

**13.06.2014**

**Acto de presentación del número de Papeles de Economía: “La política monetaria tras la Gran Recesión”**

Fundación de las Cajas de Ahorros

Luis M. Linde  
Gobernador

---



Agradezco a FUNCAS su amable invitación para inaugurar este acto de presentación del número de la revista Papeles de Economía Española dedicado a “La política monetaria tras la Gran Recesión”.

En mi intervención repasaré brevemente la visión dominante antes de la crisis; comentaré después cómo ha afectado la crisis a ese consenso y concluiré con una reflexión sobre dos cambios que, como resultado de lo anterior, se están produciendo ya en el ejercicio de la política monetaria: cómo articular su interacción con la política macroprudencial y el papel de las herramientas monetarias no convencionales.

### **Antes de la crisis**

Antes de la crisis, los bajos niveles de inflación, la reducida volatilidad de los precios y el elevado grado de estabilidad económica alcanzados en las economías avanzadas permitieron forjar un cierto consenso sobre cuáles deberían ser los componentes fundamentales de una política monetaria exitosa.

La política monetaria debía delegarse en un banco central independiente cuyo mandato debía contemplar como objetivo principal el mantenimiento de la estabilidad de precios. Este objetivo, a su vez, podía traducirse en otro más explícito en términos de metas de inflación.

Para cumplir con su mandato, el banco central debía limitarse a controlar el tipo de interés a corto plazo. Sus intervenciones se transmitirían a la economía real a través de tres canales principales: los tipos de interés a largo plazo, las expectativas de inflación y los precios de los activos financieros.

El canal del crédito desempeñaba un papel secundario. De hecho, en la mayoría de modelos macroeconómicos utilizados por los bancos centrales, el sector bancario privado jugaba un papel marginal, cuando no, directamente, nulo. El supuesto de la eficiencia de los mercados financieros y de la autorregulación, hacía que el crédito no fuera una variable central.

El consenso entonces prevaleciente también establecía que para garantizar la estabilidad financiera, bastaba con añadir a la estabilidad de precios la acción de una política de regulación y supervisión microprudencial orientada a garantizar la fortaleza de las entidades de crédito individuales.

En consonancia con esa concepción, el papel de la política monetaria frente a posibles riesgos para la estabilidad financiera se debía limitar a una labor de limpieza o de reparación de daños cuando esos riesgos terminaban materializándose. La actuación de la Reserva Federal tras el estallido de la burbuja de las llamadas “punto com” puede ilustrar este tipo de comportamiento.

## **La crisis**

A partir del verano de 2007 y, sobre todo, tras la caída de Lehman Brothers en septiembre de 2008, se abrió una crisis que ha generado la contracción económica global más severa desde la Gran Depresión. Entre otros efectos secundarios, esta crisis nos ha obligado a revisar buena parte de los consensos previos en materia de política monetaria.

Sería injusto, no obstante, ignorar que en este ámbito concreto, el de la política monetaria, ya habían surgido algunos años antes voces discordantes con el paradigma predominante. En particular, el Banco de Pagos Internacionales venía sosteniendo desde principios de los 2000 que, en determinadas circunstancias, la actuación de los bancos centrales ante riesgos severos para la estabilidad financiera tendría que ser preventiva y no solo reactiva. Expresado de manera simplificada, los daños de una crisis financiera podrían llegar a ser tan grandes que estaría justificado desviarse un poco de la estabilidad de precios en el presente a cambio de prevenir una desviación futura más grave, que podría resultar más difícil y costosa de revertir.

También defendía el Banco de Pagos Internacionales que la combinación de una política monetaria orientada a la estabilidad de precios y de una política de supervisión meramente microprudencial no garantizaba la estabilidad del conjunto del sistema financiero. Para ello era precisa una tercera herramienta: una política de supervisión macroprudencial.

Aunque aún es demasiado pronto para extraer todas las lecciones de política económica que se derivan de la experiencia de esta crisis, creo que ya se vislumbran algunos cambios necesarios. Entre ellos, la necesidad de desarrollar políticas macroprudenciales constituye una de las implicaciones más evidentes.

## **Política macroprudencial**

La crisis ha demostrado que la combinación previa de política monetaria y política microprudencial es insuficiente tanto para asegurar la estabilidad del conjunto del sistema financiero como para, en caso de crisis, garantizar que su impacto sobre la economía real sea limitado. Para conseguir esos fines es preciso contar, además, con una política macroprudencial, a la que se ha de dotar de nuevos objetivos e instrumentos.

