

# Los retos para la política económica en un entorno de tasas de interés próximas a cero

*Ignacio Hernando  
Jimena Llopis  
Javier Vallés*

## 1. INTRODUCCIÓN

Casi cuatro años después de la quiebra de Lehman Brothers –punto álgido de la crisis financiera internacional–, el tono de la política monetaria en gran parte de las economías avanzadas continúa siendo extraordinariamente laxo, con tipos de intervención próximos a cero y con numerosos estímulos no convencionales todavía en vigor. Además, a tenor del estado actual de la economía global, los últimos comunicados de los bancos centrales y las expectativas de los mercados, es previsible que esta orientación se prolongue en el tiempo.

A pesar del tono enormemente expansivo y de los estímulos fiscales excepcionales que se introdujeron en numerosas economías desarrolladas para atenuar el impacto de la crisis –y que en algunos casos han acabado generando serias dudas sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas–, la recuperación de la actividad sigue siendo débil e incluso algunas economías avanzadas

–principalmente europeas– volvieron a entrar en recesión a comienzos de 2012, manteniéndose sus tasas de desempleo en niveles históricamente elevados. En este contexto, las recomendaciones de las instituciones internacionales siguen primando el mantenimiento de políticas monetarias acomodaticias (FMI, 2012a).

En el actual contexto de tensiones financieras, el propósito de estos estímulos monetarios extraordinarios es tanto el de restablecer el funcionamiento normal del mecanismo de transmisión de la política monetaria –contribuyendo a la recuperación de la estabilidad en distintos segmentos de los mercados financieros– como el de influir sobre las decisiones de gasto de los agentes económicos. La persistencia de esta situación plantea importantes retos para la formulación de la política económica que eran impensables en los años que precedieron a la crisis. Una situación de trampa de la liquidez era contemplada más como una posibilidad teórica que como un riesgo real. De hecho, los escasos precedentes históricos –principalmente, la Gran

---

Los autores son funcionarios de la Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales del Banco de España. Este artículo constituye una versión actualizada del Documento Ocasional del Banco de España número 1207. Las opiniones y análisis expresados en este artículo son responsabilidad de los autores y, por tanto, no necesariamente coinciden con los del Banco de España o los del Eurosistema.

Depresión de los años treinta del siglo pasado y la experiencia japonesa de los noventa— se percibían básicamente como el resultado de diversos errores de política económica, pero la posibilidad de que la economía encallase en una situación en la que los instrumentos convencionales de política monetaria perdiesen su efectividad distaba mucho de estar en el centro de las preocupaciones de los responsables de las políticas económicas en la mayoría de los países, con la excepción de algún período específico—como el experimentado en Estados Unidos en los años 2003 y 2004 en el que el peligro de deflación entró transitoriamente en el estado de riesgos de la Reserva Federal.

Sin embargo, la situación actual de crecimiento anémico, tipos oficiales en mínimos históricos e importantes lastres que condicionan las perspectivas de recuperación en buena parte de las economías avanzadas ha estimulado los análisis sobre la gestión de las políticas económicas en un entorno con tasas de interés cercanas a cero. Estos estudios se han sumado a los realizados, en torno al cambio de siglo, sobre esta materia, principalmente al hilo de la experiencia japonesa y, en menor medida, de la de Estados Unidos tras la recesión de 2001 y la lenta recuperación posterior que llevó a una tasa de inflación muy reducida.

Aunque existe un cierto consenso sobre que el análisis costo-beneficio de las recientes medidas extraordinarias de política monetaria parece ofrecer un resultado positivo, parece claro que el restablecimiento de la estabilidad financiera y la reactivación del crecimiento no pueden recaer sólo en la continuación de las mismas (Bernanke, 2012). El objetivo de esta nota es el de ofrecer una reflexión sobre el papel de los distintos instrumentos de política económica a la luz de los resultados de la literatura académica y de las recientes tomas de posición sobre esta materia por parte de instituciones internacionales y autoridades nacionales. Para ello, en la siguiente sección se resumen las medidas de política monetaria adoptadas en las principales economías avanzadas hasta configurar la situación actual de tipos cercanos a cero y

vigencia de importantes estímulos extraordinarios a la vez que se discuten las distintas opciones de política monetaria en el entorno presente. En la tercera sección se hace una valoración de la eficacia de los estímulos extraordinarios actualmente en vigor tras repasar la experiencia en Japón. En la cuarta se discuten los riesgos asociados a la prolongación en el tiempo de la situación vigente, y en la quinta se pasa revista al papel potencial de las otras políticas económicas—financieras, fiscales y estructurales— para lograr un crecimiento más equilibrado. La sexta ofrece una reflexión sobre la importancia de la coordinación internacional de las políticas económicas en el actual contexto de riesgos globales. Finalmente, la última sección resume tentativamente las principales lecciones para la gestión de las políticas económicas que pueden extraerse de la crisis actual e identifica algunas cuestiones sobre las que todavía existe una cierta controversia.

## **2. LA POLÍTICA MONETARIA EN UN ENTORNO DE TIPOS NOMINALES PRÓXIMOS A CERO**

### **2.1 LA ETAPA ANTERIOR A LA CRISIS**

En los dos decenios anteriores a la crisis, se fue configurando un elevado nivel de consenso entre banqueros centrales y académicos sobre la forma de llevar a cabo la política monetaria. Dicho consenso se caracteriza de forma genérica por el compromiso con la estabilidad de precios en el medio plazo y la transparencia de las previsiones económicas manejadas por la autoridad monetaria y de los instrumentos de política empleados para alcanzar el objetivo de control de la inflación.

Muchos bancos centrales en países desarrollados y emergentes fijaron objetivos de inflación como estrategia idónea para gestionar la política monetaria. Con la creación del euro, el Banco Central Europeo (BCE) también formuló una referencia cuantitativa de estabilidad de precios (tasa

de inflación –de los precios de consumo– inferior pero cercana al 2%), que acomoda en el corto plazo el objetivo de estabilidad económica siempre que no ponga en riesgo el objetivo prioritario de medio plazo de control de la inflación. El principal instrumento de política monetaria para conseguir ese objetivo son las tasas de interés de las operaciones de mercado abierto, que influyen en los tipos de los mercados interbancarios y en los del resto de segmentos de los mercados financieros.

Durante este mismo período, el desarrollo a nivel académico del nuevo modelo keynesiano que incorpora la curva de Phillips con expectativas y la formulación de reglas de comportamiento creíbles por parte de los bancos centrales, proporcionó un soporte intelectual a una política monetaria basada en una estrategia orientada al control de la inflación como objetivo prioritario, dada las rigideces nominales de la economía.

Por otro lado, sobre la política financiera, mediante la supervisión y la regulación, recaía la responsabilidad de conservar la estabilidad financiera. Pero ambas políticas –monetaria y financiera– tenían que interactuar para garantizar la estabilidad macroeconómica. Hay que tener en cuenta que la primera, al afectar a la actividad, también incide sobre el balance de las instituciones financieras, y la segunda, al condicionar el comportamiento de las instituciones financieras y de los participantes en los mercados financieros, afecta potencialmente a la transmisión de la política monetaria.

## **2.2 LA REDUCCIÓN A CERO DE LAS TASAS DE INTERÉS**

La actuación disciplinada de la política monetaria ancló, sin duda, las expectativas de inflación desde la década de los ochenta hasta el estallido de la reciente crisis global, pero no evitó la acumulación de importantes desequilibrios. Al comienzo de la crisis financiera, la inflación estaba contenida pero los desequilibrios acumulados en algunos países desarrollados eran evidentes. Así, la evolución del crédito, del precio de algunos activos –en

particular, el de la vivienda– y la dependencia de la financiación exterior se revelaron como focos de vulnerabilidad que acabaron poniendo en riesgo la estabilidad del conjunto del sistema financiero internacional y generando una profunda recesión de alcance global.

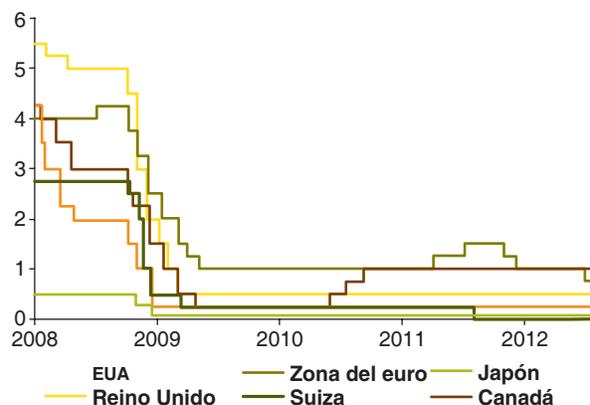
Hasta entonces la regulación financiera, en ocasiones excesivamente laxa, se había focalizado en mercados e instituciones concretas, sin evaluar sus efectos macroeconómicos. También se puso de manifiesto la inexistencia de instrumentos macroprudenciales adecuados para detectar la incipiente aparición de burbujas especulativas en mercados de activos como el de la vivienda y para evitar su desarrollo y preservar la estabilidad macrofinanciera.

La crisis generó tensiones en los mercados interbancarios, y acabó afectando a numerosos instrumentos financieros –incluidos los contratos de canje de tipo de cambio–, y limitando el acceso de numerosas entidades bancarias a la financiación mayorista. Más tarde, los aumentos de deuda pública en diversos países europeos y las dudas suscitadas sobre su sostenibilidad desembocaron en una crisis de deuda soberana en la zona del euro. Esta situación ha puesto en riesgo la estabilidad financiera y la transmisión de la señales de política monetaria a nivel global.

En este contexto, y tras la quiebra de Lehman Brothers, se produjo, en un marco de respuesta coordinada de las políticas económicas a nivel internacional, una relajación sustancial del tono de la política monetaria para evitar una espiral deflacionista y sostener la demanda agregada. Este proceso fue distinto por regiones en función de la profundidad y extensión de la crisis, aunque en la mayoría de los casos los descensos fueron rápidos y el tipo de interés mínimo se alcanzó en el primer semestre de 2009. En las principales economías desarrolladas (Estados Unidos, UEM, Japón o Reino Unido) los tipos oficiales se redujeron hasta valores muy próximos a cero (ver gráfica 1).

Entre finales de 2009 y mediados de 2011 algunas economías desarrolladas –como Australia y

Gráfica 1

**EVOLUCIÓN DEL TIPO DE INTERÉS OFICIAL EN LAS PRINCIPALES ECONOMÍAS DESARROLLADAS**


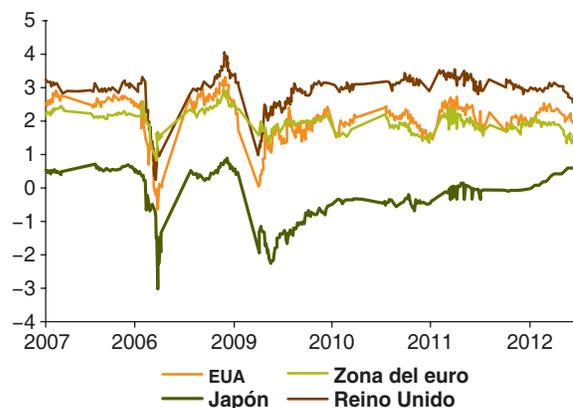
Fuente: Bloomberg.

Noruega— y emergentes —como Brasil e India— experimentaron un ciclo alcista motivado por algún síntoma de recuperación y la aparición de algunos indicios de presiones inflacionistas. Del mismo modo, en abril de 2011 y ante la preocupación por el posible repunte de las expectativas de inflación, el BCE elevó su tipo oficial en 25 puntos básicos (pb), movimiento que repitió en julio. Sin embargo, el agravamiento de la crisis soberana europea y el deterioro de las perspectivas de crecimiento a mediados de 2011, conllevaron un recrudecimiento de las tensiones en los mercados financieros y han situado a las políticas económicas —y, en particular, a la monetaria— de las economías avanzadas en una encrucijada. En una situación en la que se percibía que los márgenes de política se habían agotado, se consideró imprescindible estirar estos límites para evitar un colapso financiero tratando de devolver la confianza.

La nueva orientación expansiva se vio favorecida por una menor preocupación por la inflación —que comenzó a flexionarse a la baja, manteniendo las expectativas ancladas (ver gráfica 2). Así, se interrumpió el ciclo alcista en aquellas regiones en las que ya habían empezado a subir los tipos oficiales, como en la zona del euro, donde se recortó el tipo de intervención en las reuniones de

noviembre y diciembre de 2011 (en 25 pb en cada ocasión). Más adelante, con el nuevo rebrote de la crisis soberana de la zona del euro, se volvió a reducir en 25 pb, situándose en el 0.75%, registro mínimo histórico.

Gráfica 2

**EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN, QUIEBRE A CINCO AÑOS<sup>1</sup>**


Fuente: Barclays.

<sup>1</sup>Diferencial entre el rendimiento de un bono nominal a cinco años y el de un bono inflación con el mismo vencimiento.

**2.3 LA TRAMPA DE LA LIQUIDEZ Y LA POLÍTICA MONETARIA NO CONVENCIONAL**

La teoría keynesiana, desarrollada a la luz de la experiencia de la Gran Depresión de los años treinta, argumentaba que la política monetaria era ineficaz cuando las tasas de interés eran cero. En esta situación de trampa de la liquidez, dinero y bonos son activos intercambiables y las operaciones de mercado abierto que sustituyen un activo por otro no afectan ni a las tasas de interés ni al nivel de 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, empujaron el desarrollo de nuevos estudios sobre las opciones para la política monetaria en estas circunstancias.

Bernanke, Reinhart y Sack (2004) agrupan en tres las opciones de política monetaria no convencionales cuando las tasas de interés están

cercanos a cero: influir sobre las expectativas de los agentes; aumentar el balance del banco central; y cambiar la composición de activos del balance del banco central.

