/html/index.en.html>. Fuente: BCE.

Europa oscilan entre el 0,6 y el 1,5 por 100 en promedio, frente al 9,3 y el 18,4 por 100 de los productos titulizados estadounidenses desde la crisis financiera de 2007-2008 (18). El panorama regulatorio de los productos titulizados también ha cambiado notablemente desde la crisis, siendo ahora estos productos más seguros y más transparentes (19).

A la vista de que el volumen total de ABS europeos, más de la mitad (612.000 millones de euros), está basada en hipotecas sobre inmuebles residenciales (cuadro n.º 1), formando estos últimos parte de la categoría de productos titulizados más renta-

ble (véase el informe de S&P antes mencionado) estos podrían ser, por tanto, uno de los objetivos naturales de las compras de activos del BCE. Los valores ABS del MEDE representan una porción inferior (116.000 millones de euros). El stock de ABS en circulación está repartido de forma no uniforme entre diferentes países, no siendo los emisores principales de estos valores los mismos que los emisores principales de los bonos corporativos. Las compras de ABS se concentrarían en Holanda, España e Italia y, por consiguiente, si el BCE quisiera tener en cuenta este criterio, serían un buen complemento geográfico de las compras de bonos corporativos,

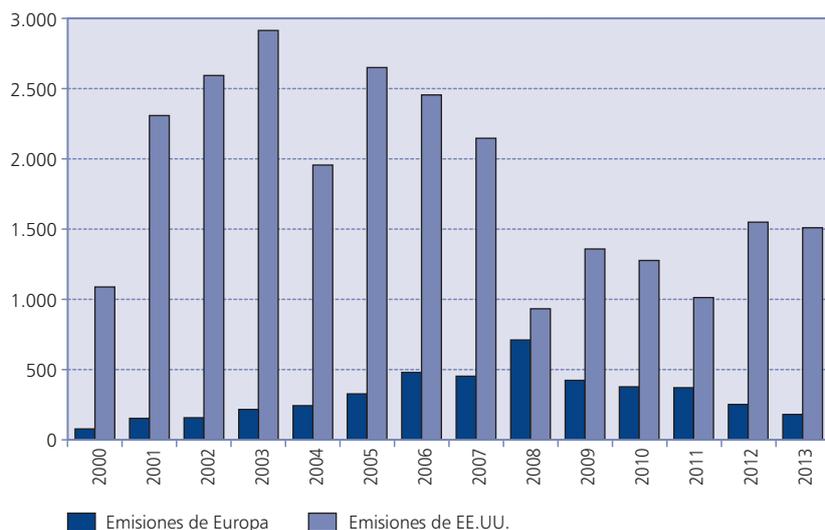
que, por su parte, estarían concentradas en Francia, Alemania e Italia.

Una compra por parte del BCE podría fomentar el desarrollo de la titularización en la zona del euro. El potencial de titulización es relevante, ya que muchos préstamos cumplirían los requisitos para ser titulizados. En marzo de 2014, el volumen de préstamos pendientes a empresas no financieras asciende a 4,2 billones de euros, y a 5,2 billones de euros en el caso de préstamos a familias (20). Desde una perspectiva de política monetaria, sería beneficioso crear ABS que estuvieran basados en una cartera de activos europeos. Idealmente, el riesgo de crédito se unificaría al nivel del sector privado, dotando así de mayor profundidad a la integración financiera transfronteriza. Ahora bien, el BCE no debería esperar a que se produzcan novedades en el mercado de ABS para empezar a comprar productos titulizados.

V. CONCLUSIONES

Una inflación baja en la zona del euro resulta especialmente peligrosa a la vista de los altos niveles de deuda pública y privada en varios países de la zona del euro y de la necesidad de un ajuste de precios relativos entre el centro y la periferia de la zona del euro. Según previsiones recientes del BCE, no se espera que la inflación media de la zona del euro regrese a medio plazo a una tasa cercana al 2 por 100. Ello significa que ha dejado de ser válido el compromiso del BCE con respecto al objetivo anunciado de «mantener la inflación por debajo, pero cerca, del 2 por 100 a medio plazo». En nuestra opinión, fue un error de bulto no relajar las condiciones monetarias en el momento en el que las propias previsiones del

GRÁFICO 13
**EMISIÓN DE PRODUCTOS TITULIZADOS EN EUROPA
 Y ESTADOS UNIDOS**
 (En miles de millones de euros)



Fuente: AFME-SIFMA.

BCE indicaban que la inflación volvería al 2 por 100 a medio plazo. Asimismo, hace tiempo que deberían haberse puesto en marcha medidas estatales, incluidas la reestructuración del sistema bancario y la inversión pública, como mecanismo de protección frente al proceso deflacionista.