Existe ya un cierto acuerdo sobre la necesidad de articular esa nueva política macroprudencial en torno a dos niveles o dimensiones.

Por un lado, una dimensión transversal, enfocada al control de la distribución de los riesgos dentro del sistema financiero en cada momento del tiempo. Esto requiere analizar cómo interaccionan las instituciones entre sí y cuáles son las consecuencias de esas interacciones

para el sistema en su conjunto. El objetivo ha de ser identificar aquellas con mayor relevancia sistémica global para someterlas, lógicamente, a requerimientos de solidez más exigentes.

Por otro lado, la política macroprudencial debe prestar atención también a la dimensión temporal, que analiza cómo evoluciona el riesgo agregado y cómo interacciona con el normal funcionamiento de la economía real. Esta es la perspectiva necesaria para diseñar, por ejemplo, medidas para moderar las tendencias procíclicas inherentes al sistema financiero. Como es bien sabido, el Banco de España fue pionero en este terreno cuando introdujo en el año 2000 las provisiones dinámicas. En los primeros momentos de la crisis se puso de manifiesto el potencial de una herramienta como esta; pero su agudización posterior mostró también sus limitaciones.

Las interacciones entre la política monetaria y macroprudencial suscitarán retos complejos a los bancos centrales. En un plano teórico, la política monetaria debería seguir concentrando sus esfuerzos en mantener la estabilidad de precios; la política macroprudencial, en garantizar la estabilidad financiera. En la práctica, sin embargo, es evidente que la acción de cada una de ellas incidirá fuertemente sobre los objetivos de la otra y esto tiene implicaciones para el diseño institucional de la autoridad macroprudencial.

Las ventajas derivadas de la coordinación entre ambas políticas sugerirían asignar al banco central un papel fundamental en el ejercicio de las políticas macroprudenciales. Este ha sido el camino seguido hasta ahora en la mayoría de los casos. Así, por ejemplo, en el Reino Unido se ha creado, dentro del Banco de Inglaterra y junto al *Monetary Policy Committee*, un comité hermano: el *Financial Policy Committee*. Un modelo similar se ha seguido en Italia, Bélgica o Irlanda. En otros países como Francia o Alemania se han creado Comités con la participación de otras autoridades económicas, pero el banco central ejerce en ellos un papel muy importante, llegando, de hecho, a disponer de capacidad de veto respecto a las decisiones del órgano macroprudencial que corresponden o afectan al ámbito de competencias del banco central nacional, o del Eurosistema.

Sin embargo, concentrar en una sola institución diferentes objetivos de política económica que, en ocasiones, pueden entrar en conflicto, complica, sin duda, la rendición de cuentas y puede hacer más ambiguo el mandato. Esta es, seguramente, una de las razones por la que en otros casos, como ocurre en Estados Unidos, se ha optado por crear instituciones en las que las responsabilidades están distribuidas de manera más simétrica entre el banco central y el resto de las autoridades económicas.

Sin duda, este es un debate complejo y con indudables connotaciones políticas. Yo veo más ventajas que inconvenientes en la aproximación europea, porque creo que para lograr una buena coordinación entre las políticas monetaria y macroprudencial y asegurar suficiente capacidad y velocidad en las respuestas, el banco central debe tener un papel importante en el diseño y en la gestión de los nuevos instrumentos y medidas macroprudenciales.

## **El uso de medidas no convencionales en la instrumentación de la política monetaria**

El segundo cambio que quiero comentar en el ámbito de la gestión de la política monetaria es el papel de las denominadas medidas no convencionales.

Como recordarán, la reacción inmediata de los bancos centrales ante los primeros síntomas de la crisis consistió en desplegar todos los instrumentos convencionales disponibles. En primer lugar, enfrentados al bloqueo de los mercados interbancarios, los bancos centrales tuvieron que asumir directamente la tarea de la redistribución de la liquidez entre las entidades.

También dentro de este ámbito de las actuaciones convencionales, la mayoría de los bancos centrales redujo agresivamente los tipos de interés oficiales con el fin de evitar que una caída brusca y profunda de la actividad desencadenara un proceso deflacionario. Esta política terminó llevando los tipos de interés de intervención a niveles muy bajos. Por lo tanto, cuando el agravamiento de la crisis hizo necesario relajar aún más el tono de la política monetaria, la mayoría de bancos centrales tuvieron que adentrarse en el terreno de los instrumentos de carácter no convencional.

Las medidas no convencionales se pueden agrupar en tres grandes bloques: indicaciones sobre la orientación futura de la política monetaria, o *forward guidance*; actuaciones encaminadas a aumentar el balance del banco central y cambios en la composición de dicho balance.