La primera opción está vinculada inicialmente a las investigaciones de Krugman (1998, 2000). Con una formulación más moderna que el modelo IS-LM utilizado hasta entonces para analizar la trampa de la liquidez y que tiene en cuenta las expectativas, muestra como la política monetaria sí puede aumentar la demanda en un entorno de tasas de interés nulos. Para ello el banco central tiene que tener un compromiso creíble de aumentar la cantidad de dinero presente y futura para influir en las expectativas del sector privado (es decir, reduciendo el valor esperado para las tasas de interés reales en el futuro). En cambio si los agentes piensan que el aumento monetario es reversible una vez que desaparezcan las presiones deflacionistas, la irrelevancia de la política monetaria se mantiene. Un resultado semejante se obtiene en Eggertsson y Woodford (2003) cuando el banco central sigue una regla de Taylor y establece un compromiso temporal de tipos de interés. Como ha señalado recientemente Woodford (2012), para que los anuncios sean creíbles y acaben afectando a las expectativas de los agentes, la autoridad monetaria debe comprometerse a mantener las tasas de interés en niveles reducidos incluso cuando la economía muestre un comportamiento más dinámico (y, por tanto, la aplicación de una regla de Taylor señale una política monetaria más restrictiva). Para ello, propone condicionar la elevación de los tipos a la recuperación de la senda de PIB nominal. De manera similar, Evans (2012) sugiere vincular el inicio del tensionamiento de la política monetaria al logro de una determinada tasa de desempleo.

La segunda opción de política es aumentar el balance del banco central (es decir, una expansión cuantitativa o *quantitative easing*) mediante la compra de activos bancarios en operaciones de mercado abierto. Esta liquidez adicional al sistema, sobre todo por medio de títulos de deuda pública, realizada de forma contundente y por encima del

que requerirían unos tasas de interés casi nulos, se espera que genere un aumento sostenido de precios y por tanto del gasto. Si el dinero y los activos financieros son sustitutos imperfectos, la compra de dichos activos por parte del banco central hará que los agentes traten de recomponer sus Carteras, reduciendo la rentabilidad de los activos no monetarios (Tobin, 1969).

La alteración de la composición de activos del banco central es la tercera opción no convencional. Suponiendo la sustitución imperfecta entre activos, el banco central puede influir en las primas de liquidez, de riesgo y de vencimiento y, por tanto, afectar a la estructura de tipos de interés. Esta opción de política puede realizarse tanto con bonos públicos de diferente duración como con otros activos financieros no emitidos por el Tesoro, incluidos aquellos en moneda extranjera.

## 2.4 LAS MEDIDAS NO CONVENCIONALES DURANTE LA CRISIS

Para hacer frente a la crisis se tomaron estas medidas no convencionales en los países en los que se había agotado el recorrido a la baja de los tipos oficiales. Como se recoge en el cuadro 1 los bancos centrales de EUA, Reino Unido, la Unión Económica y Monetaria (UEM) y Japón han recurrido a estos tres tipos de actuaciones para reactivar el crecimiento y preservar la estabilidad del sistema financiero mediante la provisión de mayor liquidez.

Aunque los distintos países se enfrentan a retos similares, sus respuestas de política monetaria han tenido que adaptarse a las características específicas de su propio sistema financiero y de su marco institucional. Así, mientras la Reserva Federal ha tenido como principal objetivo suavizar las condiciones monetarias reduciendo el costo de financiación a lo largo de toda la curva de tipos de interés, el BCE ha estado más preocupado por restablecer la transmisión de la política monetaria en el conjunto de la zona del euro y proveer la necesaria liquidez (Ayuso y Malo de Molina, 2011).

Cuadro 1

## MEDIDAS EXTRAORDINARIAS DE POLÍTICA MONETARIA

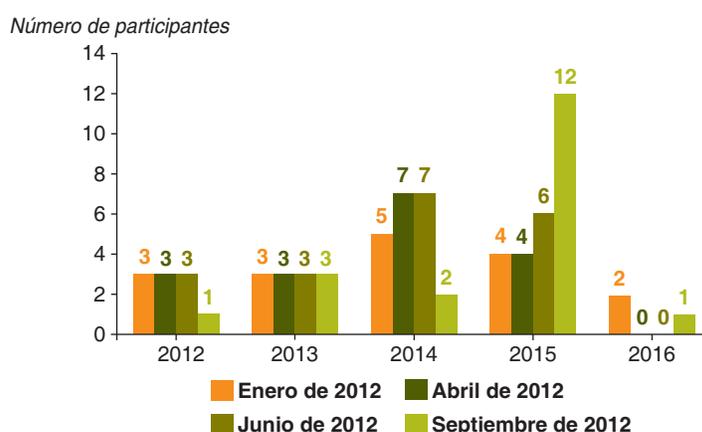
| <i>Anuncio</i>                        | <i>Programa</i>                  | <i>Medidas/volumen</i>   |
|---------------------------------------|----------------------------------|--|
| RESERVA FEDERAL                       |                                  |  |
| Noviembre de 2008                     | <i>Quantitative easing</i> (QE1) | Compra de <i>market backed securities</i> (MBS) de agencia hasta 500,000 millones de dólares.<br>Compra de deuda respaldada por las agencias hasta 100,000 millones de dólares.  |
| Marzo de 2009                         | QE1-extensión                    | Compra hasta 300,000 millones de dólares de bonos del Tesoro.<br>Ampliación de compra MBS de agencia hasta 750,000 millones de dólares adicionales.<br>Ampliación compra de deuda de agencia hasta 100,000 millones de dólares adicionales.  |
| Noviembre de 2010                     | QE2                              | Compra de 600,000 millones de dólares de bonos del Tesoro por realizarse hasta junio 2011.<br>Total: 2.3 billones de dólares.<br>Política de reinversión de fondos de las amortizaciones de MBS, deuda y bonos del Tesoro para adquirir únicamente bonos del Tesoro.   |
| Agosto de 2011                        |                                  | Compromiso: la tasa de interés reducida hasta mediados 2013.   |
| Septiembre de 2011                    | Operation Twist                  | Estrategia de recomposición de cartera: sustitución de 400,000 millones de dólares de títulos del Tesoro con vencimiento inferior a tres años por títulos con vencimiento residual entre 6 y 30 años antes de junio 2012.<br>Modificación de política de reinversión: con los fondos procedentes de amortizaciones de MBS y deuda se comprarán nuevos MBS. Sólo los fondos de bonos del Tesoro se destinarán a adquirir nuevos bonos del Tesoro. |
| Enero de 2012                         |                                  | Compromiso: nivel tipo de interés reducido hasta finales 2014.<br>Cuantificación del objetivo de estabilidad de precios en el 2% a largo plazo.  |
| De junio a diciembre de 2012          | Operation Twist-extensión        | Sustitución de 267,000 millones de dólares de títulos del Tesoro con vencimiento inferior a tres años por títulos con vencimiento residual entre 6 y 30 años antes de finales 2012.<br>Continúan con la política de reinversión comprando nuevos MBS con los fondos de las amortizaciones.   |
| Septiembre de 2012                    | QE3                              | Extensión del compromiso de mantener la tasa de interés reducida, hasta al menos mediados 2015. Compra de activos ilimitada, 40,000 millones de dólares mensuales de MBS de agencia hasta que mejore el mercado de trabajo con posibilidad de cambio de tamaño, ritmo y composición de los activos.<br>Continuación de la política de reinversión de los fondos procedentes de las amortizaciones.   |
| BANK OF ENGLAND                       |                                  |  |
| Abril de 2008<br>Fin de enero de 2009 | Special Liquidity Scheme (SLS)   | Facilidad de liquidez: posibilidad de intercambio de activos de alta calidad con problemas – <i>residential mortgages backed securities</i> (RMBS) y <i>asset backed securities</i> (ABS)– por Treasury bills (TB) emitidos por el Tesoro, por un periodo superior a un año.   |
| Enero de 2009                         | Discount Window facility (DWF)   | Facilidad similar, pero a corto plazo.   |

| <i>Anuncio</i>                       | <i>Programa</i>  | <i>Medidas/volumen</i>   |
|--------------------------------------|--|--|
| Marzo de 2009                        | Asset Purchase Facility (APF1)   | Compra de títulos por 150,000 millones de libras por realizarse de marzo a septiembre de 2009, financiado con la emisión de reservas bancarias.  |
| Agosto de 2009                       |  | Ampliación: 25,000 millones de libras adicionales por realizarse entre septiembre y noviembre de 2009.   |
| Noviembre de 2009                    |  | Ampliación: 25,000 millones de libras adicionales por realizarse entre noviembre 2009 y enero de 2010.   |
| Octubre de 2011                      | APF2   | Ampliación: 75,000 millones de libras adicionales por realizarse entre octubre 2011 y febrero de 2012.   |
| Febrero de 2012                      |  | Ampliación: 50,000 millones de libras adicionales por realizarse entre febrero y mayo de 2012.   |
| Junio de 2012                        | Extended Collateral Term Repo Facility (ECTRF)   | Facilidad de liquidez para la banca mediante subastas a seis meses. Se trata de préstamos líquidos asegurados por una garantía amplia.   |
|                                      | <i>Funding for lending scheme</i>  | Fondos a cuatro años para la banca con el objetivo de facilitar el acceso al crédito a hogares y empresas.   |
| Julio de 2012                        | APF3   | Ampliación: 50,000 millones de libras adicionales por realizarse entre julio y noviembre de 2012. Total: 375,000 millones de libras  |
| <b>BANCO CENTRAL EUROPEO</b>         |  |  |
| Agosto de 2007                       | Operaciones principales de financiación (OPF), operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) | Adjudicación de mayores volúmenes de liquidez en OPF. Ampliación del plazo en las OFPML hasta 12 meses. Introducción del sistema de adjudicación plena.  |
| Julio de 2009<br>Fin junio de 2010   | Covered Bond Purchase Program (CBPP)   | Compras de bonos garantizados emitidos en la UEM, hasta un máximo de 60,000 millones de euros.   |
| Mayo de 2010<br>Fin agosto de 2012   | Security Market Program (SMP)  | Posibilidad de que el Eurosistema adquiriera deuda pública en los mercados secundarios. Volumen inicial: 16,500 millones de euros, diversas ampliaciones hasta 208,000 millones de euros en septiembre de 2012.                      |
| Noviembre de 2011                    | CBPP-2   | Compras de bonos garantizados emitidos en la UEM, hasta un máximo de 40,000 millones de euros.   |
| Diciembre de 2011<br>Febrero de 2012 | Long Term Repo Operations (LTRO)   | Subastas extraordinarias de liquidez a tres años:<br>1) Proporcionó al mercado 489,000 millones de euros.<br>2) Proporcionó al mercado 529,500 millones de euros.  |
| Agosto de 2012                       | Outright Monetary Transactions (OMT)   | Anuncio de OMT mediante el cual el BCE podrá comprar deuda de determinados países en el mercado secundario con la condición de que se acojan al EFSF o ESM. La intervención se centrará en deuda a corto plazo (de uno a tres años). |
| <b>BANK OF JAPAN</b>                 |  |  |
| Junio de 2010                        |  | Fondo de tres billones de yenes, ampliado a 3.5 billones de yenes mediante la provisión de crédito por parte de las entidades financieras a proyectos empresariales orientados a aumentar el crecimiento potencial de la economía.   |

| <i>Anuncio</i>                | <i>Programa</i>                     | <i>Medidas/volumen</i>  |
|-------------------------------|-------------------------------------|---|
| Octubre de 2010               |                                     | Reducción de los tipos de interés oficiales del 0.1% al rango 0%-0.1%   |
| De abril a septiembre de 2012 | Comprehensive Monetary Easing (CME) | Programa de compra de activos públicos y privados:<br>Valor inicial: cinco billones de yenes, ampliación en siete ocasiones hasta un total de 55 billones de yenes hasta finales de 2013.<br>Facilidad de crédito con colateral hasta un total 25 billones de yenes.<br>Compromiso: tasa de interés a cero hasta que se observe estabilidad de precios a medio y largo plazo (inflación positiva del 1%). |

Gráfica 3

**ESTRATEGIA DE COMUNICACIÓN DEL FOMC**



Fuente: Federal Open Market Committee (FOMC).

Nota: La altura de cada barra indica el número de participantes que creen que en ausencia de futuras perturbaciones en la economía, el incremento del tipo de interés oficial (actual rango 0.25) ocurrirá en la fecha especificada.

Tanto la Reserva Federal estadounidense como el banco central de Japón han realizado anuncios sobre la evolución futura de las tasas de interés para influir sobre las expectativas de los agentes por medio de la evolución de los tipos a largo plazo.<sup>1</sup> La Reserva Federal, tras un empeoramiento de las condiciones económicas y financieras, anunció, en agosto de 2011, su compromiso de mantener los reducidos niveles de tasas de interés hasta, al menos, mediados de 2013. Y, en enero de 2012, introdujo algunos cambios en su estrategia de comunicación anunciando una cuantificación para su objetivo de precios –un crecimiento del 2% del

deflactor de gasto en consumo personal– y la publicación de la senda esperada de tipos oficiales –que se mantendrán en niveles excepcionalmente bajos hasta finales de 2014– y su distribución entre los miembros del Comité Federal del Mercado Abierto (FOMC, gráfica 3). Adicionalmente y en un entorno de debilidad de la actividad, el FOMC extendió en septiembre de 2012 el período de mantenimiento del tipo de interés oficial hasta, al menos, mediados de 2015, con la novedad de que, a diferencia de ocasiones anteriores en que el anuncio era más bien una previsión de la senda de tipos, en este caso se trata de un compromiso de mantenimiento de los tipos en niveles reducidos, que se mantendrá incluso cuando la economía comience

1. También el Bank of Canada ha utilizado esta estrategia.

a reactivarse. Por otro lado el Bank of Japan, en octubre de 2010, y en el contexto de un nuevo marco de expansión monetaria denominado *Comprehensive Monetary Easing* (CME), se comprometió a mantener los tipos a cero hasta que se observe una estabilidad de precios a medio y a largo plazo (entendida como una inflación promedio del 1%).

Pero han sido las opciones de política que actúan directamente sobre el balance del banco central las que han sido utilizadas más ampliamente como instrumento de estabilización desde 2008. El FOMC desde finales de 2008 activó una estrategia de expansión monetaria (*quantitative easing*, QE1) basada en la compra de valores con garantía hipotecaria (*mortgage-backed securities*, MBS) de agencias y deuda respaldada por las agencias. A finales de marzo de 2009, el programa QE1 se extendió con el anuncio de la compra de bonos del Tesoro y la ampliación de la adquisición de deuda y de MBS. Posteriormente, la debilidad de la recuperación propiciaría en noviembre de 2010 la activación de una nueva ronda de expansión cuantitativa (QE2) basada en la compra de más bonos del Tesoro. En conjunto, los dos programas de compras de títulos ascendieron a 2.35 billones de dólares, equivalentes al 15.3% del PIB. Se anunció también una política de reinversión de los fondos procedentes de las amortizaciones de esta cartera de activos que contemplaba únicamente la adquisición de bonos del Tesoro.