También hemos puesto de manifiesto que las previsiones de inflación y las expectativas de volver a tasas de inflación normales han resultado demasiado optimistas, tanto en la zona del euro en los últimos años como en Japón en casi dos décadas. El BCE debería actuar para atajar eficazmente el riesgo de una tasa de inflación persistentemente baja. A este respecto, ayudaría rebajar adicionalmente los tipos de interés del BCE, así como reducir por debajo de cero del tipo de depósito que el BCE aplica a los ban-

cos, aunque es poco probable que tales medidas tengan un impacto significativo. Tampoco sería muy eficaz diseñar una nueva operación de refinanciación muy a largo plazo (por ejemplo, tres años o más), ya que las condiciones de liquidez se han normalizado y los bancos tienen ahora preferencia por reembolsar anticipadamente las LTRO a tres años anteriores. Por otra parte, no sería sensato suspender la esterilización de las posiciones de deuda del Programa para los Mercados de Valores (SMP), puesto que dicho programa tenía un objetivo específico con el mencionado rasgo de esterilización.

La mejor opción para el ECB en el sentido de obtener el mayor potencial de influir ostensiblemente en la inflación y en las expectativas de inflación es un programa de compra de activos.

Recomendamos que el BCE ponga en marcha un programa indefinido de compra de activos de 35.000 millones de euros al mes y revise esta cifra al cabo de tres meses para comprobar si es preciso cambiar su tamaño. Usando estimaciones empíricas de la literatura y nuestras propias valoraciones, compras por dicho importe de 35.000 millones de euros al mes durante el curso de un año podrían hacer subir la inflación en 0,8-1 puntos porcentuales. No debería comenzarse a reducir tal programa de compra de activos hasta que la inflación haya aumentado y las expectativas de inflación a medio plazo estén bien ancladas en el 2 por 100. Cuando se haya estabilizado la inflación debajo pero cerca del 2 por 100, los activos comprados deberían venderse gradualmente a un ritmo que no socave las expectativas de inflación. Sin embargo, si las expectativas de inflación suben apreciablemente por encima del 2 por 100, la venta de activos debería acelerarse y desplegarse igualmente herramientas estándar de política monetaria para combatir la inflación.

En términos de activos disponibles, recomendamos que el BCE compre deuda privada, así como bonos del FFEF, MEDE, UE y BEI, pero no deuda pública. La compra de deuda pública puede resultar problemática si hay riesgo de insolvencia de algún país y podría ser una decisión muy controvertida desde el punto de vista político. El *stock* combinado de bonos de EFSF/ESM/UE/BEI apto para compras es 490.000 millones de euros. En cuanto a instrumentos de deuda privados, aconsejamos que se tenga en cuenta toda la gama de activos elegibles como colateral por el BCE sin requisitos adicionales de calificación crediticia. El conjunto total de dichos

CUADRO N.º 1

TITULIZACIÓN EN EUROPA, STOCK PENDIENTE EN T4-2013
 (En miles de millones de euros)

	ABS ¹	CDO ²	CMBS	RMBS	SME ³	WBS/PPF ³	Total ⁴
Austria	0,3		0,2	1,8			2,3
Bélgica	0,1		0,2	63,3	17,8		81,4
Finlandia	0,6					0,5	1,1
Francia	22,6		2,0	10,2	1,9	0,5	37,3
Alemania	35,8	2,2	10,6	15,3	5,9	0,1	69,9
Grecia	14,3	1,8		4,3	7,2		27,6
Irlanda	0,3	0,2	0,4	37,6			38,5
Italia	50,5	3,5	10,1	85,6	28,2	0,9	178,9
Holanda	2,3	0,9	2,5	249,7	8,0		263,5
Portugal	4,2			26,2	5,3		35,7
España	27,0	0,5	0,4	118,0	37,7	0,0	183,6
PanEurope (1)	2,0	33,9	13,0	0,2	3,2	0,2	52,4
Multinacional (2)	0,9	81,1	1,8		0,4	0,8	84,9
Total zona del euro ..	160,9	123,9	41,2	612,3	115,8	3,0	1057,2

Notas:

ABS: valores respaldados por activos para los que los tipos de colaterales incluyen préstamos para automóviles, tarjetas de crédito, préstamos (préstamos de consumo y estudiantes) y otros. CDO: obligaciones de deuda garantizada denominada en una moneda europea, independientemente del país de las garantías. CMBS: *Commercial Mortgage Backed Securities*. RMBS: *Residential Mortgage Backed Securities*. SME: Valores respaldados por créditos a la pequeña y mediana empresa. WBS: Total de Titulización de negocios: una titulización en la que los flujos de caja se derivan de los ingresos de explotación generados por un negocio completo o parte segmentada de un negocio más grande.