El uso de indicaciones sobre la orientación futura de la política monetaria para guiar las expectativas de inflación y de tipos interés se ha extendido entre los principales bancos centrales. El BCE recurrió a ella el verano pasado para anclar las expectativas de tipos de interés. La Reserva Federal y, en menor medida, el Banco de Inglaterra han utilizado este instrumento también para señalar su intención de proporcionar un mayor estímulo a la economía.

También están siendo ampliamente utilizadas las medidas no convencionales que afectan al tamaño y la composición del balance del banco central. En el área del euro, en octubre de 2008 el BCE cambió su política de gestión de la liquidez, pasando a instrumentar sus operaciones de refinanciación a tipo fijo y con adjudicación plena de todas las demandas recibidas. En mayo de 2009 aumentó el plazo medio de vencimiento de las operaciones de política monetaria y puso en marcha un programa de compras de cédulas y otros activos similares para reactivar este segmento del mercado. Un año más tarde, ante el salto cualitativo que supuso la crisis de deuda soberana en el área del euro, introdujo el Programa para los Mercados de Valores, a través del cual compró, siempre en el mercado secundario, deuda pública de los países en los que las tensiones limitaban de manera desproporcionada la financiación de sus economías. Finalmente, cuando en el verano de 2012 las dudas sobre la viabilidad del euro alcanzaron niveles críticos, el BCE respondió anunciando que haría,

dentro de su mandato, todo lo necesario para salvar el euro y diseñó un nuevo programa de adquisición de valores, el Programa de Operaciones Monetarias de Compraventa, que, aunque no ha sido necesario utilizarlo, sí ha servido para cambiar las expectativas en sentido favorable a la estabilidad y la normalización de los mercados.

En Estados Unidos, por el contrario, los cambios en el balance de la Reserva Federal han estado vinculados a sus compras masivas de activos dentro de un programa estándar de relajación cuantitativa. Estas compras, muy superiores a las europeas, se han llevado a cabo con la finalidad expresa de contribuir a la relajación de las condiciones monetarias y financieras. El Banco de Inglaterra se ha situado, en este sentido, más próximo a la Reserva Federal que al BCE.

Han existido, por tanto, divergencias notables en el uso de los instrumentos no convencionales entre el BCE, de un lado, y la Reserva Federal y el Banco de Inglaterra, de otro.

Estas divergencias reflejan las características de los respectivos sistemas financieros, en particular, el papel predominante de los bancos en el área del euro frente a la mayor relevancia de los mercados de capital en Estados Unidos o el Reino Unido.

Sin embargo, responden también a una percepción diferente de los riesgos que puede y debe asumir un banco central en términos de su credibilidad y su reputación. La estrategia de la Reserva Federal ha supuesto, según una opinión extendida, una cierta difuminación de los límites entre las políticas monetaria, fiscal y de estabilidad financiera. El BCE, por el contrario, se ha mantenido a mayor distancia de esos límites porque la convivencia de un único banco central con las autoridades fiscales o financieras de 17 países independientes (18 a fecha de hoy y, posiblemente, 19 a partir de enero) plantea unos retos y unas dificultades singulares.

Concluyo ya. Me he centrado en aspectos estructurales de la política monetaria. Creo, sin embargo, que es oportuno que termine con una muy breve reflexión sobre las decisiones de política monetaria adoptadas por el Consejo de Gobierno del BCE la semana pasada.

Como saben, el pasado jueves se acordó un conjunto amplio de medidas que cubren los tres frentes principales de acción del BCE a lo largo de esta crisis. Se relajó adicionalmente el tono de la política monetaria convencional con un nuevo recorte de los tipos oficiales que, a efectos prácticos, han alcanzado ya su cota inferior. Se extendió nuevamente el horizonte para la política de generosa provisión de liquidez hasta 2016. Y, por último, se dio un paso adicional en el ámbito de las medidas no convencionales mediante el lanzamiento de una nueva operación de financiación a un plazo largo, de cuatro años, dirigida y diseñada para promover una mayor fluidez del crédito.

Como sabemos, ni el BCE, ni la política monetaria pueden, por sí solos, resolver los problemas que están en la base de la crisis que todavía está atravesando la zona euro. Pero decisiones como la del pasado jueves contribuyen, sin duda, a facilitar la acción de aquellas

otras herramientas de política económica que, por su naturaleza, pueden tener un efecto más potente y duradero sobre el crecimiento y el empleo.

Muchas gracias por su atención.