En septiembre de 2011 inició una estrategia de recomposición de su cartera de deuda, conocida como *Operation Twist*, que consistía en sustituir títulos del Tesoro con vencimiento inferior a tres años por títulos con vencimiento entre seis y 30 años antes de junio de 2012, alargando así el vencimiento medio de su cartera de títulos del Tesoro sin necesidad de volver a aumentar el tamaño de su balance. Paralelamente, y con el objetivo de relajar las condiciones del mercado hipotecario, la zona del euro decidió modificar su política de reinversión de los fondos procedentes de las amortizaciones de deuda y titulaciones de agencias (MBS), y adquirir nuevos MBS en vez de bonos del Tesoro,

dejando únicamente la reinversión de los fondos procedentes de bonos del Tesoro en otros bonos del Tesoro. En junio de 2012, la zona del euro anunció la extensión de la *Operation Twist* hasta finales de 2012 cuando la Reserva Federal (FED) apenas tendrá deuda del Tesoro con vencimiento anterior a 2016. Asimismo anunció que continuará con la política de reinversión de fondos procedentes de las amortizaciones. Por último, en septiembre de 2012 la zona del euro acordó tomar medidas adicionales para estimular la economía activando una nueva ronda de expansión cuantitativa *Quantitative Easing-3* basada en la compra de activos de manera ilimitada *open-ended*, es decir, sin especificar de antemano la cuantía total del programa ni su duración. De momento, se comprarán 40,000 millones de dólares mensuales en MBS de empresas patrocinadas por el gobierno (GSE, por sus siglas en inglés) hasta que se observe una mejora sustancial en las condiciones del mercado de trabajo con la posibilidad de cambiar el tamaño, ritmo y composición de los activos. De la misma manera que en junio, anunciaron que continuarán con la política de reinversión de fondos de los vencimientos de MBS y deuda de agencias.

Desde abril de 2008 el Bank of England activó medidas que tenían como objetivo el apoyo a la liquidez de las entidades bancarias. En este contexto inició el *Special Liquidity Scheme* (SLS), una facilidad de liquidez por la que las entidades bancarias podían intercambiar activos de *alta calidad con problemas* por títulos del Tesoro emitidos expresamente a tal efecto por el mismo Tesoro, por un periodo superior a un año. En enero de 2009, creó una facilidad similar, pero a corto plazo, denominada *Discount Window Facility*. Por otro lado, modificó las operaciones de mercado abierto ampliando su plazo y activos elegibles. Pero fue en marzo de 2009 cuando el comité de política monetaria del Bank of England (MPC, por sus siglas en inglés) se embarcó en una clara estrategia de expansión monetaria a través de un programa de compra de títulos, *Asset Purchase Facility* (APF), financiado con la emisión de reservas bancarias.

Como se observa en el gráfico 4 estas compras de valores desplazaron paulatinamente en el balance al resto de operaciones de mercado abierto y de reportos a largo plazo. Durante la primera fase de esta estrategia (APF1) el importe de las compras alcanzó los 200,000 millones de libras, límite que se mantuvo inalterado hasta octubre de 2011. En dicha fecha, el Bank of England inició una segunda ronda de expansión (APF2), que en febrero de 2012 alcanzó los 325,000 millones de libras, una cuantía equivalente al 22.5% del PIB. El deterioro del crecimiento en el Reino Unido y el riesgo que supone la crisis en la zona del euro llevó al Bank of England en julio de 2012 a continuar con medidas no convencionales, aumentando el tamaño del programa de compra de deuda pública (APF3) en 50,000 millones de libras, hasta alcanzar los 375,000 millones de libras (26% del PIB). Esta actuación se une al anuncio en junio de 2012 de dos nuevos instrumentos: una facilidad de liquidez (*Extended Collateral Term Repo Facility*) instrumentada por medio de subastas a seis meses y una facilidad de crédito (*Funding for Lending Scheme*) para facilitar el acceso al crédito a hogares y empresas. Se instrumentará mediante la provisión de fondos a cuatro años para la banca contra su cartera de préstamos a hogares y empresas.

Por su parte, el BCE desde agosto del 2007 empezó a activar medidas dirigidas al mercado monetario adjudicando mayores volúmenes de liquidez en las Operaciones Principales de Financiación (OPF) a la vez que amplió el plazo de sus Operaciones de Financiación a Plazo Más Largo (OFPLM) hasta 12 meses e introdujo el sistema de adjudicación plena (*full allotment*) en las subastas, lo que redujo la incertidumbre de las entidades de crédito en lo que respecta a su financiación. Adicionalmente en julio de 2009, el *Covered Bond Purchase Programme* (CBPP) tuvo como objetivo fomentar la relajación de la situación crediticia en los mercados mayoristas. En noviembre de 2011 se reactivó (CBPP-2) con el objetivo de animar a las entidades de crédito a incrementar sus préstamos a clientes. Paralelamente, en respuesta a la crisis de la deuda

soberana, en mayo de 2010 se puso en marcha el *Securities Market Programme* (SMP), mediante el cual el Eurosistema puede adquirir deuda pública en los mercados secundarios. Como el propósito era restablecer la transmisión de la política monetaria, estas operaciones han sido esterilizadas para evitar que se afecte la oferta de liquidez del conjunto del sistema. Por último, con el objetivo de mejorar las condiciones de financiación de la banca y restaurar la confianza de los inversionistas, el BCE aprobó en diciembre de 2011 la realización de dos subastas extraordinarias de liquidez a tres años, la primera llevada a cabo a finales de dicho mes y la segunda en febrero de 2012, sobrepasando en conjunto un billón de euros (ver gráfico 4). Tras el recrudecimiento de las tensiones en la zona del euro, en agosto de 2012, el BCE anunció las *Outright Monetary Transactions* (OMT) mediante las cuales el Eurosistema podrá comprar deuda de determinados países en el mercado secundario a condición de que se acojan al *European Financial Stability Facility* (EFSF) o *European Stability Mechanism* (ESM). La intervención se centrará en deuda a corto plazo (de uno a tres años).

Finalmente, aunque el Bank of Japan ha llevado a cabo una política de aumento de su balance

Cuadro 2

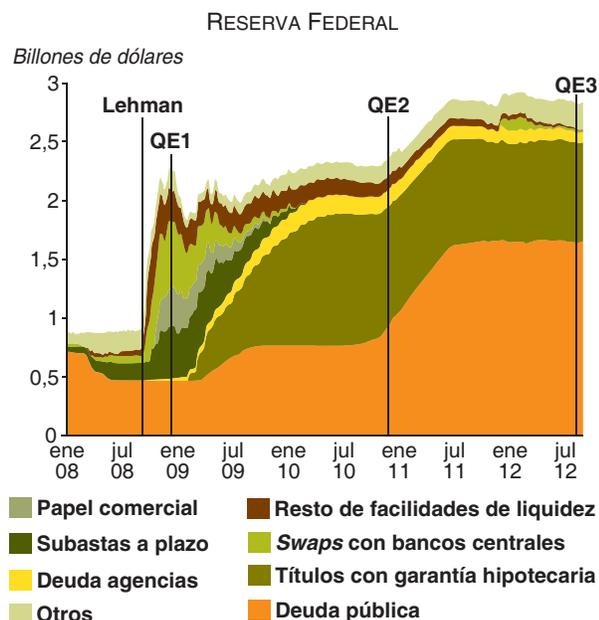
**BALANCE BRUTO DE LOS BANCOS CENTRALES DE LAS PRINCIPALES ECONOMÍAS AVANZADAS**  
(porcentaje del PIB)

| Fecha                    | Balance bruto total |                 |                 |               |
|--------------------------|---------------------|-----------------|-----------------|---------------|
|                          | Eurosistema         | Reserva Federal | Bank of England | Bank of Japan |
| 28 de diciembre de 2007  | 16.7                | 6.4             | 7.3             | 20.7          |
| 25 de diciembre de 2009  | 20.7                | 16.1            | 17.1            | 26.3          |
| 14 de septiembre de 2012 | 32.5                | 18.7            | 26.0            | 32.6          |

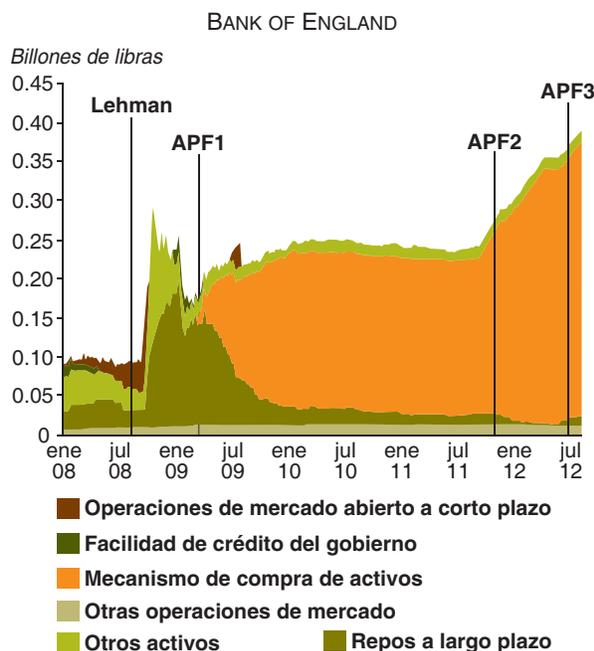
Fuente: Datastream.

Gráfica 4

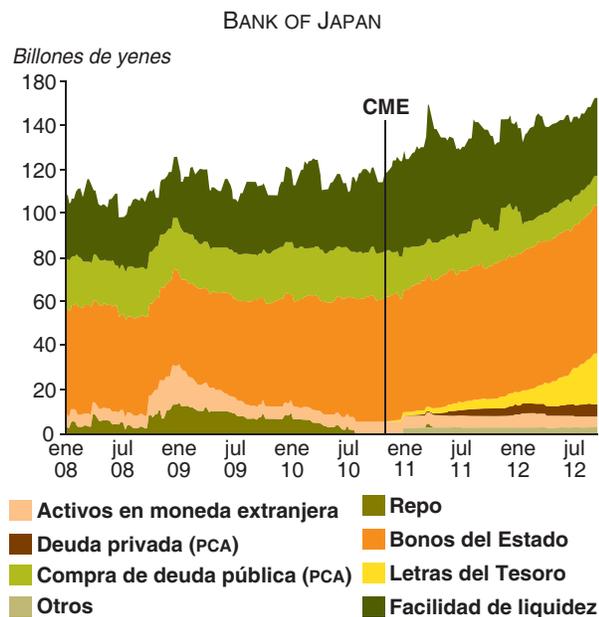
COMPOSICIÓN DEL ACTIVO DE LOS BANCOS CENTRALES DE LAS PRINCIPALES ECONOMÍAS AVANZADAS



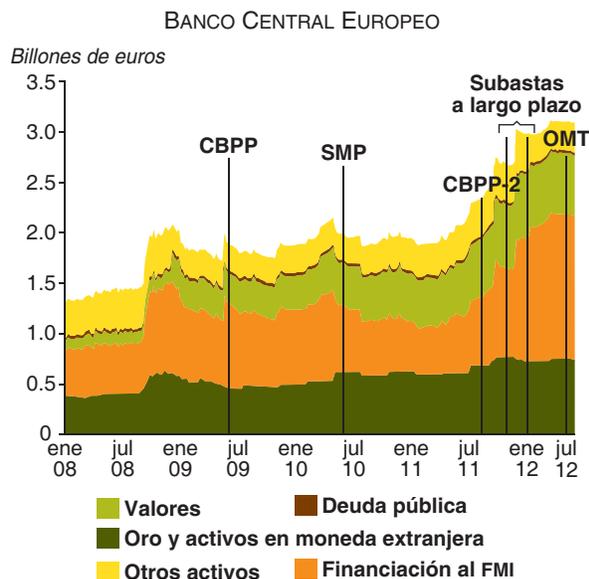
Fuente: Reserva Federal.



Fuente: Banco de Inglaterra.



Fuente: Banco de Japón.  
PCA=Programa de compra de activos.



Fuente: Banco Central Europeo.

desde 2001, en el contexto de la actual crisis dio un mayor giro expansionista con la implementación del *Comprehensive Monetary Easing* (CME). Este incluye un programa de compra de activos, tanto públicos como privados y una facilidad de crédito con garantía que tiene como objetivo dotar de mayor liquidez a la economía. Con el objetivo de asegurar la estabilidad del sistema financiero japonés y tras diversas ampliaciones y modificaciones, en septiembre de 2012, los topes se situaban en 55 billones de yenes para las compras de activos y en 25 billones para la facilidad de crédito con garantía. Con todo, hay que resaltar que estos volúmenes tan sólo suponen un límite y, en efecto, hasta septiembre de 2012 sólo se habían utilizado 28.6 billones y 31.6 billones de yenes, respectivamente de cada programa, cuantía equivalente al 12.7% del PIB. El balance seguirá ampliándose hasta finales de 2013, fecha límite anunciada para las compras de activos. Por último, se ha puesto en marcha desde junio de 2010 otra medida extraordinaria basada en un fondo de 3.5 billones de yenes (0.7% del PIB) con el objetivo de favorecer la provisión de crédito por parte de las entidades financieras a proyectos empresariales orientados a aumentar el crecimiento potencial de la economía.

En conjunto, desde el comienzo de la crisis el uso de estas medidas extraordinarias con el fin de resolver los problemas de liquidez del sistema financiero y mejorar las condiciones de financiación generales ha adquirido una dimensión extraordinaria: los activos de la Reserva Federal se han acercado al 20% del PIB mientras que los del Bank of England lo han sobrepasado cuando antes de la crisis se situaban en torno al 7%, los del Eurosistema se han doblado, rebasando el 30% tras la última subasta a tres años, registro similar al alcanzado por el Bank of Japan, que ya había superado ese nivel tras la expansión cuantitativa de comienzos de la pasada década (ver gráfica 4 y cuadro 2).

Toda esta batería de medidas de política monetaria continúa en vigor. Los tipos oficiales siguen en mínimos históricos, los mercados financieros

siguen mostrando importantes disfunciones y las economías siguen registrando una marcada debilidad, especialmente las europeas. Esto es un reto para el diseño de las opciones de política económica en la medida en que los precedentes históricos son difícilmente comparables.