(1) Colateral desde varios países europeos se clasifican en «PanEurope», a menos que la garantía sea predominantemente (más del 90 por 100) de un país.

(2) Multinacional incluye todas las ofertas en que los activos se originan a partir de una variedad de jurisdicciones. Esto incluye la mayoría de CDO denominados en euros.

Fuente: AMFE (2014).

activos asciende a 7 billones de euros. De estos, son preferibles los bonos corporativos (de los que estimamos que existen al menos 900.000 millones de euros aptos para la compra) y los ABS (al menos 330.000 millones de euros aptos para la compra), mientras que la compra de bonos bancarios solo podría considerarse una vez que el BCE haya concluido la evaluación exhaustiva del sistema bancario. Por consiguiente, recomendamos que antes de que termine dicha evaluación exhaustiva, el BCE empiece con compras mensuales de 15.000 millones de euros de bonos corporativos, 8.000 millones de euros de ABS y 12.000 millones de bonos de FEEF/MEDE/ UE/BEI.

Dada la magnitud de estas compras en relación con el tamaño total de los respectivos mercados, el riesgo de distorsión de los precios sería limitado y el BCE no asumiría un gran riesgo si constru-

ye una cartera de activos suficientemente diversificada. También hacemos hincapié en que la primera misión del BCE consiste, según el Tratado, en mantener la estabilidad de los precios y en que no existe prohibición alguna de llevar a cabo operaciones monetarias que expongan al BCE a pérdidas o beneficios potenciales. Ahora bien, es evidente también que el BCE debe evitar exponerse a presiones políticas oscuras y del sector privado que puedan provocar demoras en la reversión de las compras de activos, que socaven el mandato de la estabilidad de precios del banco.

NOTAS

(*) Los autores agradecen a Vitor Gaspar, Guonan Ma, Francesco Papadia, André Sapir, Shahin Vallee, Nicolas Véron y a participantes en un seminario celebrado en Bruegel sus comentarios y sugerencias, y a Pia Hüttl por su excelente ayuda de investigación.

(1) Véase: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/strategy/pricestab/html/index.en.html>

(2) En una entrevista a Benoit Coeuré, miembro del Comité Ejecutivo del BCE, comentó que la definición académica de «medio plazo» es de dieciocho meses, aunque en la actualidad «es muy normal observar un lento retorno de la inflación al objetivo de medio plazo». Véase: <http://www.ecb.europa.eu/press/inter/date/2014/html/sp140116.en.html>

(3) Esta medida de la inflación subyacente puede ser el reflejo de la evolución de los precios. La inflación subyacente es menos volátil que la inflación general y en promedio, entre 1999 y 2014, se situó 0,3 puntos porcentuales al año por debajo de la inflación general, lo que representa una diferencia relativamente pequeña, aunque no insignificante.

(4) La subida de los impuestos es en parte responsable del retraso en la bajada de las tasas de inflación durante la crisis, ya que varios países periféricos aumentaron sus impuestos y, por tanto, incrementaron la inflación.

(5) Calculamos el error de previsión como la diferencia entre la expectativa de inflación en un determinado año menos la tasa de inflación media en los seis a diez años siguientes. Por consiguiente, la expectativa más reciente para la cual es posible calcular el error de previsión real es la que se formuló en 2003.

(6) Véase: <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Pages/news/2013/027.aspx>.

(7) Véase: <http://www.bloomberg.com/news/2012-07-06/jpmorgan-shuts-europe-money-market-funds-on-ecb-rate-cut.html>