### **3. LA EFICACIA DE LAS MEDIDAS NO CONVENCIONALES DE POLÍTICA MONETARIA**

A pesar de los desarrollos teóricos sobre las opciones de política monetaria no convencionales, lo cierto es que hay una gran incertidumbre sobre la efectividad de estas políticas tanto sobre el valor de los activos como en las variables más agregadas. Las dos únicas experiencias recientes que han recibido atención por parte del análisis empírico son Japón, a partir de 2001, y las economías desarrolladas, a partir de la crisis financiera actual.

#### **3.1 LA COMPARACIÓN CON LA EXPERIENCIA DE JAPÓN**

La experiencia japonesa de los años noventa es, sin lugar a dudas, una referencia valiosa tanto con la perspectiva de la evolución económica actual como para analizar la respuesta de política que se está produciendo en la presente crisis financiera.

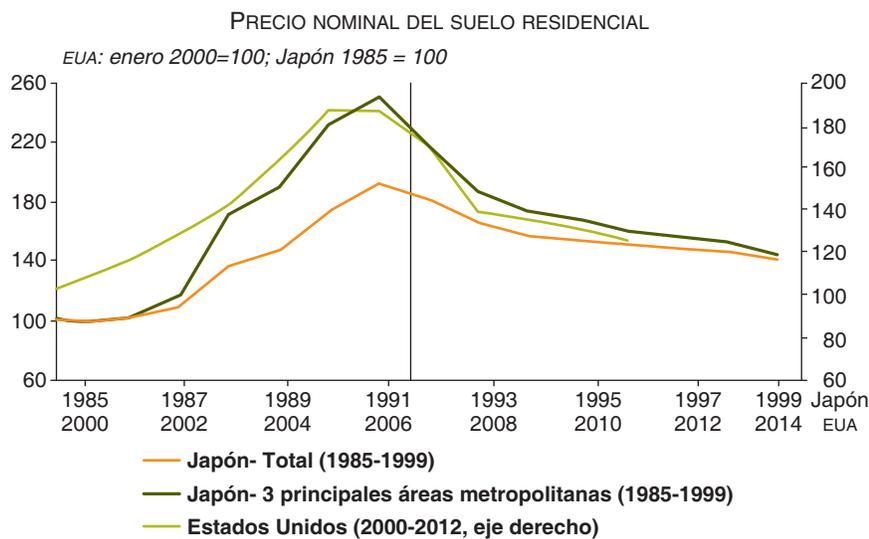
La burbuja japonesa estalló a principios de los noventa, produciéndose un brusco cambio en la tendencia del precio de los activos reales y financieros (gráfica 5), que habían mostrado, al igual que el endeudamiento del sector privado, un elevado crecimiento durante una década. La gráfica también muestra como la magnitud de la corrección en estas variables es muy similar a la ocurrida en EUA en la crisis actual. La secuencia de políticas monetarias en respuesta a la situación económica ha sido muy parecida en ambos episodios. El Bank of Japan redujo drásticamente las tasas de interés y los mantuvo cercanos a cero desde 1995. A finales de esa década se comprometió a dejarlos en

niveles próximos a cero hasta que no cambiara la situación económica. Posteriormente, desde 2001 hasta 2006, desarrolló una política de expansión de la base monetaria, incluyendo la compra de activos con riesgo. La gráfica 6 muestra que la evolución de los tipos de intervención ha sido similar a la llevada a cabo en EUA y, en general, el conjunto de políticas monetarias y su secuencia temporal son

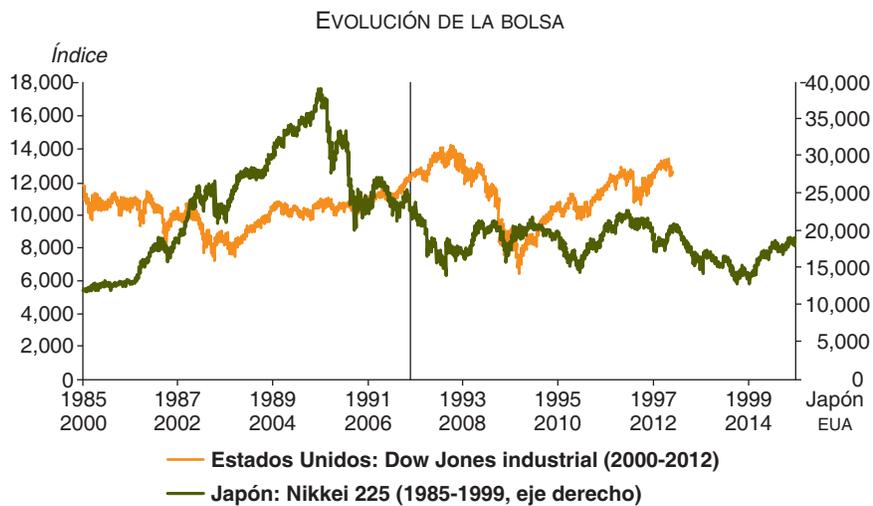
muy similares a las comentadas en la sección segunda por parte de otros grandes bancos centrales.

Pero también hay diferencias significativas en la evolución macroeconómica en ambos episodios y en las políticas implementadas para corregir la recesión. De hecho, la persistencia deflacionista y el bajo crecimiento respecto al resto de países desarrollados han sido uno de los argumentos

**Gráfica 5**  
**EVOLUCIÓN DEL PRECIO DE LOS ACTIVOS: ESTADOS UNIDOS Y JAPÓN**



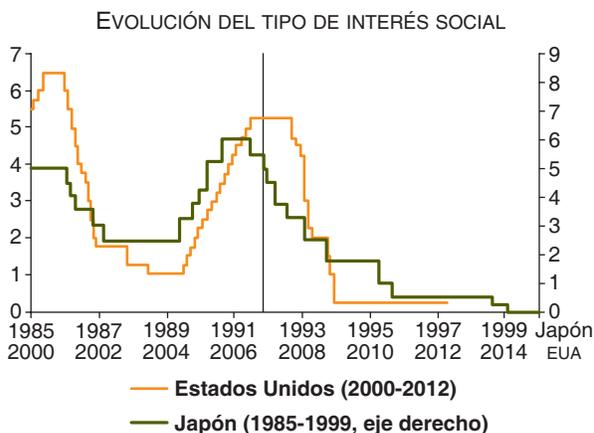
Fuente: Datastream.



Fuente: Datastream.

Gráfica 6

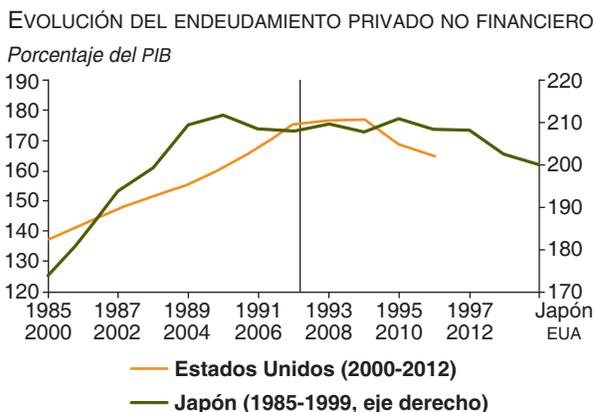
**EVOLUCIÓN TASAS DE INTERÉS Y DEUDA DEL SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO: ESTADOS UNIDOS Y JAPÓN**



Fuente: Bloomberg



Fuente: Datastream.



Fuentes: Reserva Federal y Banco de Japón.

utilizados por algunos para hablar de las dos décadas perdidas en Japón.

A pesar de que en los noventa se logró reducir el nivel de las tasas de interés de largo plazo (gráfica 6) y restaurar los canales de transmisión financieros y bancarios, el elevado nivel de endeudamiento y de morosidad del sector privado no se empezó a corregir de forma significativa hasta casi una década después de que explotara la burbuja. Se produjo, por tanto, un retraso en el reconocimiento de pérdidas, siendo los activos dañados fundamentalmente préstamos a empresas. Dicho deterioro prolongado en el balance de empresas y entidades financieras japonesas puede explicar que las decisiones de consumo e inversión no se vieran afectadas por los estímulos monetarios iniciales (Ugai, 2006) y, sin embargo, estimaciones más recientes, que incluyen las expansiones cuantitativas que comenzaron en 2008, han encontrado un mayor efecto sobre la actividad (Berkmen, 2012).

Pero también se ha argumentado que las políticas implementadas en Japón no fueron suficientemente contundentes para cambiar las expectativas de los agentes económicos.<sup>2</sup> Por una parte, como muestra el gráfica 6, la reducción de tipos por parte del Bank of Japan en los noventa fue menos agresiva que la realizada por la Reserva Federal estadounidense. Y, por otra, las medidas regulatorias para forzar a los bancos a reestructurarse estuvieron ausentes durante los noventa, más allá de tener que reconocer alguna insolvencia puntual.

Y, por último, hay otros dos factores que estuvieron presentes en la crisis japonesa y que la diferencian de la actual. Por un lado, en aquella ocasión la crisis financiera nunca tuvo un alcance global

2. Es justo reconocer que el banco central de Japón se enfrentaba a una situación con escasos precedentes históricos y que el grado de incertidumbre sobre la eficacia de las distintas medidas de política monetaria era muy elevado. Como prueba de ello, Blinder (2000) repasaba un amplio catálogo de potenciales instrumentos de política monetaria, destacando los riesgos y costos asociados a cada uno de ellos, señalando que el menú de opciones disponibles para el Bank of Japan era poco apetecible.

(quizás porque las autoridades japonesas en este caso sí evitaron que se materializara algún riesgo sistémico), diferenciándolo del colapso de Lehman Brothers con un claro efecto sistémico. Por otro lado, la explosión de la burbuja coincidió con un gran cambio demográfico que redujo considerablemente la población en edad de trabajar con el consiguiente efecto sobre el crecimiento.

### 3.2 LA VALORACIÓN DE LA EXPERIENCIA ACTUAL

Pero son las medidas no convencionales llevadas a cabo desde finales de 2008, sobre todo por la Reserva Federal y el Banco de Inglaterra, las que han recibido más atención por parte de los analistas.<sup>3</sup> La mayor parte de la literatura se ha centrado en el efecto sobre los diferentes canales de transmisión financiera y la evidencia es más escasa cuando se trata de medir el efecto macroeconómico de las medidas no convencionales.

Diferentes metodologías econométricas muestran el impacto positivo e inmediato de las medidas al reducir las tasas de interés de los bonos a largo plazo. El efecto es mayor en los tramos largos de la curva de tasas de interés aunque tiende a revertirse en el tiempo. Además, se ha apreciado una transmisión al tipo de cambio y a la rentabilidad de otros activos financieros como la deuda corporativa y los índices bursátiles. En el caso de EUA, los resultados indican la relevancia de los canales de recomposición del balance de los inversionistas y de expectativas, este último reflejando la intención de la Reserva Federal de querer mantener en el futuro las tasas de interés de corto plazo en niveles reducidos.

La operación Twist de la Reserva Federal iniciada en septiembre de 2011 (que consiste en la compra de bonos del Tesoro con los recursos de la venta de letras sin alterar el tamaño del balance) también está contribuyendo a reducir los tipos

a largo plazo aunque en este caso con un cierto efecto contrario en los tipos de corto plazo.

En general, las estimaciones econométricas son significativas pero muy diferentes según los autores y la metodología utilizada, y es difícil saber si se están aislando de forma apropiada otras variables relevantes tanto de política monetaria, en especial los anuncios sobre la propia evolución del tipo de interés oficial, como de la situación global de la economía. Es si cabe más incierto cuantificar el efecto que las medidas no convencionales han tenido sobre el gasto dado la cantidad de factores por los que hay que controlar y el lapso de tiempo necesario para poder medir cómo afectan a las decisiones de los agentes privados.

El cuadro 3 resume algunos resultados cuantitativos encontrados en trabajos recientes sobre el efecto de alguna de estas medidas sobre los precios de diferentes activos financieros y sobre algunas variables macroeconómicas. En el caso de EUA se recoge en un rango el impacto del primer programa de expansión cuantitativa (QE1) entre noviembre de 2008 y marzo de 2009. Hay un efecto significativo aunque diferenciado en la rentabilidad de los bonos a largo plazo (entre 30 y 110 pb), en los bonos y MBS de agencias (entre 90 y 200 pb) y en los bonos corporativos (70pb). Williams (2011) señala que estos efectos, una vez normalizados, equivaldrían a una reducción de 75pb en el tipo de intervención de la Reserva Federal. Y en el Reino Unido los efectos en la rentabilidad de los activos, incluyendo los bonos del sector privado, son de órdenes de magnitud similares a los de EUA. Igualmente los movimientos en el balance del banco central se estima que depreciaron la moneda en torno al 4 por ciento.

En el caso del impacto sobre las variables macroeconómicas hay más diferencias entre los estudios realizados en los dos países. Joyce *et al.* (2011) estiman para el Reino Unido que, a través de los canales habituales de reducción del costo de financiación y el aumento de la riqueza, los efectos sobre el crecimiento del PIB (entre 1.5 pp y 2 pp) y la inflación (entre 0.75 pp y 1.5 pp) son equivalentes

3. Ver Meaning y Zhu (2011) y las referencias allí citadas.

Cuadro 3

IMPACTO DE LOS PROGRAMAS DE COMPRAS DE ACTIVOS<sup>1</sup>

| <i>Variables financieras</i>                                 | <i>Estados Unidos</i>   | <i>Reino Unido</i>  |
|--|---|---|
| Rentabilidad de los bonos del Tesoro a largo plazo           | Reducción de entre 30 puntos básicos y 110 pb <sup>2</sup><br>Sack (2009), Gagnon <i>et al.</i> (2011), Neely (2011), Krishnamurthy y Vissing-Jorgensen (2011) y Bauer (2012) | Reducción de 100 pb<br>Joyce <i>et al.</i> (2011a)  |
| Rentabilidad de los bonos de agencia                         | Reducción de entre 150 pb y 200 pb,<br>Gagnon <i>et al.</i> (2011), Krishnamurthy y Vissing-Jorgensen (2011)  |   |
| Rentabilidad de los MBS de agencia                           | Reducción de 90 pb y 110 pb,<br>Gagnon <i>et al.</i> (2011), Krishnamurthy y Vissing-Jorgensen (2011) y Bauer (2012)  |   |
| Rentabilidad de los bonos corporativos (grado de inversión)  | Reducción de 70 pb<br>Gagnon <i>et al.</i> (2011)   | Reducción de 70 pb<br>Joyce <i>et al.</i> (2011a)   |
| Rentabilidad de los bonos corporativos ( <i>high yield</i> ) |   | Reducción de 150 pb<br>Joyce <i>et al.</i> (2011a)  |
| Tipo de cambio   | Depreciación del 3.6% al 10.8% dependiendo de la moneda de contrapartida. Neely (2011)  | Depreciación efectiva del 4%<br>Joyce <i>et al.</i> (2011a)   |
| <i>Variables macroeconómicas</i>                             |   |   |
| PIB  | Incremento de 0.4% de manera persistente<br>Chen <i>et al.</i> (2011)   | Incremento de 1.5 pp a 2 pp<br>Joyce <i>et al.</i> (2011b), Kapetanios <i>et al.</i> (2012) y Bridges y Thomas (2012) |
| IPC  | Muy reducido<br>Chen <i>et al.</i> (2011)   | Aumento de 0.75 pp a 1.5 pp<br>Joyce <i>et al.</i> (2011b), Kapetanios <i>et al.</i> (2012) y Bridges y Thomas (2012) |

<sup>1</sup> En el caso de las variables financieras, el impacto se refiere al efecto sobre dichas variables en torno a las fechas de los anuncios de compras. Para el Reino Unido, se refiere al impacto de la primera ronda de impulso cuantitativo.

<sup>2</sup> Corresponde al impacto estimado hasta marzo de 2010.

a una reducción de los tipos oficiales de entre 150 y 300 pb. En EUA los efectos estimados, tanto sobre la actividad como sobre la inflación, son más reducidos. Sin embargo, con una metodología común, Baumeister y Benati (2010) señalan efectos significativos en el crecimiento y la inflación por la reducción de los diferenciales de tasas de interés a largo plazo para la zona del euro, EUA, Japón y Reino Unido durante el período 2007-2009.

No obstante, la efectividad de las estrategias no convencionales podría ser decreciente en el tiempo. Por un lado, el impacto de la expansión cuantitativa podría disminuir paulatinamente, ya que el efecto sorpresa sobre los mercados se reduciría, al tiempo que la nueva liquidez inyectada representaría un porcentaje cada vez menor de la liquidez total del sistema. Por otro lado, la expansión cuantitativa se inició en un momento en que

las autoridades fiscales diseñaban políticas expansivas, por lo que es incierto si su efecto sería diferente en otro entorno fiscal. Así Bauer (2012) y Krishnamurthy y Vissing-Jorgensen (2011) estiman que los efectos asociados al programa QE2 son de menor magnitud que los generados por la operación QE1.

De lo que no cabe duda es que esta acción monetaria expansiva ha ejercido una influencia decisiva sobre la estabilidad financiera, facilitando la obtención de financiación a corto plazo por parte del sistema financiero, mitigando así sus problemas de liquidez y permitiendo que el necesario desapalancamiento del sector bancario transcurra en un escenario de menores tensiones.

#### **4. LOS RIESGOS ASOCIADOS A LA CONTINUIDAD DE UNA SITUACIÓN COMO LA ACTUAL**

El mantenimiento del tono expansivo de las políticas monetarias es necesario en el actual contexto en el que se desenvuelven las economías desarrrolladas, caracterizado por el tensionamiento del sector financiero, la fuerte consolidación fiscal y la vigencia de brechas de producto negativas. Sin embargo, la configuración de un escenario con un periodo prolongado de bajas tasas de interés –sobre la que existe cada vez más certeza (como pone de manifiesto, por ejemplo, la gráfica 3 para eua)– plantea una serie de riesgos de diversa naturaleza que hacen más acuciante la necesidad de encontrar las herramientas adecuadas para la superación de la crisis (ver BIS, 2012, Caruana, 2012, Hannoun, 2012, Shirakawa, 2012, y White, 2012).

En primer lugar, la vigencia de condiciones de liquidez extraordinariamente laxas, puede reducir los incentivos de las entidades a sanear los balances (al poder recurrir, transitoriamente al menos, a refinanciar activos que en la práctica se sabe que son irre recuperables). En ausencia de medidas regulatorias adecuadas, es posible que, en este entorno, las entidades retrasen la necesaria

reestructuración de sus balances e incluso pueden optar por aumentar su apalancamiento y, en consecuencia, su riesgo. En Japón, tras la explosión de la burbuja inmobiliaria y bursátil en la última década del siglo pasado, se tardó mucho –más de un lustro– en asumir que resultaba ineludible que los bancos reconocieran pérdidas y se recapitalizaran. El mantenimiento de los llamados *créditos zombis* a clientes insolventes deprimió todavía más las oportunidades de inversión y empleo en el resto de la economía (Caballero *et al.*, 2008). Sin duda, esta experiencia –aunque con notables diferencias respecto a la situación actual– ha pesado en las decisiones de reguladores y gobiernos tanto en EUA como en Europa desde 2008 para sanear y reforzar la estructura de capital de los bancos.

En este sentido, debe insistirse en que las intervenciones no convencionales de los bancos centrales son medidas de carácter excepcional para momentos puntuales de estrés financiero. Pero la oferta extraordinaria de liquidez en el sistema no resuelve los posibles problemas de solvencia de las instituciones financieras y, por tanto, debe evitarse que, en este entorno, las entidades opten por retrasar la reestructuración de su balance, reconociendo pérdidas en sus activos, o que incluso aumenten su endeudamiento y su riesgo.

En segundo lugar, repasando la historia económica no es difícil encontrar episodios de países que han generado inflación para reducir el valor de su deuda pública, eliminando la credibilidad de la política monetaria. En la actualidad, la interacción de una política monetaria basada en la expansión del balance del banco central, sobre todo mediante la adquisición de títulos públicos, y una política fiscal que aunque en la mayoría de los países desarrollados es restrictiva todavía supone incrementos significativos en el nivel de deuda pública, puede llevar a confundir los objetivos de ambas políticas. Así, la compra de deuda pública por parte del banco central se puede entender como una forma indirecta de reducir la carga financiera de los gobiernos y por tanto de reducir los incentivos de la necesaria consolidación fiscal.

En esta línea, algunos bancos centrales han anunciado que en el actual contexto económico no subirán los tipos de interés, en respuesta a aumentos de inflación, centrando su actuación en otros objetivos, como los de preservar la estabilidad financiera o sostener el crecimiento económico. Este tipo de regla de comportamiento, junto a la falta de credibilidad de la política fiscal de algunos gobiernos para hacer la deuda pública sostenible, puede llevar a que la determinación de la senda de precios no recaiga en la política monetaria. Se pasaría, por tanto, a un régimen de dominancia fiscal en lugar de monetaria en el control de la inflación (Sims, 2010). En todo caso, hay que señalar que las expectativas de inflación en las principales economías avanzadas permanecen firmemente ancladas (ver gráfica 2), lo que indica que la batería reciente de medidas no convencionales no parece haber afectado a la credibilidad de los bancos centrales.

En tercer lugar, otra consecuencia preocupante de la vigencia prolongada de tipos reducidos es que los márgenes de intermediación de los bancos se comprimen considerablemente, pudiendo disminuir, por tanto, los incentivos para desarrollar estas tareas de intermediación financiera. Además, esta situación supone una presión adicional sobre las cuentas de resultados de las entidades financieras que puede resultar especialmente nociva en una situación de debilidad de sus balances.

En cuarto lugar, con una perspectiva más amplia, la configuración de un entorno de tasas de interés en mínimos históricos en economías sistémicas tiene efectos de contagio sobre las economías emergentes. Como se ha puesto de manifiesto en diversos episodios durante la crisis actual, se produce un crecimiento de los flujos de capital hacia las economías emergentes –en un marco general de búsqueda de mayores rentabilidades por parte de los inversionistas internacionales– que acaba propiciando un recalentamiento de estas economías y la apreciación de sus monedas. Esto genera un dilema para la gestión de la política económica de estos países: así, elevaciones de tipos,

que resultarían adecuadas para hacer frente a la aceleración excesiva de la actividad y a las presiones inflacionistas, estimularían, sin embargo, nuevas entradas de capitales. Y, por otro lado, se tiende a sobreacumular reservas y tomar medidas de control sobre los flujos de capitales tratando de limitar la apreciación de su moneda y mantener su competitividad.

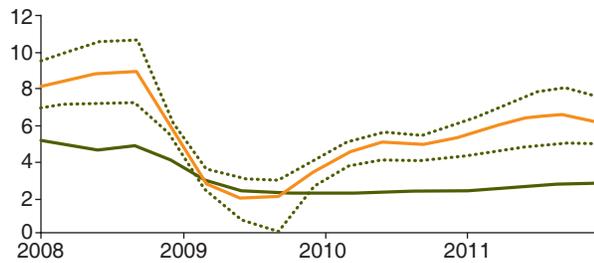
En quinto lugar, las intervenciones no convencionales prolongadas, que favorecen el mantenimiento de una situación de tipos bajos y curva de rendimientos aplanada, pueden distorsionar el comportamiento de los mercados financieros y pueden acabar socavando el papel de estos en favorecer una adecuada asignación intertemporal de los recursos.

En definitiva, la consecuencia de estas acciones extraordinarias es el mantenimiento de un tono de la política monetaria muy expansivo. Incluso sin tener en cuenta las medidas no convencionales, la vigencia de tasas de interés reales en niveles muy reducidos o de tasas oficiales muy por debajo de los que serían consistentes con una regla de Taylor tradicional (ver gráfica 7) ya indicarían una orientación acomodaticia de la política monetaria, especialmente en las economías emergentes, donde los bajos niveles de tasas han respondido, en parte, a la preocupación por las presiones hacia la apreciación y por las entradas de capitales. En las economías avanzadas, el tono de la política monetaria es mucho más acomodaticio de lo indicado por la brecha entre la tasa oficial y el resultado de la regla de Taylor si se tiene en cuenta la magnitud de la expansión de los balances de los bancos centrales. En este contexto, el diseño de las estrategias de salida –es decir, de la retirada de estos estímulos para que la política monetaria vuelva a tener un tono neutral (en otros términos, tipos reales acorde con su tasa natural)–, constituye un reto sustancial. La contracción del balance de los bancos centrales, hasta recuperar su tamaño anterior a la crisis, sin desencadenar tensiones importantes en los mercados financieros no parece una tarea sencilla (Hannoun, 2012).

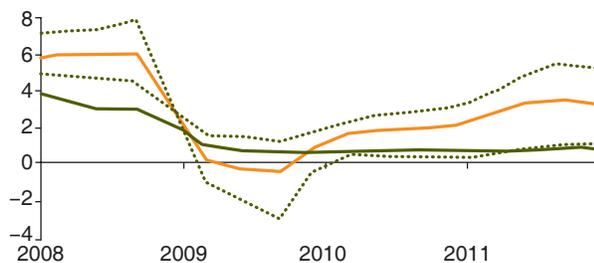
Gráfica 7

**REGLA DE TAYLOR**

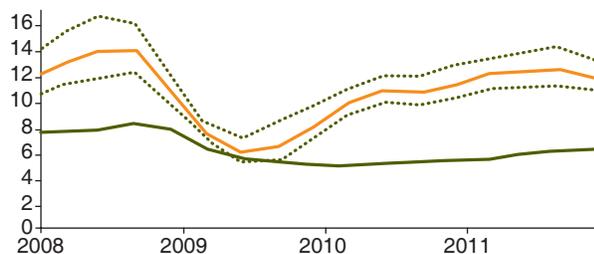
GLOBAL



ECONOMÍAS AVANZADAS



ECONOMÍAS EMERGENTES



— Tipo de interés oficial  
 — Tipo de interés oficial sugerido por la regla de Taylor  
 ..... Límite superior e inferior estimado por la regla de Taylor

Fuente: BIS, 82° Informe Anual, capítulo IV.

Por tanto, aunque hay un consenso de que en la actualidad los objetivos primordiales de las políticas económicas en el corto plazo son estimular el gasto agregado y sanear el sistema financiero, existe el riesgo de no combinar adecuadamente estas políticas y por tanto no cumplir con los objetivos marcados. Así se ha puesto de relieve por parte de la literatura académica, al perpetuarse una situación recesiva como la de Japón en la segunda

mitad de la década de los noventa. Pero como se ha indicado, los responsables económicos tienen que ser conscientes también de los riesgos que puede conllevar el perpetuar en el tiempo una determinada senda expansiva de política monetaria.

## 5. EL PAPEL DE LAS OTRAS POLÍTICAS ECONÓMICAS

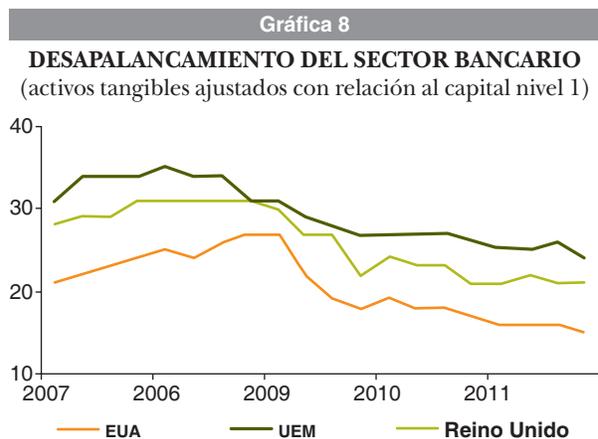
### 5.1 POLÍTICAS PARA LA ESTABILIDAD FINANCIERA

Más allá de los esfuerzos de los bancos centrales por proveer liquidez en respuesta a la crisis, reguladores y supervisores han actuado para restaurar la solvencia del sistema financiero. Por un lado se han liquidado entidades no viables y, por otro, se está reduciendo el balance y recapitalizando a las entidades con problemas de solvencia pero viables. Este proceso está discurriendo en paralelo a la reevaluación contable de aquellos activos sobre los que por motivos prudenciales existen dudas de que estén contabilizados a un valor razonable así como a la corrección de los excesos de capacidad de los sistemas bancarios que se habían generado en la fase alcista del anterior ciclo económico.