<p>(8) Véase: http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2010/html/pr100510.en.html</p> <p>(9) Véase: http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr120906_1.en.html</p> <p>(10) Véase, por ejemplo, WOLFF (2013).</p> <p>(11) Otra medida crucial del BCE durante la crisis fue la Provisión Urgente de Liquidez (<i>Emergency Liquidity Assistance</i>, ELA), una línea de liquidez de emergencia puesta a disposición por los bancos centrales nacionales (con el consentimiento del Consejo de Gobierno del BCE) para aquellos bancos solventes que, de forma excepcional y temporal, carezcan de lo necesario (o colateral de calidad suficiente) para acceder a las operaciones normales del Eurosistema.</p> <p>(12) También se emplea la expresión «expansión del crédito» para referirse a compras de títulos de deuda privada.</p> <p>(13) El impacto potencial de la expansión cuantitativa (<i>Quantitative Easing</i>, QE) en la desigualdad de la riqueza ha sido recientemente objeto de estudio por el Banco de Inglaterra.</p> <p>(14) El grado mínimo de los activos negociables elegible como colateral en las operaciones principales del BCE es BBB, aunque en caso de ABS el marco estándar requiere una calificación de AAA/Aaa a la emisión y una clasificación de una sola A durante la vida del título. Véase: http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/collateralframeworksen.pdf.</p> <p>(15) Véase: http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/l_17520090704en00180019.pdf?d74bb43a6071db357e77cc2439415ebe</p> <p>(16) En el marco de colateral permanente, solo se aceptan títulos denominados en euros, pero en el marco de colateral temporal puesto en marcha durante la crisis, también se aceptan activos denominados en USD, JPY y GBP. Para más información, consultar el documento: http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/collateralframeworksen.pdf</p> <p>(17) Véase: http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp148.pdf</p> <p>(18) Véase: http://www.bis.org/review/r140407a.htm. S&P señala que la rebaja de calificación crediticia acumulada en el periodo que va desde mediados de 2007 hasta finales del tercer trimestre de 2013 fue del 33,8 por 100, lo que significa que las calificaciones de S&P para las dos terceras partes de los productos financieros estructurados europeos se han mantenido estables, o bien, han mejora-</p>	<p>do desde mediados de 2007. S&P destaca también que las tendencias de impago varían considerablemente entre clases de activos, obteniendo en general las operaciones con consumidores (es decir, bonos hipotecarios sobre inmuebles residenciales o RMBS, bonos garantizados y ABS de consumidores) mejores resultados que las operaciones con empresas (por ejemplo, titulaciones corporativas, CMBS y otros ABS).</p> <p>(19) Se han introducido requisitos de retención —que deberían inducir al vendedor de ABS a vigilar de cerca el colateral subyacente— en el contexto de la Directiva UE sobre Requisitos de Capital, y la Autoridad Bancaria Europea (EBA) está trabajando sobre los detalles técnicos (es decir, el requisito de retención del 5 por 100). Véase: https://www.eba.europa.eu/-/eba-publishes-final-draft-technical-standards-on-securitisation-retention-rules</p> <p>(20) Según los cálculos que se mencionan en DARVAS (2013), de estos 4,2 billones de euros, el stock de préstamos del MEDE en la UE en 2010 representan cerca de 1,7 billones, estando radicados los mayores stocks de préstamos del MEDE en España (356.000 millones de euros), seguida por Alemania (270.000 millones de euros), Italia (206.000 millones de euros) y Francia (201.000 millones de euros).</p> <p>BIBLIOGRAFÍA</p> <p>ANTOLIN-DIAZ, J. (2014), «Deflation risk and the ECB's communication strategy». Fulcrum Research Papers. Disponible en: http://www.fulcrumasset.com/files/frp201402.pdf</p> <p>BANCO DE INGLATERRA (2012), «The Distributional Effects of Asset Purchases», 12 de julio.</p> <p>BCE (2009), «Decision of the European Central Bank of 2 July 2009 on the implementation of the covered bond purchase programme» (ECB/2009/16).</p> <p>— (2013), «Collateral eligibility requirements – A comparative study across specific frameworks», julio.</p> <p>— (2014), Consensus Economics.</p> <p>CHEN, Q.; FILARDO, A.; HE, D., y ZHU, F. (2012), «International Spillovers of Central Bank Balance Sheet policies», en <i>Are Central Bank Balance Sheets in Asia Too Large?</i> BIS Papers n.º 66, octubre, pp. 230-274.</p> <p>CHUNG, H.; LAFORTE, J.-P.; REIFSCHEIDER, D., y WILLIAMS, J. C. (2012), «Estimating the macroeconomic effect of the FED's asset</p>	<p>purchases». FRBSF Economic Letter 2001/03, enero.</p> <p>CLAEYS, G.; HÜTTL, P., y MERLER, S. (2014), «Is there a risk of deflation in the euro area». Bruegel Blog, 3 de abril.</p> <p>DARVAS, Z. (2012), «The ECB's magic wand», <i>Intereconomics: Review of European Economic Policy</i>, 47(5): 266-267, septiembre.</p> <p>— (2013), «Banking system soundness is key to more SME's financing». Bruegel Policy contribution 2013/10, julio.</p> <p>GAGNON, J.; RASKIN, M.; REMACHE J., y SACK, B. (2011), «The Financial Market Effects of the Federal Reserve's Large-Scale Asset Purchases», <i>International Journal of Central Banking</i>, 7(1): 3-44.</p> <p>HANCOCK, D., y PASSMORE, W. (2011), «Did the Federal Reserve's MBS purchase program lower mortgage rates?», <i>Journal of Monetary Economics</i>, 58(5): 498-514.</p> <p>KRISHNAMURTHY, A., y VISSING-JORGENSEN, A. (2013), «The Ins and Outs of LSAPs».</p> <p>JOYCE, M.; LASAOSA, A.; STEVENS, I., y TONG, M. (2010), «The Financial Market Impact of Quantitative Easing». Bank of England, Working Paper n.º 393.</p> <p>— (2011a), «The financial market impact of quantitative easing», <i>International Journal of Central Banking</i>, 7(3): 113-161.</p> <p>MEIER, A. (2009), «Panacea, Curse, or Nonevent? Unconventional Monetary Policy in the United Kingdom». IMF Working Paper 09/163, agosto.</p> <p>SAPIR, A., y WOLFF, G. B. (2013), «The neglected side of banking union: reshaping Europe's financial system», nota presentada en el <i>Informal ECOFIN</i>, septiembre.</p> <p>TABAKIS, E., y TAMURA, K. (2013), «The use of credit claims as collateral for Eurosystem credit operations». ECB Occasional Paper n.º 148, junio.</p> <p>WEALE, M., y WIELADEK, T. (2014), «What are the macroeconomic effects of asset purchases?». Bank of England, External MPC Unit, Discussion Paper n.º 42, abril.</p> <p>WOLFF, G. (2013), «The ECB's OMT programme and German constitutional concerns», en BROOKINGS, <i>The G20 and Central Banks in the new world of unconventional monetary policy</i>.</p>
--	---	---