Estas reformas son necesarias para recobrar la estabilidad financiera, facilitando el acceso de las entidades a la financiación mayorista y reduciendo su dependencia de la liquidez de los bancos centrales. La alternativa es que las entidades se vean obligadas a deshacerse de sus activos de forma abrupta, produciendo una caída adicional de precios de activos y una mayor restricción crediticia, o que los gobiernos tengan que acudir a su recapitalización, elevando los riesgos para la deuda soberana.

Sin duda este proceso está realizándose de forma desigual a nivel global y el hecho de que algunas instituciones se vean todavía como vulnerables a diferentes choques hace que no haya acabado de recobrase la confianza de los inversionistas en el conjunto del sector.

La gráfica 8 muestra el proceso de desapalancamiento que desde 2008 se ha producido en los bancos de EUA, Reino Unido y UEM. En EUA la recapitalización bancaria se produjo a principios de 2009, tras un ejercicio donde se realizaron pruebas de tensión a sus entidades. Sin embargo en Europa este proceso ha empezado más tarde, tras los ejercicios de transparencia con las pruebas de tensión de 2010 y 2011. Así, en 2011-2012 las entidades más grandes están llevando a cabo planes adicionales de reducción de su apalancamiento bajo la supervisión de la Autoridad Bancaria Europea (EBA, por sus siglas en inglés). La retención de beneficios, el aumento de capital y, en menor medida, la venta de activos son los principales instrumentos que las entidades están utilizando para proceder al saneamiento de sus balances (FMI, 2012c).



Fuente: Fondo Monetario Internacional (*Global Financial Stability Report*, abril de 2012).

Uno de los retos actuales es que este proceso de saneamiento bancario no suponga una restricción crediticia excesiva en empresas y familias, sobre todo en proyectos y sectores que puedan contribuir a recuperar un crecimiento más equilibrado. Hay que tener en cuenta que tanto en EUA como en algunos países europeos también se está produciendo una corrección del elevado endeudamiento del sector privado no financiero, muy ligado a

la anterior expansión inmobiliaria, y que limita las nuevas decisiones de gasto privado.

Al mismo tiempo, se está cambiando la regulación para lograr mejorar la resistencia de las instituciones bancarias a futuras perturbaciones económicas y financieras. Esto se produce estableciendo marcos de referencia común de las regulaciones nacionales como el acuerdo de Basilea III que introduce nuevas normas de capital y de liquidez o aumentando la transparencia y el seguimiento del sistema financiero no regulado.

Igualmente muchos países están avanzando en mejorar sus herramientas microprudenciales y macroprudenciales para prevenir los desequilibrios financieros, y se están revisando las responsabilidades de supervisión y regulación financiera que necesariamente tienen que coordinarse mejor con las autoridades monetarias para garantizar la estabilidad macroeconómica y financiera. En este sentido los países de la zona del euro se han comprometido en diseñar de forma inmediata un mecanismo de supervisión único para avanzar en la integración financiera y garantizar así su estabilidad.

## 5.2 LA POLÍTICA FISCAL

### 5.2.1 La orientación de la política fiscal en respuesta a la crisis

En la fase de mayor virulencia de la crisis, se produjo una rápida y contundente respuesta de las políticas económicas en las principales economías avanzadas que permitió evitar el colapso de los mercados financieros internacionales y diluir el riesgo de una intensificación del proceso de retroalimentación entre los sectores real y financiero en la economía global. En particular, la política fiscal adquirió un destacado protagonismo con la aprobación de ambiciosos planes de estímulo que perseguían sostener la confianza de los agentes, estimular la demanda agregada y dotar de mayor solidez al sistema financiero. Esta orientación contó, en los momentos de mayor profundidad de la crisis con un elevado grado de consenso a escala

global, y fue también respaldada sin ambages por las instituciones internacionales –principalmente, por el FMI (Spilimbergo *et al.*, 2008)–.

Esta respuesta de la política fiscal resulta coherente con los resultados de algunos trabajos empíricos –como Auerbach y Gorodnichenko (2012)– que muestran que los multiplicadores fiscales son pequeños (inferiores a la unidad) durante las expansiones pero en las recesiones pueden tener una magnitud significativamente mayor. Diversos trabajos teóricos han tratado de proporcionar un soporte teórico a este resultado empírico. Canzoneri *et al.* (2011) proponen la existencia de fricciones financieras anticíclicas como justificación para el mismo: en las recesiones hay una mayor proporción de agentes –hogares y empresas– restringidos financieramente, de modo que un impulso fiscal, al deshacer estas restricciones, resultará más efectivo para estimular el gasto. Alternativamente, otros autores –Christiano *et al.* (2011), Woodford (2011) y Wieland (2012)–, han destacado que en presencia de una situación con tasas de interés próximas a cero, los multiplicadores fiscales

pueden ser especialmente elevados porque en esa situación los impulsos fiscales no generan una elevación de las tasas nominales. No obstante, una nota de cautela surge del resultado de Ilzetzki *et al.* (2010), que muestran que los multiplicadores fiscales son nulos en los países con deudas elevadas lo que sugiere que los rendimientos de la política fiscal pueden ser decrecientes en países altamente endeudados.

### 5.2.2 El papel de la política fiscal en un entorno de tasas nominales próximas a cero

Las limitaciones de la política monetaria para proporcionar los estímulos adecuados para reactivar la economía cuando las tasas nominales han agotado su recorrido a la baja han motivado la aparición de una amplia literatura que analiza la efectividad potencial de distintos instrumentos fiscales en este contexto.

Con el objetivo de relanzar el crecimiento en Japón, ya a principios de la década pasada, Feldstein (2003) proponía dos medidas basadas en la expansión de la demanda. Por un lado, el anuncio de una elevación gradual de la tasa del impuesto al valor agregado (IVA) desde el 5% vigente entonces hasta alcanzar el 20% a un ritmo de un 1% de aumento anual, compensada por una reducción del impuesto sobre la renta de modo que la recaudación total permaneciese constante. Con esta medida se pretendía que los hogares anticipasen sus decisiones de consumo. Por otro lado, el anuncio de desgravaciones por inversión, decrecientes en el tiempo, complementadas con aumentos del impuesto de sociedades de modo que las medidas fuesen neutrales desde el punto de vista de la recaudación, también ayudaría a adelantar las decisiones de inversión por parte de las empresas.

Más recientemente, han proliferado los trabajos sobre medidas fiscales adecuadas en un entorno de tipos cercanos a cero. Gomes *et al.* (2010) muestran, utilizando un modelo DSGE para la zona del euro y la economía global, que los instrumentos fiscales para reactivar el crecimiento en este contexto son los aumentos del consumo público y los

Cuadro 4

#### EVOLUCIÓN DEL DÉFICIT Y DE LA DEUDA PÚBLICA

(porcentajes del PIB)

|                | <i>Déficit público</i> |                   | <i>Deuda pública bruta</i> |                   |
|----------------|------------------------|-------------------|----------------------------|-------------------|
|                | 2007                   | 2011 <sup>a</sup> | 2007                       | 2011 <sup>a</sup> |
| Estados Unidos | -2.7                   | -9.6              | 67.2                       | 102.8             |
| Reino Unido    | -2.7                   | -8.6              | 43.9                       | 82.3              |
| Japón          | -3.0                   | -10.1             | 188.6                      | 229.9             |
| UEM            | -0.7                   | -4.1              | 66.4                       | 88.1              |
| Francia        | -2.7                   | -5.2              | 64.2                       | 86.1              |
| Alemania       | 0.2                    | -1.0              | 65.2                       | 81.2              |
| Italia         | -1.5                   | -3.9              | 103.1                      | 120.1             |
| España         | 1.9                    | -8.9              | 36.1                       | 68.5              |
| Australia      | 1.3                    | -4.3              | 9.7                        | 22.9              |
| Canadá         | 1.6                    | -4.4              | 66.5                       | 84.7              |

Fuentes: Fondo Monetario Internacional (*Fiscal Monitor*, julio 2012 y WEO, abril 2012 para Australia).

<sup>a</sup> Los valores de 2011 son previsiones.

recortes de los gravámenes sobre el consumo. Por el contrario, reducciones de los impuestos sobre la renta podrían inducir un aumento de la oferta de trabajo, descensos de la inflación y, por tanto, una prolongación de la situación de trampa de la liquidez. En la misma línea, Eggertsson (2011b) muestra que en una situación con tasas nominales próximas a cero, ciertos recortes impositivos pueden tener efectos contractivos: por ejemplo, reducciones de las cotizaciones sociales pueden generar presiones deflacionarias mientras que recortes de los impuestos sobre las rentas del capital pueden estimular el ahorro y reducir el consumo. Este autor encuentra que entre las medidas fiscales más eficaces para reactivar la economía se incluirían, por un lado, recortes impositivos temporales que estimulen la demanda agregada más que la oferta –como, por ejemplo, las desgravaciones fiscales a la inversión o los impuestos sobre el consumo– y, por otro, incrementos temporales del gasto que no desplacen a la iniciativa privada –por ejemplo, inversión en infraestructuras–. En la misma línea, Correia *et al.* (2011) muestran cómo una reducción temporal de los impuestos sobre el consumo acompañada de una elevación, también temporal, del impuesto sobre la renta laboral puede propiciar una reactivación de la economía en una situación con tasas nominales próximas a cero.

### **5.2.3 Retos actuales para el diseño de la política fiscal en las economías avanzadas**

Los anteriores se obtienen bajo el supuesto de que la política fiscal sigue siendo creíble, es decir, que los estímulos introducidos no afectan a la percepción sobre la sostenibilidad de las cuentas públicas y, por tanto, a las primas de riesgo asociadas a los títulos públicos. Sin embargo, transcurridos tres años después de la adopción de los planes de expansión fiscal extraordinarios, las finanzas públicas han experimentado un marcado deterioro en las principales economías desarrolladas, de modo que los márgenes de maniobra disponibles son extremadamente limitados. De este modo, los potenciales programas de estímulo fiscal en

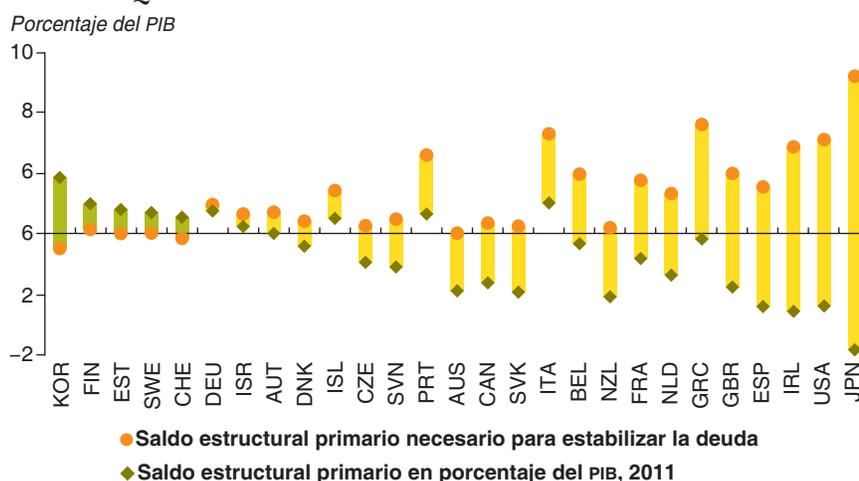
estas economías se ven gravemente restringidos por la necesidad de consolidación presupuestaria a mediano y largo plazo. Es más, la profundidad de la crisis ha propiciado, en algunos casos, una reevaluación por parte de los mercados de los superávits primarios necesarios para retornar a una senda de estabilidad de la deuda, de modo que las exigencias de consolidación presupuestaria se han trasladado al corto plazo. En estos casos, la vuelta a una situación de crecimiento sostenible pasa ineludiblemente por la recuperación de la confianza en la posición fiscal, para lo que se requiere la implementación efectiva de medidas de consolidación fiscal con una traslación inmediata y permanente en la corrección del déficit además de la ruptura de los efectos de realimentación entre riesgo soberano y bancario que en la coyuntura reciente han sido un elemento esencial en el aumento de la vulnerabilidad fiscal (BIS, 2012).

Existe un consenso bastante amplio de que en presencia de un mayor espacio fiscal –entendido este, en un sentido amplio, como el margen disponible, de acuerdo con la experiencia histórica, para aumentar la deuda sin que se produzca una elevación sustancial del costo de financiarla o sin que se entre en una dinámica de crecimiento insostenible de la misma– resultaría óptimo aprobar estímulos fiscales a corto plazo y medidas de consolidación a largo (Romer, 2011).

Esta es, a grandes rasgos, la estrategia seguida en Estados Unidos, donde se viene adoptando una cierta relajación de la consolidación fiscal a corto plazo (por ejemplo, mediante la extensión de las ayudas para desempleados de larga duración y la reducción de las cotizaciones a la seguridad social hasta finales de 2012) con el objetivo de una mayor consolidación a largo plazo, si bien el diseño de las estrategias fiscales se está viendo dificultado por la elevada polarización política. Las dudas sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas hacen aun más necesario el anuncio de estrategias creíbles de consolidación fiscal a largo plazo y limitan sustancialmente los planes de estímulo aplicables. Como se muestra en la

Gráfica 9

**DIFERENCIA ENTRE EL SALDO ESTRUCTURAL PRIMARIO EN 2011  
Y AQUEL NECESARIO PARA ESTABILIZAR LA DEUDA EN 2030**



Fuente: Fondo Monetario Internacional (*Fiscal Monitor*).

Nota: Las barras verdes (amarillas) indican que el saldo estructural primario en 2011 está por encima (por debajo) del saldo estructural primario requerido para reducir la deuda.

gráfica 9, el esfuerzo fiscal necesario para estabilizar el coeficiente de deuda sobre PIB en 2030 es muy elevado, especialmente en Japón y Estados Unidos.<sup>4</sup>

En las economías que carecen de espacio fiscal, la consolidación de las cuentas públicas resulta ineludible en el corto plazo, si bien resulta aconsejable seguir un patrón gradual, dado el elevado valor de los multiplicadores fiscales en las fases recesivas (FMI, 2012b). Esta es la situación de las economías más vulnerables de la zona del euro que se ven más afectadas por la crisis de la deuda soberana.

### 5.3 POLÍTICAS DE OFERTA

En una situación como la descrita en las secciones anteriores en la que la demanda presenta una acentuada debilidad y las políticas de demanda tradicionales pueden resultar menos efectivas—como es el caso de la política monetaria— o no existe un margen suficiente para poder aplicarlas —política

fiscal—, las políticas de oferta desempeñan un papel importante.

Por ejemplo, en el actual contexto de tasas cero Fernández-Villaverde *et al.* (2011) defiende que las políticas de oferta que contribuyan a elevar la producción futura —favoreciendo, por ejemplo, ganancias de productividad o reducciones de los márgenes— pueden generar un efecto riqueza que estimule el consumo presente y desincentive el ahorro. Estos autores argumentan que estas ganancias de productividad son más relevantes en economías que tienen reformas estructurales pendientes (mercado laboral, liberalización de los servicios, mejoras de la formación profesional, entre otras) y no tanto en otros países en los que los incrementos potenciales asociados a este tipo de transformaciones son más escasos, por haber tenido lugar en gran medida en el pasado. Sin embargo, Eggertsson (2011a) muestra precisamente lo contrario: que, en un contexto de tipos cercanos a cero y deflación, políticas que aumentan el poder de monopolio y la militancia sindical tienen consecuencias potencialmente expansivas. El argumento para este resultado contraintuitivo es que estas

4. Ver también a este respecto OCDE (2012).

políticas logran generar expectativas de inflación positivas, reduciendo de esta manera las tasas de interés reales y aumentando el gasto.<sup>5</sup>

Más allá de los resultados de la literatura, desde un punto de vista de política económica hay dos vías para las actuaciones por el lado de la oferta agregada: *i)* ampliando el margen fiscal al aumentar la credibilidad de las finanzas públicas; y *ii)* contribuyendo a aumentar la competitividad de la economía maximizando así el soporte de la demanda exterior.

En primer lugar, reformas estructurales (como las relacionadas con el sistema de pensiones o el mercado de trabajo) que contribuyan a mejorar la sostenibilidad de las finanzas públicas en el medio y largo plazo, permiten reducir el costo de financiación de los gobiernos y, por tanto, amplían el margen disponible para poner en práctica programas de estímulo fiscal en el corto plazo.

En segundo lugar, el aumento de la demanda externa, como resultado de políticas de oferta que propicien la consecución de mejoras de competitividad resulta un canal esencial en un contexto, como el actual, en el que las políticas sobre la demanda interna están seriamente limitadas. No obstante, conviene introducir alguna matización. Por un lado, se necesita un cierto tiempo para cosechar los frutos de estas políticas. Por otro lado, en países donde la contracción de la demanda interna ha sido muy abrupta, la reabsorción de los recursos —sobre todo la fuerza laboral— que han quedado ociosos en las ramas de actividad sobre las que recae la demanda exterior constituye un desarrollo deseable pero también requiere un tiempo prolongado. En todo caso, el corolario de estas dos cautelas es que este tipo de políticas son especialmente necesarias y urgentes en las circunstancias actuales. Un matiz de distinta naturaleza

---

5. De acuerdo con el modelo de Eggertsson (2011a), las políticas del *New Deal* —en particular, la *National Industrial Recovery Act*, que suspendió transitoriamente las leyes antimonopolio y facilitó la militancia sindical con el fin de incrementar precios y salarios— tuvieron efectos expansivos.

sería aplicable en países que estuviesen experimentando presiones deflacionistas, que podrían verse acentuadas en el corto plazo por este tipo de políticas.

## 6. LA COORDINACIÓN INTERNACIONAL DE LAS POLÍTICAS

Como se ha descrito en el epígrafe segundo, en 2008 se produjo una respuesta coordinada de política monetaria entre las principales economías desarrolladas. Además, los gobiernos de estos países tomaron acciones adicionales para garantizar la liquidez, proteger los depósitos bancarios o reestructurar las entidades de sus propios sistemas financieros.

Pero el riesgo de un colapso financiero en otoño de 2008 era global y eso puso en alerta al conjunto de las economías tanto desarrolladas como emergentes. Esta situación llevó a los líderes del G20 a reunirse por primera vez en Washington en octubre de 2008 y a comprometerse en actuar conjuntamente para tratar de restablecer el crecimiento y reformar el sistema financiero internacional. Se tenía muy presente que durante la anterior gran crisis mundial, en la Gran Depresión de los años treinta, la falta de coordinación de las políticas económicas llevó a un alargamiento y profundización de la recesión. Para evitar una reedición de ese fallo y hacer frente a las consecuencias de la crisis, se diseñó un ambicioso plan de acción conjunto, que ha sido objeto de seguimiento desde entonces por parte de las autoridades de los países del G20, que representan a más del 90% del PIB mundial. El G20 se ha convertido, por tanto, en el principal foro de cooperación económica internacional.

Sin lugar a dudas, las acciones coordinadas de carácter extraordinario, monetarias y fiscales, llevadas a cabo a finales de 2008 y en 2009 ayudaron a disminuir las tensiones del sector financiero y moderaron la caída del crecimiento global. Se trató de que los paquetes de estímulo fiscal, diferentes en su composición por país, fueran rápidamente

ejecutados y tuvieran un carácter temporal. Así, según el FMI, los estímulos fiscales supusieron el 2% del PIB del G20 en 2009 y el 1.6% en 2010. A ello hay que añadir las medidas específicas por parte de los gobiernos de apoyo al sector financiero (re-capitalización, compra de activos,...) y que sólo en 2009 superaban el 5% del PIB de los países desarrollados del G20. De este modo, en un entorno de marcado deterioro cíclico, el empeoramiento del saldo fiscal y el aumento de la deuda pública en los países desarrollados en el período 2007-2011 alcanzó magnitudes muy elevadas (ver cuadro 4).

Cuadro 4

**EVOLUCIÓN DEL DÉFICIT Y DE LA DEUDA PÚBLICA**

(porcentajes del PIB)

|                | <i>Déficit público</i> |                   | <i>Deuda pública bruta</i> |                   |
|----------------|------------------------|-------------------|----------------------------|-------------------|
|                | 2007                   | 2011 <sup>a</sup> | 2007                       | 2011 <sup>a</sup> |
| Estados Unidos | -2.7                   | -9.6              | 67.2                       | 102.8             |
| Reino Unido    | -2.7                   | -8.6              | 43.9                       | 82.3              |
| Japón          | -3.0                   | -10.1             | 188.6                      | 229.9             |
| UEM            | -0.7                   | -4.1              | 66.4                       | 88.1              |
| Francia        | -2.7                   | -5.2              | 64.2                       | 86.1              |
| Alemania       | 0.2                    | -1.0              | 65.2                       | 81.2              |
| Italia         | -1.5                   | -3.9              | 103.1                      | 120.1             |
| España         | 1.9                    | -8.9              | 36.1                       | 68.5              |
| Australia      | 1.3                    | -4.3              | 9.7                        | 22.9              |
| Canadá         | 1.6                    | -4.4              | 66.5                       | 84.7              |

Fuentes: Fondo Monetario Internacional (*Fiscal Monitor*, julio 2012 y WEO, abril 2012 para Australia).

<sup>a</sup> Los valores de 2011 son previsiones.

Más allá de las medidas de choque para restaurar la confianza y devolver la estabilidad al sistema financiero, también se puso en marcha una amplia agenda para reforzar la regulación y supervisión con el fin de evitar un nuevo colapso como el de 2008. La responsabilidad de llevar a cabo esta agenda recae sobre el recién creado Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, por sus siglas en inglés). Igualmente, se emprendieron importantes

reformas de las instituciones financieras internacionales, para dotarlas de más recursos y de mayor legitimidad, con los que poder hacer frente a compromisos futuros; y se logró también una vigilancia estrecha sobre posibles prácticas proteccionistas en el comercio mundial, favoreciendo así que la demanda externa fuera una palanca de recuperación global.

Y a finales de 2009, cuando se vislumbraba el principio de la recuperación, se diseñó un marco para lograr un crecimiento fuerte, duradero y equilibrado entre los países del G20. Hay un proceso de evaluación mutua (MAP, en sus siglas en inglés), que con la ayuda del FMI, revisa de forma regular la consistencia de las políticas nacionales y regionales con el fin de alcanzar dicho objetivo.<sup>6</sup> Una de las recomendaciones clave en este foro ha sido la de fomentar reformas estructurales en economías que vienen manteniendo recurrentemente superávits corrientes, de modo que se favorezca la expansión de sus demandas internas y contribuyan a la recuperación de la economía global.

Casi cuatro años después de iniciado este proceso de coordinación, el mismo ha perdido parte de su ímpetu inicial. Sin duda, se ha avanzado en la corrección de algunos de los desequilibrios externos, se ha iniciado el necesario desapalancamiento del sector privado y se han dado pasos en la agenda de la reforma financiera. Pero la desaceleración en 2011 y el retraso en la senda de recuperación, así como las propias dificultades para superar la crisis soberana y bancaria en la zona del euro, están obstaculizando la consolidación fiscal, el saneamiento de las entidades financieras y el avance en las reformas que mejoren el crecimiento potencial.

Hay que recordar que en la cumbre de Toronto de 2010 los países desarrollados se comprometieron a reducir su déficit al menos a la mitad en 2013 y a estabilizar la deuda pública en 2016 como condición necesaria para sustentar un crecimiento

6. Ver Estrada (2012) para un análisis más detallado de esta nueva herramienta de la gobernanza económica mundial.

equilibrado. En la mayoría de los países se está produciendo la reducción del déficit público, aunque a una menor velocidad que la comprometida. Pero a corto plazo, la debilidad y los riesgos de la situación macroeconómica exigen seguir manteniendo políticas de demanda con algún carácter anticíclico (FMI, 2012). Y eso supone, además de continuar con el tono de las políticas monetarias, seguir también con programas de estímulo fiscal en aquellos países que no están sujetos al escrutinio de los mercados financieros.

## 7. LECCIONES DE LA CRISIS PARA LA GESTIÓN DE LAS POLÍTICAS ECONÓMICAS

La tarea de extraer lecciones de la crisis actual para la gestión de las políticas económicas resulta complicada, sobre todo, porque sigue en curso –estando en algunas regiones en su fase más aguda– y porque todavía es pronto para valorar el grado de éxito de las políticas aplicadas. En todo caso, la revisión de la literatura académica y de los debates de política económica permite identificar, por un lado, algunas conclusiones sobre las que existe un elevado grado de consenso y, por otro, algunas cuestiones sobre las que existe una cierta controversia. El acuerdo es, sin duda, amplio en torno a las enseñanzas que del episodio actual pueden extraerse para evitar caer de nuevo en un escenario similar. Sin embargo, el debate sobre los instrumentos de política económica más adecuados para superar la situación de crecimiento anémico y endeudamiento excesivo es más abierto y los resultados de las políticas de resolución de crisis que se están ensayando en las distintas economías avanzadas están sujetos a un elevado grado de incertidumbre.

### 7.1 PREVENCIÓN

La primera lección es que prevenir es mejor que curar y que, por tanto, *resulta conveniente contar*

*con un margen de maniobra más amplio para ejecutar las políticas de demanda* y, de este modo, mitigar el impacto de una crisis. Como se ha destacado en las secciones precedentes, la reacción de políticas frente a un choque financiero global en un entorno de trampa de la liquidez resulta extremadamente compleja. De haber estado vigentes tasas de interés algo más elevadas al comienzo de la crisis, la respuesta de los instrumentos convencionales podría haber sido más agresiva y haber aliviado el peso que inicialmente recayó sobre la política fiscal. *A posteriori*, puede argumentarse, además, que el tono de la política monetaria en numerosas economías avanzadas era, en general, demasiado acomodaticio, lo que favoreció la acumulación de desequilibrios financieros. Junto al mayor espacio monetario también es importante disponer de bancos centrales con elevada credibilidad, acumulada en tiempos normales, para que en momentos extraordinarios, como los que suponen tasas de interés nulas, sus anuncios puedan afectar de forma correcta a la formación de las expectativas de los agentes económicos. También se ha planteado elevar el objetivo de inflación de los bancos centrales (Blanchard *et al.* 2010) en el caso de que los costos que ello implica no superen los beneficios que supone no alcanzar tasas de interés nulas, si bien esta consideración dista de ser generalmente aceptada.

Por otro lado, también es relevante disponer de un mayor margen fiscal, con un nivel de deuda pública sostenible. Unas finanzas públicas más saneadas al inicio de la crisis habrían permitido en muchos países avanzados, haber ejecutado una política fiscal anticíclica más agresiva, que junto a un mejor diseño de los programas de estímulo introducidos en el bienio 2009-2010 habría contribuido previsiblemente a mitigar la profundidad de la recesión (Blanchard *et al.*, 2010, Ostry *et al.*, 2010). Y ello implica gobiernos creíbles que garanticen la sostenibilidad de las finanzas públicas.

La segunda lección, también de carácter preventivo, es que resulta crucial *el diseño de esquemas de regulación y supervisión macroprudencial que*

*permitan evitar la acumulación de desequilibrios financieros*—burbujas en precios de activos, crecimiento extraordinario del crédito, apalancamiento excesivo, descalces de vencimientos o de monedas. Estas políticas deben corregir los incentivos de las instituciones, no sólo bancarias, a aumentar su endeudamiento y a desarrollar productos opacos, y deben favorecer el mantenimiento de coeficientes de capital prudentes. Como se ha puesto de manifiesto en la crisis actual, la corrección abrupta de estos desequilibrios puede suponer un choque enorme sobre el sistema financiero que puede resultar en una significativa contracción de la actividad en el corto plazo y un período prolongado de crecimiento anémico mientras se produce el saneamiento de los balances.

Muy relacionada con la anterior, una tercera lección es que *los bancos centrales deben tener presente el impacto potencial que las medidas de política monetaria tienen sobre la estabilidad financiera*, para evitar que sus decisiones acaben siendo una fuente de inestabilidad tanto para el sistema financiero como para la economía en general. Aunque el objetivo último de la política monetaria es el mantenimiento de la estabilidad de precios y el de la regulación y supervisión macroprudencial la preservación de la estabilidad financiera, los dos objetivos tienen una cierta interdependencia y, por tanto, las acciones de política monetaria pueden acabar afectando a la estabilidad del sistema financiero. Obviamente, la política monetaria no ha sido la única responsable de la acumulación de desequilibrios financieros en la etapa expansiva anterior a la última crisis, pero sí que la persistencia de un entorno de tasas de interés muy reducidas pudo incentivar a una excesiva toma de riesgos. Pero en la actual situación de estabilización macrofinanciera, el resto de políticas económicas deben contribuir al saneamiento de los balances financieros y al desapalancamiento del sector privado para conseguir un crecimiento más equilibrado (Borio, 2011).