COLABORADORES EN ESTE NÚMERO

BERGANZA, Juan Carlos. Desde febrero de 2003 es economista titulado en la Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales del Banco de España (primero en la Unidad de Economías Latinoamericanas y Emergentes y posteriormente en la Unidad de Análisis Global). Con anterioridad, fue economista senior en el Servicio de Estudios del BBVA. Es licenciado en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad Complutense de Madrid y doctor por la Universidad de Alcalá tras cursar los estudios del Centro de Estudios Monetarios y Financieros (CEMFI). Ha sido profesor asociado en el departamento de Economía de la Universidad Carlos III de Madrid y en ESADE. Ha publicado artículos en revistas de economía especializadas como *Journal of International Money and Finance*, *Review of World Economics*, *Public Choice* o *Investigaciones Económicas*.

CARUANA, Jaime. Director General del Banco de Pagos Internacionales (BPI) desde abril de 2009, es responsable de llevar a cabo la política decidida en el Consejo de Administración y responde ante él de la administración del Banco. Anteriormente, trabajó en el Fondo Monetario Internacional como consejero financiero del director gerente y como director del departamento de Mercados Monetarios y de Capitales. Entre 2000 y 2006, ocupó el cargo de gobernador del Banco de España. Entre 2003 y 2006 fue presidente del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, y desde 2003 ha sido miembro del Foro sobre Estabilidad Financiera (en la actualidad, Consejo de Estabilidad Financiera). De 2004 a 2006 presidió el Grupo de Coordinación, un órgano de alto nivel compuesto por entidades de normalización supervisoras representadas en el Comité de Basilea, la Organización Internacional de Comisiones de Valores (OICV), la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros (IAIS) y el Foro Conjunto. Previamente a su paso por el Banco de España ejerció de director general del Tesoro Público de España y dirigió una sociedad de servicios de inversión y una gestora de fondos durante casi diez años.

CLAEYS, Gregory. Se unió a Bruegel como investigador en febrero de 2014. Está realizando el doctorado en el Instituto Universitario Europeo (Florencia), y posee un máster en Economía por la Universidad de París X y en Gestión de HEC (París). De 2006 a 2009 trabajó como especialista en macroeconomía en el Servicio de Estudios Económicos del banco francés Crédit Agricole, donde estuvo a cargo de las previsiones y análisis de la evolución económica de los distintos países.

COUR-THIMANN, Philippine. Economista principal en la Dirección de Política Monetaria del Banco Central Europeo, organismo encargado de preparar las decisiones de política monetaria. Ha trabajado en el BCE desde 1999 en las áreas de análisis de las políticas monetaria, fiscal y financiera. Antes

de unirse al BCE, trabajó en un banco de inversión y en el CEPII, el centro de investigación francés para la economía internacional. Sus intereses de investigación actuales son la política monetaria, las finanzas corporativas y la Unión Económica y Monetaria. Es licenciada en Ingeniería (Ingeniero Civil de Minas por la Universidad McGill) y Economía (ENSAE, Paris I Panthéon-Sorbonne).

CUNLIFFE, Jon. Vicegobernador de Estabilidad Financiera del Banco de Inglaterra desde noviembre de 2013, es miembro de los Comités de Política Monetaria y Financiera del Banco de Inglaterra, así como del Consejo de Administración y de la Autoridad de Regulación Prudencial. Tiene responsabilidad tanto en la supervisión y vigilancia de las infraestructuras de los mercados financieros como en la provisión urgente de liquidez. Es miembro del Comité Directivo del Foro de Estabilidad Financiera del G-20, del Consejo de Administración y del Comité Europeo de Riesgo Sistémico. Antes de unirse al Banco, fue el representante permanente del Reino Unido ante la Unión Europea. Entre julio de 2007 y diciembre de 2011 fue asesor del primer ministro sobre Europa y los problemas mundiales. Entre 2002 y 2007, fue segundo secretario permanente en el Ministerio de Hacienda, siendo el responsable de la política macroeconómica, internacional y la política con la UE del Reino Unido, además de representante del Gobierno en el Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra. Con anterioridad ocupó diversos puestos en el Ministerio de Hacienda y dirigió la obra de la Tesorería de la independencia operativa del Banco de Inglaterra; Unión Monetaria Europea; y el sistema financiero internacional.

DARVAS, Zsolt. Senior Fellow Bruegel. También es Senior Research Fellow en el Instituto de Economía de la Academia de Ciencias de Hungría y en la Universidad Corvinus de Budapest. De 2005 a 2008, fue consejero de investigación del Grupo de Investigación Financiera Argenta en Budapest. Antes de eso, trabajó como director adjunto en la Unidad de Investigación del Banco Central de Hungría (1994-2005). Es doctor en Economía por la Universidad Corvinus de Budapest.

FILARDO, Andrew. Jefe de política monetaria en el Banco de Pagos Internacionales (BPI), donde previamente había sido jefe de Economía para Asia y el Pacífico. Antes de unirse al BPI, formó parte del personal del Consejo de Asesores Económicos del presidente Bush. Fue vicepresidente asistente en el Banco de la Reserva Federal de Kansas City, y profesor adjunto en la Universidad de Chicago Graduate School of Business. Es autor de numerosos artículos sobre política monetaria, macroeconomía internacional y globalización. Es doctor en Economía por la Universidad de Chicago.

GALLEGO, Sonsoles. Responsable de la Unidad de Economías Latinoamericanas y Emergentes en la Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales del Banco de España desde el año 2006. De 2001 a 2006, fue economista titulado del Banco de España con la responsabilidad del análisis de los mercados financieros de las economías emergentes. Ha trabajado en el Banco Mundial, Washington DC, en el departamento de Desarrollo de los Sistemas Financieros, donde participó en numerosos proyectos en diversos países de América Latina. Previamente, desempeñó diferentes responsabilidades como analista económico y

de mercados en el sector privado, en particular en Banesto, y en Analistas Financieros Internacionales.

HEIDER, Florian. Economista principal en la División de Investigación Financiera del Banco Central Europeo. También trabajó en las divisiones de Análisis de las Operaciones de Mercado y de Estrategia de Política Monetaria del BCE. Con anterioridad, fue profesor visitante de Finanzas de la Stern School of Business (Universidad de Nueva York) e investigador en el Grupo de Mercados Financieros (London School of Economics). Es doctor en Economía por la Universidad Católica de Lovaina y un BA en Política, Filosofía y Economía por la Universidad de Oxford. Ha recibido becas de la Fundación Nacional de Ciencias de Bélgica, del St. Peter College (Universidad de Oxford) y la Fundación Nacional de Mérito alemana. Su investigación se centra en la banca y las finanzas corporativas. Ha publicado en *Review of Financial Studies*, *Review of Finance*, *IMF Economic Review* y otras revistas académicas revisadas por pares.

HERNANDO, Ignacio. Desde 2010 es jefe de la división de Economía Internacional del Banco de España, institución en la que ha desarrollado su actividad profesional desde 1990, tras realizar el máster en el CEMFI (Centro de Estudios Monetarios y Financieros). Desde 2010 es miembro del Comité de Relaciones Internacionales del Eurosistema/SEBC. Ha colaborado en libros sobre el comportamiento de los precios o la transmisión de la política monetaria en la zona del euro, así como numerosos artículos en revistas especializadas de economía, tales como *Journal of Money, Credit and Banking*, *Journal of Banking and Finance*, *Oxford Bulletin of Economics and Statistics* o *Journal of Macroeconomics*, entre otras. En 2005 obtuvo el doctorado en Economía por la Universidad Nacional de Educación a Distancia (UNED).

HOFMANN, Boris. Se unió al Banco de Pagos Internacionales (BPI) en febrero de 2011. Anteriormente trabajó en el Centro de Estudios de Integración Europea de la Universidad de Bonn (1999-2003), el departamento de Economía del Deutsche Bundesbank (2003-2006) y el departamento de Economía del Banco Central Europeo (2006-2011). Es doctor en Economía por la Universidad de Bonn. Su labor de análisis abarca una amplia gama de temas en macroeconomía monetaria empíricos, incluida la transmisión de la política monetaria, las funciones de reacción de política monetaria, la comunicación del banco central y los vínculos entre la política monetaria y la estabilidad financiera y económica.

KOBAYAKAWA, Shuji. Director general asociado del departamento de Asuntos Monetarios, que planifica y formula la política monetaria del Banco de Japón. Con anterioridad a este nombramiento dirigió la división de estadísticas del banco y fue editor jefe de la revista *Financial System Report* que edita el Banco de Japón. También trabajó para la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) en el análisis de la política estructural y del país. Posee un máster en Filosofía y un doctorado en Economía, ambos por la Universidad de Oxford, Reino Unido.

L'HOTELLERIE-FALLOIS, Pilar. Directora general adjunta de Asuntos Internacionales en el Banco de España desde 2006. Se incorporó a la institución en 1983, donde ha ocupado puestos de alto nivel. Ha sido miembro del Comité de Política Econó-

mica del Eurosistema, y actualmente es miembro del Comité de Relaciones Internacionales del Eurosistema. Ha sido profesora de Economía de la Universidad Complutense de Madrid (1980-1983), el CEU y el CEMFI. Es licenciada en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad Complutense de Madrid y posee un máster en Administración Pública de la Escuela de Gobierno Kennedy de Harvard.

LÓPEZ-SALIDO, J. David. Desde 2011 es director asociado del departamento de Asuntos Monetarios de la Reserva Federal, donde comenzó su andadura en 2006. Con anterioridad, entre 1997 y 2005, había desarrollado su actividad profesional en el Banco de España en diversos puestos como economista jefe. Obtuvo el doctorado por la Universidad Complutense de Madrid en 1996, tras realizar el máster en el CEMFI (Centro de Estudios Monetarios y Financieros). Sus áreas de interés son la macroeconomía y la política monetaria, temas sobre los que ha publicado en revistas especializadas como *Economic Journal*, *International Journal of Central Banking*, *American Economic Journal: Macroeconomics* o *Journal of Economic Dynamics and Control*, entre otras.

MERLER, Silvia. Miembro afiliado a Bruegel. Trabajó como asistente de investigación para Jean Pisani-Ferry desde mayo de 2011 a agosto de 2012. Posee un máster en Economía y Ciencias Sociales por la Universidad Bocconi de Milán y se graduó con una tesis sobre los desequilibrios en cuenta corriente dentro de la zona del euro. De octubre de 2012 a julio de 2013, trabajó como analista económico de la Comisión Europea, en la Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros.

MOMMA, Kazuo. Gobernador adjunto del Banco de Japón donde desarrolla su actividad profesional desde 1981. Antes de este nombramiento había ocupado otros puestos relevantes en el Banco como director ejecutivo, director general de Asuntos Monetarios o director general del departamento de Estadística e Investigación. Desde mayo de 2013 es miembro del Comité de Vigilancia de los Fondos Asiáticos de Bonos (Asian Bond Funds, ABF) y Pan Bond Index Fund Asia. En 1981 obtuvo su licenciatura en Economía por la Universidad de Tokio.

PILL, Huw. Economista jefe para Europa de Goldman Sachs (GS). Se unió a GS como director general en 2011 y fue nombrado socio en 2012. Antes de unirse a GS, trabajó en el Banco Central Europeo, donde fue subdirector general de Investigación y jefe de la División de Política Monetaria. Anteriormente, trabajó en el Banco de Inglaterra y la Universidad de Harvard, donde fue profesor asociado de Administración de Empresas. Es licenciado en Política, Filosofía y Economía por la Universidad de Oxford (1989) y doctor en Economía de la Universidad de Stanford (1995).

PRAET, Peter. Miembro del Consejo Ejecutivo del Banco Central Europeo desde 2011. Es el responsable del área de Economía y Recursos Humanos, Presupuesto y Organización. Con anterioridad, fue director ejecutivo del Banco Nacional de Bélgica (2000-2011) y miembro del Comité de Dirección de la Banca belga, Hacienda y Comisión de Seguros (2002-2011). Fue el jefe de Gabinete del ministro belga de Finanzas (1999-2000), economista jefe de Générale de Banque y Fortis Bank (1988-1999), profesor de Economía en la Universidad Libre de Bruselas (1980-1987) y economista en el Fondo Monetario

Internacional (1978-1980). Obtuvo el doctorado en Economía por la Universidad Libre de Bruselas en 1980.

ROLDÁN, José María. Presidente de la AEB. Es licenciado por la Universidad Complutense de Madrid y cursó el máster del Centro de Estudios Monetarios y Financieros (CEMFI). En 1989 ingresó en el Servicio de Estudios del Banco de España, donde permaneció hasta 1994, cuando se traslada al Instituto Monetario Europeo (IME). Entre 1996 y octubre de 1997 fue director del Gabinete del ministro de Economía y Hacienda. En 1998 pasa a ser consejero de la CNMV hasta el año 2000, cuando regresa al Banco de España como director general de Regulación. Entre 2004-2005 fue presidente del Comité Europeo de Supervisores Bancarios (CEBS), donde continuó como miembro hasta 2011. Entre 2009 y octubre de 2013 ha sido miembro titular de la Comisión Rectora del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB). Es autor de varios artículos en revistas especializadas como *PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA*, *Moneda y Crédito*, *Investigaciones Económicas*, *European Economic Review* y *Applied Economics*.

UBIDE, Ángel. Investigador principal en Peterson Institute for International Economics. Es experto en banca central, asuntos europeos, finanzas y política macroeconómica, y es codirector de economía mundial para Shaw Group DE. Ha estado involucrado en el debate global de política económica como miembro del Comité de Dirección del Grupo Euro50 o del Comité de Reinversión de Bretton Woods y como investigador asociado en el Centro de Estudios de Política Europea. Es colaborador frecuente de los medios de comunicación españoles (como el periódico *El País*) e internacionales (*The Economist*, *Financial Times* o *Wall Street Journal*). Trabajó durante más de una década en Tudor Investment Corporation, una empresa de gestión de fondos de cobertura multiestrategia. Fue economista

en el Fondo Monetario Internacional y asociado en McKinsey & Company. Es licenciado en Economía por la Universidad de Zaragoza y doctor en Economía por el Instituto Universitario Europeo de Florencia (Italia).

VALLÉS, Javier. En la actualidad, desarrolla su trabajo en la Dirección General Asociada de Asuntos Internacionales del Banco de España. En 2005 se incorporó al equipo de asesores de la Oficina Económica de Presidencia (OEP), de la que pasó a ser director en 2008. Con anterioridad estuvo en el Servicio de Estudios del Banco de España, donde ocupó los puestos de economista-jefe de Estudios Monetarios, jefe de la división de Investigación y jefe de la división de Previsión y Coyuntura. Es licenciado en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad de Zaragoza, máster por la Universidad Autónoma de Barcelona y doctor en Economía por la Universidad de Minnesota (Estados Unidos). Ha sido profesor en la Universidad Autónoma de Barcelona, la Universidad de Minnesota y la Universidad Complutense de Madrid. Ha publicado en revistas especializadas como *Spanish Economic Review*, *Investigaciones Económicas*, *Moneda y Crédito* o *PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA*.

WOLFF, Guntram B. Desde junio de 2013, director de Bruegel, donde ingresó en abril de 2011 como director adjunto. Con anterioridad trabajó en la Comisión Europea en temas de la macroeconomía de la zona del euro y la reforma de su gobernanza. Fue economista del Deutsche Bundesbank, donde coordinó el equipo de investigación en materia de política fiscal. Actualmente es profesor en la Universidad Libre de Bruselas y miembro del Consejo Asesor del Centro de Estudios Europeos de la Universidad Corvinus de Budapest. También es miembro del Conseil d'Analyse Economique del primer ministro francés. Es doctor por la Universidad de Bonn y estudió Economía en Bonn, Toulouse, Pittsburgh y Passau.

PUBLICACIONES DE LA FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS

Últimos números publicados:

PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA

- N.º 138. La economía de las regiones españolas en la crisis
N.º 139. La fiscalidad en España: Problemas, retos y propuestas

PANORAMA SOCIAL

- N.º 17. La ciudadanía europea en la encrucijada
N.º 18. Las nuevas tecnologías y su impacto social

CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA

- N.º 238. El sector financiero ante los retos de 2014
N.º 239. La recuperación de la economía española cobra fuerza

SPANISH ECONOMIC AND FINANCIAL OUTLOOK

- Vol. 3, N.º 1 (2014). The Financial Sector in Post-Recession Spain
Vol. 3, N.º 2 (2014). Spain's Recovery Gains Strength

ESTUDIOS DE LA FUNDACIÓN

- N.º 66. Evolución de las fundaciones bancarias italianas: De *holding* de sociedades bancarias a un modelo innovador de «beneficencia privada»
N.º 67. Las claves del crédito bancario tras la crisis

PRECIO DE LAS PUBLICACIONES

AÑO 2014

Publicación	Suscripción			Números sueltos	
	Suscripción anual	Edición papel €	Edición digital €	Edición papel €	Edición digital €
Papeles de Economía Española	4 números	55	30	15	12
Cuadernos de Información Económica	6 números	40	Gratuita	10	–
Panorama Social	2 números	20	Gratuita	13	–
Spanish Economic and Financial Outlook	6 números	30	Gratuita		
Focus	6 números	–	Gratuita		
Estudios (números sueltos)	–	–	–	12	9

Los precios incluyen el IVA. No incluyen los gastos de envío.

SUSCRIPCIÓN Y PEDIDOS

INTERNET: <http://www.funcas.es/Publicaciones/Publicaciones.aspx?Id=0>

E-MAIL: publica@funcas.es



9 778402 109102