Estas observaciones han llevado a que los bancos centrales otorguen cada vez más importancia

al análisis sobre la estabilidad financiera. De hecho, se ha abierto el debate sobre la conveniencia de que las tareas de supervisión macroprudencial recaigan en el banco central y esta opción está cobrando mayor relevancia. Así, en algunos países (Estados Unidos y el Reino Unido, entre otros) se han introducido cambios a nivel institucional para que las labores de supervisión macroprudencial recaigan en el ámbito de los bancos centrales. No obstante, a nivel de objetivos de política monetaria hay un cierto consenso sobre la dificultad de atender a los desequilibrios financieros (por ejemplo, respondiendo las tasas de interés a desviaciones de precios de activos o aumentos del crédito) y que el objetivo debe mantenerse focalizado en la consecución de la estabilidad de precios.

## 7.2 RESOLUCIÓN

En el ámbito de cómo facilitar en la actualidad la recuperación y generar un crecimiento global más equilibrado, la discusión en los países desarrollados —más allá de las propias acciones en la zona del euro para hacer frente a la crisis de deuda soberana— es sobre la combinación de políticas económicas que nos alejen de un estancamiento similar al vivido por Japón en la década de los noventa.

Está cada vez más claro que *el saneamiento del sistema bancario—quiebra de las entidades inviables, recapitalización de las débiles y eliminación de los excesos de capacidad del sistema— constituye un requisito imprescindible para sostener una recuperación sólida*. Este proceso permitirá que las entidades financieras acaben dirigiendo el crédito hacia los proyectos y sectores más rentables, contribuyendo de este modo a un crecimiento más equilibrado.

En un contexto en el que los agentes públicos y privados están en un proceso de desapalancamiento, es *conveniente el mantenimiento de la orientación expansiva de la política monetaria*, aunque existen dudas sobre el grado de efectividad de las medidas extraordinarias, al menos, en tanto que el volumen de las mismas va aumentando

paulatinamente. En todo caso, mientras persistan las tensiones en segmentos amplios de los mercados financieros, la provisión extraordinaria de liquidez constituye una herramienta básica para preservar la estabilidad del sistema financiero y para restaurar el adecuado funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria.

En el terreno de la política fiscal, la recomendación inequívoca de la literatura académica es la adopción de medidas expansivas que estimulen el crecimiento de la demanda agregada. Sin embargo, en el contexto actual de elevado endeudamiento público en un número elevado de países avanzados, esta receta es más discutible y, de hecho, existe un amplio debate entre consolidación y crecimiento. En todo caso, parece que *en los países sujetos a la presión de los mercados* por las dudas en torno a la sostenibilidad de sus finanzas públicas, *el compromiso con una senda de consolidación ya en el corto plazo constituye una estrategia irremplazable*, si bien debe evitarse que este compromiso afecte a partidas clave, como la formación y la innovación, que son la base de un crecimiento sostenido en el futuro.

Con carácter general, pero especialmente en el caso de las economías con menor margen de utilización de las políticas de demanda, *la adopción de reformas estructurales puede favorecer el aumento de la competitividad*—y, por tanto, del soporte de la demanda exterior— *y la ampliación del margen fiscal*. El prolongado período de maduración de estas medidas no hace sino reforzar la urgencia de su puesta en marcha.

Finalmente, *la coordinación internacional de políticas*—que se reveló tan eficaz en los momentos álgidos de la crisis financiera— *sigue resultando muy relevante al menos para reformular la regulación financiera y corregir los desequilibrios globales*. En este sentido, la crisis financiera ha propiciado el surgimiento y reforzamiento de instituciones que, como el FSB, mencionado anteriormente, pueden contribuir decisivamente a la reforma coordinada de la regulación financiera que se ha demostrado ineficaz para evitar la crisis financiera actual. Al

mismo tiempo, estas instituciones pueden ayudar a mitigar los riesgos de proteccionismo financiero, que se derivan de la búsqueda de soluciones nacionales a los problemas globales y que pueden conducir a un equilibrio subóptimo.

El G20—cuyo papel en el panorama económico global se ha visto fortalecido a raíz de la crisis— constituye también un marco idóneo para lograr una orientación más equilibrada de las políticas macroeconómicas. En esta línea, se enmarca la recomendación—que aparece reiteradamente en los comunicados de sus últimas cumbres— de que *las economías que vienen experimentando recurrentemente superávits corrientes, estimulen su demanda interna, permitiendo si es necesario una mayor flexibilidad de su tipo de cambio y aumentar la competencia de sus sectores más protegidos*, con el fin de contribuir a solucionar una situación de falta de demanda global.

## REFERENCIAS

- Auerbach, Alan J., y Yuriy Gorodnichenko (2012), “Measuring the Output Responses to Fiscal Policy”, *American Economic Journal: Economic Policy*, volumen 4(2), mayo.
- Ayuso, Juan, y José Luis Malo de Molina (2011), “The Role of Central Banks in the Financial Crisis: Lessons for the Future”, Banco de España, *Economic Bulletin*, octubre, pp. 3-15.
- Banco de Pagos Internacionales (2012), *82nd Annual Report* (del 1 de abril de 2011 al 31 de marzo de 2012).
- Baumeister, C., y Luca Benati (2010), *Unconventional Monetary Policy and the Great Recession*, ECB Working Paper Series, núm. 1258, octubre.
- Bauer, Michael (2012), “Fed Asset Buying and Private Borrowing Rates”, *Economic Letter*, 2012-16, Federal Reserve Bank of San Francisco.
- Berkmen, S. Pelin (2012), *Bank of Japan's Quantitative and Credit Easing: Are They Now More Effective?*, Fondo Monetario Internacional, Working Paper, núm. WP/12/2.

- Bernanke, Ben, Vincent Reinhart y Brian Sack (2004), "Monetary Policy Alternatives at the Zero Bound: An Empirical Assessment", *Brookings Papers on Economic Activity*, núm. 2:2004, pp. 1-100.
- Bernanke, Ben S. (2012), "Monetary Policy since the Onset of the Crisis", presentación en el Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming.
- Blanchard, Olivier, Giovanni Dell'Ariccia y Paolo Mauro (2010), "Rethinking Macroeconomic Policy", *IMF Staff Position Note*, núm. SPN/03.
- Blinder, Alan S. (2000), "Monetary Policy at the Zero Lower Bound: Balancing the Risks", *Journal of Money, Credit and Banking*, 32 (4), pp. 1093-1099.
- Borio, Claudio (2011), *Central Banking Post-crisis: What Compass for Unchartered Waters?*, BIS Working Paper, núm. 353.
- Bridges, J., y Thomas, R. (2012), "The Impact of QE on the UK Economy-some Supportive Monetarist Arithmetic", Bank of England Working Paper, núm. 442.
- Caballero, Ricardo, Takeo Hoshi y Anil Kashyap (2008), "Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan", *American Economic Review*, 98 (5), pp. 1943-1977.
- Canzoneri, Matthew, Fabrice Collard, Harris Dellas y Behzad Diba (2011), "Fiscal Multipliers in Recessions", Georgetown University, mimeo.
- Caruana, Jaime (2012), "Central Banking in a Balance Sheet Recession", presentación en la Conferencia 2012 de la Junta de Gobierno del Sistema de la Reserva Federal sobre Central Banking: Before, during and after the Crisis, Washington, 23-24 marzo.
- Chen, H., Curdia, V., y A. Ferrero (2011), "The Macroeconomic Effects of Large-scale Asset Purchase Programs", Staff Report, núm. 527, diciembre, Federal Reserve Bank of New York.
- Christiano, Larry, Martin Eichenbaum y Sergio Rebelo (2011), "When Is the Government Spending Multiplier Large?", *Journal of Political Economy*, 119 (1), pp. 78-121.
- Correia, Isabel, Emmanuel Farhi, Juan Pablo Nicolini y Pedro Teles (2011), "Unconventional Fiscal Policy at the Zero Bound", Banco de Portugal, Working Paper, núm. 3/2011.
- Eggertsson, Gauti (2011a), "Was the New Deal Contractionary?", Federal Reserve Bank of New York, mimeo., enero.
- Eggertsson, Gauti (2011b), "What Fiscal Policy is Effective at Zero Interest Rates?", *NBER Macroeconomic Annual*, pp. 59-112.
- Eggertsson, Gauti, y Michael Woodford (2003), "The Zero Interest-Rate Bound and Optimal Monetary Policy", *Brookings Papers on Economic Activity*, núm. 1, pp. 139-211.
- Estrada, Ángel (2012), "Nuevas herramientas para la gobernanza económica global: Marco para el crecimiento y supervisión de desequilibrios", Banco de España, mimeo.
- Evans, Charles (2012), "Monetary Policy in a Low-Inflation Environment: Developing a State-contingent Price-level Target", *Journal of Money, Credit and Banking*, 44 (1), pp. 147-155.
- Feldstein, Martin (2003), "Commentary: Is There a Role for Discretionary Fiscal Policy?", en *Rethinking Stabilization Policy*, Federal Reserve of Kansas City, Jackson Hole Conference volume, pp. 151-162.
- Fernández-Villaverde, Jesús, Pablo Guerrón-Quintana, y Juan F. Rubio-Ramírez (2011), *Supply-Side Policies and the Zero Lower Bound*, CEPR Discussion Paper 8642, noviembre.
- Fondo Monetario Internacional (2012a), *World Economic Outlook*, Fondo Monetario Internacional, Washington, abril.
- Fondo Monetario Internacional (2012b), *Fiscal Monitor*, Fondo Monetario Internacional, Washington, abril.
- Fondo Monetario Internacional (2012c), *Global Financial Stability Report*, Fondo Monetario Internacional, Washington, abril.

- Gagnon, J., M. Raskin, J. Remache y B. Sack (2011), "Large-scale Asset Purchases by the Federal Reserve: Did They Work?", *Economic Policy Review*, mayo, Federal Reserve Bank of New York.
- Gomes, Sandra, Pascal Jacquinot, Ricardo Mestre y João Sousa (2010), *The Global Policy at the Zero Lower Bound*, ECB Working Paper, núm. 1254.
- Hannoun, Hervé (2012), "Monetary Policy in the Crisis: Testing the Limits of Monetary Policy", discurso en la 47th SEACEN Governors' Conference, Seúl, 13-14 de febrero.
- Ilzetzki, E., Enrique G. Mendoza y Carlos A. Végh (2010), *How Big (Small?) Are Fiscal Multipliers?*, NBER Working Papers 16479.
- Joyce, M., A. Lasasosa, I. Stevens y M. Tong (2011a), "The Financial Market Impact of Quantitative Easing in the United Kingdom", *International Journal of Central Banking*, vol. 7, núm. 3, pp. 113-161.
- Joyce, M., A. Lasasosa, I. Stevens y M. Tong (2011b), "The United Kingdom's Quantitative Easing Policy: Design, Operation and Impact", *Bank of England Quarterly Bulletin*, 51 (3).
- Karpetanios, G., H. Mumtaz, I. Stevens y K. Theodoridis (2012), *Assessing the Economy-wide Effects of Quantitative Easing*, Bank of England Working Paper núm. 443.
- Krishnamurthy, Arvind, y Annette Vising-Jorgensen (2011), *The Effects of Quantitative Easing on Interest Rates: Channels and Implications for Policy*, NBER Working Paper, 17555.
- Krugman, Paul (1998), "It's Baaack! Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap", *Brookings Papers on Economic Activity*, 2: pp. 137-205.
- Krugman, Paul (2000), "Thinking about the Liquidity Trap", *Journal of the Japanese and International Economies*, 14: pp. 221-237.
- Meaning, Jack, y Feng Zhu (2011), "The Impact of Recent Central Bank Asset Purchase Programmes", *BIS Quarterly Review*, diciembre, pp. 73-83,
- Neely, C. (2011), *The Large-Scale Asset Purchases Had Large International Effects*, Working Paper, núm. 2010-018C, enero, Federal Reserve Bank of St. Louis.
- OCDE (2012), "Fiscal Consolidation: How Much Is Needed to Reduce Debt to a Prudent Level?", OECD Economics Department Policy Notes, núm. 11, abril.
- Ostry, Jonathan, Atish R. Ghosh, Jun I. Kim, Mahvash y S. Qureshi (2010), "Fiscal Space", IMF Staff Position Note, núm. 2010/11.
- Romer, David (2011), "What Have We Learned about Fiscal Policy from the Crisis?", presentación en la conferencia del FMI sobre Macro and Growth Policies in the Wake of the Crisis.
- Sack, B. (2009), "The Fed's Expanded Balance Sheet", discurso pronunciado en la Money Markets of New York University, diciembre.
- Shirakawa, Masaaki (2012), "Central Banking: Before, during, and after the Crisis", presentación en la conferencia patrocinada por la Junta de Gobierno del Sistema de Reserva Federal y el *Journal of Central Banking*.
- Sims, Christopher A. (2010), *Commentary on Policy at the Zero Lower Bound*, CEPS Working Paper, núm. 201.
- Spilimbergo, Antonio, Steve Symansky, Olivier Blanchard y Carlo Cottarelli (2008), "Fiscal Policy for the Crisis", IMF Staff Position Note, núm. 2008/01.
- Tobin, James (1969), "A General Equilibrium Approach to Monetary Theory", *Journal of Money Credit and Banking*, vol. 1, pp. 15-29.
- Ugai, Hiroshi, (2006), *Effects of the Quantitative Easing Policy: A Survey of Empirical Analyses*, Bank of Japan Working Paper, núm. 06-E-10.
- White, William R. (2012), *Ultra Easy Monetary Policy and the Law of Unintended Consequences*, Federal Reserve Bank of Dallas, Working Paper, núm. 126.
- Wieland, Johannes F. (2012), "Fiscal Multipliers at the Zero Lower Bound: International Theory and Evidence", University of California Berkeley, mimeo.

Williams, John C. (2011), "Unconventional Monetary Policy: Lessons from the Past Three Years", *Economic Letter*, núm. 2011-31, Federal Reserve Bank of San Francisco.

Woodford, Michael (2011), "Simple Analytics of the Government Expenditure Multiplier", *American*

*Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 3, núm. 1, pp. 1-35.

Woodford, Michael (2012), "Methods of Policy Accommodation at the Interest-rate Lower Bound", trabajo presentado en el Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming.