

## IV. La política monetaria en las economías industriales avanzadas

### Aspectos más destacados

La política monetaria en las economías industriales avanzadas debió hacer frente a dos desafíos contradictorios durante el periodo analizado. Por una parte, las tensiones en los mercados financieros amenazaban con extenderse a la economía real a través de la restricción de las condiciones de crediticias y el deterioro de los indicadores de confianza. Sin la intervención de otros factores, esto exigiría una reducción de las tasas de interés para compensar el lastre sobre la demanda agregada. Por otra parte, las presiones inflacionistas provocadas por el encarecimiento de las materias primas, junto con una elevada utilización de la capacidad productiva y las tensiones en los mercados de trabajo en muchas economías, amenazaban con repercutir en las expectativas de inflación a más largo plazo, exigiendo así una política monetaria más restrictiva.

Estos retos se manifestaron de forma distinta según el país y la región, lo que explica al menos en parte por qué los bancos centrales los afrontaron de forma diferente (véase el Cuadro IV.1). En Estados Unidos, la debilidad del sector vivienda y la resultante convulsión financiera empañaron considerablemente las perspectivas de crecimiento. La Reserva Federal reaccionó de forma enérgica rebajando la tasa objetivo de los fondos federales en varias ocasiones, del 5,25% en septiembre de 2007 hasta el 2% en abril de 2008. En regiones donde las turbulencias financieras se dejaron sentir menos, la política monetaria se vio influida en mayor medida por la evolución de la inflación. Los bancos centrales de Australia, Noruega, Nueva Zelandia y Suecia siguieron endureciendo su política monetaria. Otro grupo de bancos centrales tomó un camino intermedio. Así, el BCE mantuvo intacta su tasa oficial en el 4% durante todo el periodo, aunque la inflación alcanzó su nivel más alto desde la introducción del euro en 1999. El Banco de Japón también mantuvo su tasa de interés oficial en el 0,5%. El Banco de Canadá y el Banco de Inglaterra subieron sus tasas oficiales en julio de 2007, pero las redujeron ese mismo año y a comienzos de 2008.

Los cambios en las tasas de interés fueron sólo una de las medidas con las que los bancos centrales respondieron a la alteración de los mercados financieros. Incluso antes de que las turbulencias condujeran a cambios en las tasas oficiales, los bancos centrales de varios países ajustaron sus operaciones para mantener las tasas de referencia cerca de sus objetivos y proporcionar financiación a mercados donde la liquidez se había evaporado. Los distintos tipos de operaciones y los argumentos esgrimidos en cada caso se analizan en el último apartado de este capítulo. La primera parte ofrece una visión general de las decisiones de política monetaria tomadas por los distintos bancos

Proyecciones para tasas de interés oficiales, crecimiento del PIB e inflación						
Tasas de interés oficiales <sup>1</sup>	Efectivas			Esperadas <sup>2</sup> para junio de 2008 a:		
	29 junio 07	16 mayo 08	Diferencia	29 junio 07	16 mayo 08	Diferencia
Banco Central Europeo	4,00	4,00	0,00	4,50	4,00	-0,50
Banco de Japón	0,50	0,50	0,00	1,00	0,50	-0,50
Reserva Federal	5,25	2,00	-3,25	6,00	2,00	-4,00
Banco de la Reserva de Australia	6,25	7,25	1,00	6,75	7,25	0,50
Banco de Canadá	4,25	3,00	-1,25	5,25	2,75	-2,50
Banco de la Reserva de Nueva Zelandia	8,00	8,25	0,25	8,00	8,25	0,25
Banco Central de Noruega	4,50	5,50	1,00	5,75	5,50	-0,25
Sveriges Riksbank	3,50	4,25	0,75	4,25	4,25	0,00
Banco Nacional de Suiza	2,50	2,75	0,25	3,00	2,75	-0,25
Banco de Inglaterra	5,50	5,00	-0,50	6,00	5,00	-1,00
Proyecciones para el crecimiento y la inflación <sup>3</sup>	PIB real para 2008 esperado a:			Inflación para 2008 esperada a:		
	Medios 2007	Mayo 2008 <sup>4</sup>	Diferencia	Medios 2007	Mayo 2008 <sup>4</sup>	Diferencia
Banco Central Europeo	1,8-2,8	1,3-2,1	-0,60	1,4-2,6	2,6-3,2	0,90
Banco de Japón	2,0-2,3	1,4-1,6	-0,65	0,8-1,0	2,4-2,8	1,70
Reserva Federal	2,5-3,0	0,0-1,5	-2,00	1,75-2,0	1,9-2,5	0,33
Banco de la Reserva de Australia	4,25	2,25	-2,00	2,5-3,0	4,50	1,75
Banco de Canadá	2,50	1,40	-1,10	2,10	1,80	-0,30
Banco de la Reserva de Nueva Zelandia	3,10	3,00	-0,10	2,20	3,40	1,20
Banco Central de Noruega	3,75	3,50	-0,25	3,50	3,00	-0,50
Sveriges Riksbank	3,00	2,60	-0,40	2,30	3,50	1,20
Banco Nacional de Suiza	...	1,5-2,0	...	1,50	2,00	0,50
Banco de Inglaterra <sup>5</sup>	2,54	1,29	-1,25	2,06	3,77	1,71

<sup>1</sup> Para el BCE, tasa mínima de puja de las operaciones principales de financiación; para el Banco de Japón, tasa objetivo para préstamos sin garantías; para la Reserva Federal, tasa objetivo de los fondos federales; para el Banco de la Reserva de Australia, tasa objetivo de contado; para el Banco de Canadá, tasa objetivo a un día; para el Banco de la Reserva de Nueva Zelandia, tasa oficial de contado; para el Banco Central de Noruega, tasa de los depósitos a la vista; para el Sveriges Riksbank, tasa *repo*; para el Banco Nacional de Suiza, punto medio del intervalo objetivo del Libor a tres meses; para el Banco de Inglaterra, tasa oficial. <sup>2</sup> Según publica JPMorgan Chase. <sup>3</sup> Publicadas por los bancos centrales. <sup>4</sup> O las más recientes disponibles. <sup>5</sup> Punto medio del intervalo previsto.

Fuentes: bancos centrales; JPMorgan Chase. Cuadro IV.1

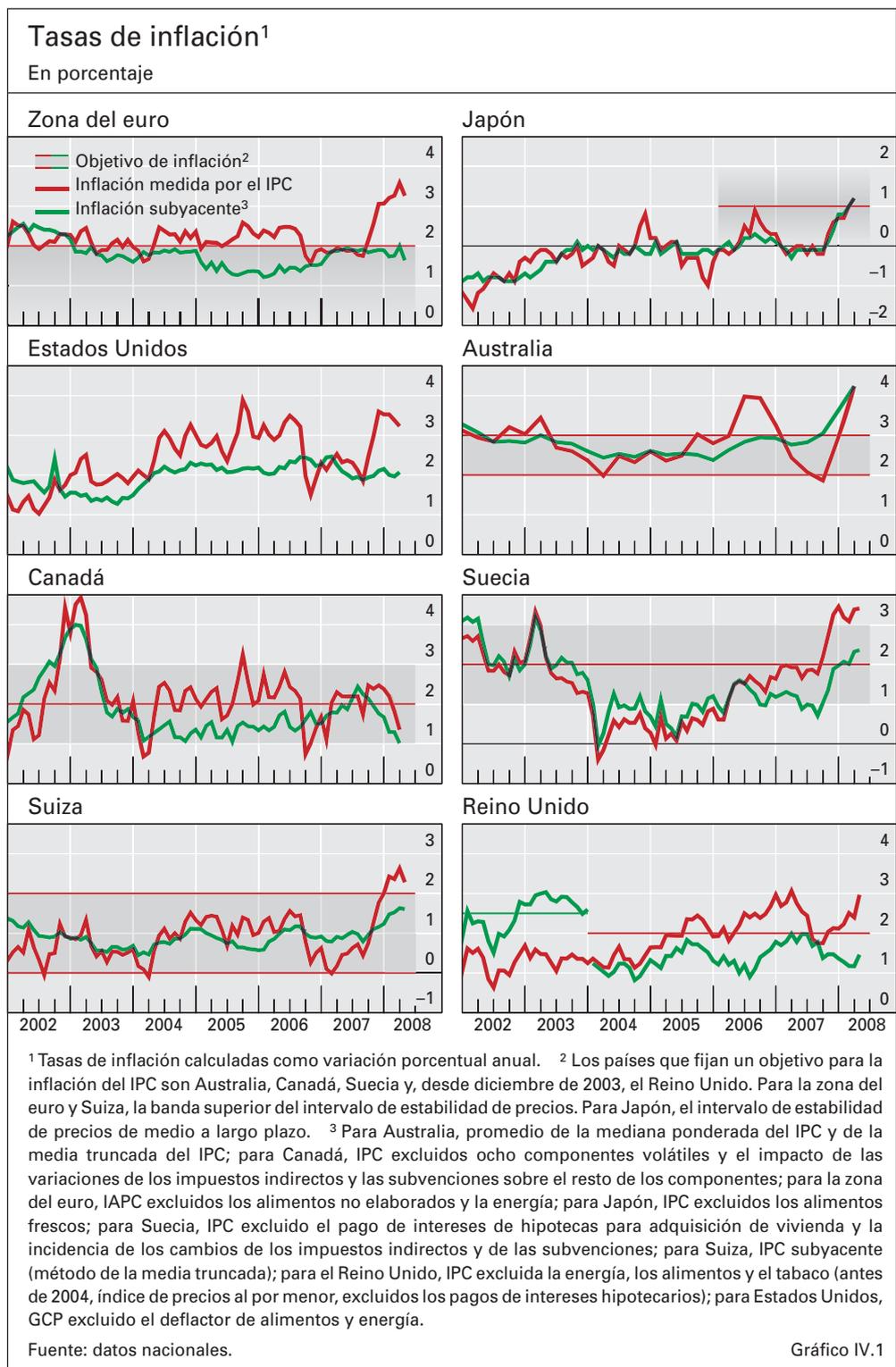
centrales y describe el contexto en el que se produjeron; la segunda se centra en cuestiones relacionadas con la estrategia de comunicación de los bancos centrales.

## Evolución de la política monetaria

### *La situación a mediados de 2007*

Política monetaria cada vez más restrictiva

A mediados de 2007, los bancos centrales estaban en proceso de abandono de las políticas monetarias considerablemente acomodaticias introducidas a principios de la década para adoptar orientaciones más restrictivas. Sin embargo, el momento elegido para el cambio de la política varió en función de la posición cíclica de cada economía.



El crecimiento del producto en la mayoría de países se consideraba superior a su potencial de largo plazo, aunque se esperaba una moderación en ciertos casos (véase el Capítulo II). Las tasas de inflación habían descendido en su mayoría desde los máximos alcanzados a principios de año (véase el Gráfico IV.1), aunque se esperaba un nuevo repunte en el segundo semestre. En general, los elevados niveles de utilización de la capacidad productiva y las tensiones en los mercados de trabajo, favorecidos por un prolongado periodo

El crecimiento por encima del potencial y las presiones inflacionistas...

de crecimiento por encima del potencial en varios países, aumentaron la inquietud por las presiones inflacionistas.

... junto con el rápido crecimiento monetario y crediticio...

Los posibles riesgos de inflación también se manifestaron a través de las elevadas tasas de crecimiento tanto monetario como crediticio en muchas economías. En la zona del euro, el agregado monetario amplio M3 creció a un ritmo del 12% anualizado en el primer semestre de 2007 y continuó acelerándose. Sin embargo, el incremento de las tasas de interés a corto plazo frenó el crecimiento de M1 y probablemente ayudó a estabilizar el crédito al sector privado, aunque seguía aumentando a una tasa de dos dígitos. Desde la perspectiva de la estrategia del BCE, que asigna un papel destacado a los agregados monetarios, el aumento de M3 apuntaba a riesgos inflacionistas a medio plazo, puesto que esta expansión monetaria no podía obedecer únicamente a los cambios en la composición de las carteras de inversión y a otros factores extraordinarios. En otras economías también se registraron elevadas tasas de crecimiento monetario y crediticio. En Australia, por ejemplo, el crédito comercial avanzó a un ritmo anual del 22% en el primer semestre de 2007, la tasa más elevada desde finales de la década de los 80.

... se tradujeron en políticas más restrictivas en la mayoría de las economías

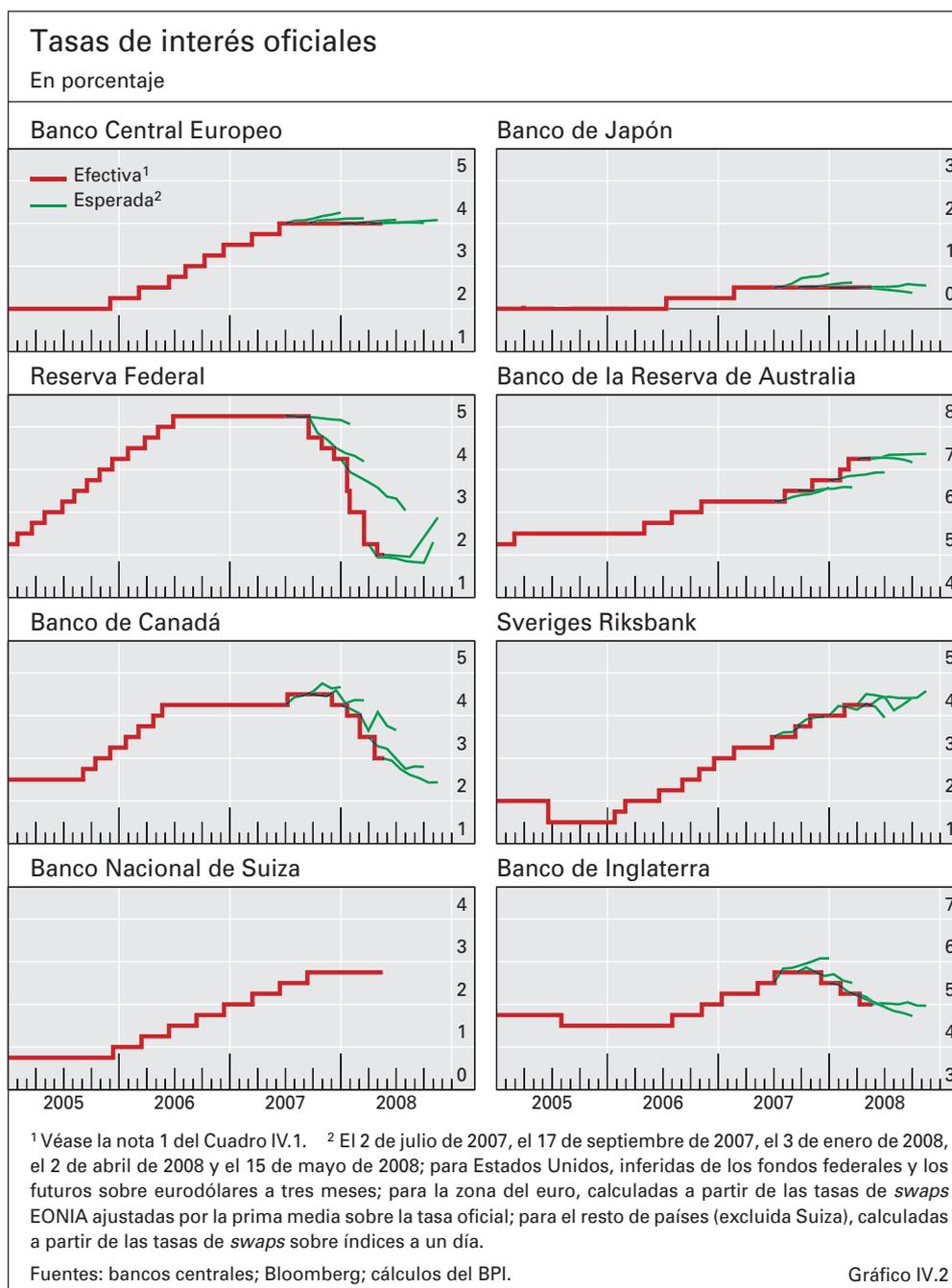
Como respuesta al intenso crecimiento y las fuertes presiones inflacionistas, las tasas de interés oficiales en todas las economías analizadas se elevaron entre junio y comienzos de agosto de 2007 (véase el Gráfico IV.2), excepto en Estados Unidos y Japón, cuya coyuntura económica era distinta. Incluso tras estos incrementos la política monetaria se consideraba acomodaticia en la mayoría de las economías. Es más, varios bancos centrales como el Banco de Canadá, el Banco Nacional de Suiza y el Sveriges Riksbank manifestaron la posibilidad de tener que incrementar todavía más sus tasas de interés si persistían las presiones inflacionistas.

Tasas de interés oficiales estables en EEUU...

En Estados Unidos, la Reserva Federal había incrementado la tasa de interés de referencia de los fondos federales del 1% al 5,25% entre junio de 2004 y junio de 2006, manteniéndola después sin cambios pese al debilitamiento de las perspectivas de crecimiento económico. El descenso de la construcción residencial se tradujo en un crecimiento por debajo del potencial estimado por la Reserva Federal en el primer semestre de 2007. La inflación subyacente subió durante la mayor parte de 2006 y comienzos de 2007, pero disminuyó ligeramente hacia mediados de 2007. La Reserva Federal esperaba que continuara moderándose en trimestres posteriores, a medida que la economía se debilitara y se dejaran sentir en el sistema los efectos del endurecimiento de la política monetaria aplicado anteriormente. Se preveía que el crecimiento recuperara su promedio a largo plazo en 2008, a medida que el mercado de la vivienda se estabilizara.

... y Japón

La economía japonesa había crecido en el primer semestre de 2007 a un ritmo considerado ligeramente por encima del potencial, pero esto aún no se había traducido en un cambio de tendencia duradero hacia una inflación positiva. Los precios de consumo permanecieron casi inmóviles en el primer semestre del año, aunque los de producción aumentaron ligeramente. Por consiguiente, el Banco de Japón mantuvo su tasa de interés oficial en el 0,5%, un nivel nominal todavía muy bajo, aunque manifestó que las tasas de interés



acabarían subiendo cuando el crecimiento económico consiguiera estimular el incremento de los precios.

#### *La política monetaria durante las turbulencias*

La instrumentación de la política monetaria se complicó en el segundo semestre de 2007. La situación en los mercados financieros empeoró considerablemente a mediados de agosto (véase el Capítulo VI), cuando los problemas en los mercados de bonos de titulización de activos se extendieron al mercado interbancario. Hacia finales de año, el encarecimiento de las materias primas por encima de lo esperado provocó un acusado incremento de las tasas de inflación en la mayoría de países, con posibles consecuencias para las expectativas de inflación a largo plazo.

Las turbulencias en los mercados financieros y el fuerte encarecimiento de las materias primas...

... condujeron a un difícil dilema

Por consiguiente, los bancos centrales tuvieron que hacer frente a un difícil dilema. Un recorte rápido y sustancial de tasas podría transmitir confianza a los mercados financieros y a la economía en general, evitando así que los problemas del sector financiero se trasladasen al resto de la economía. No obstante, una relajación excesiva de la política monetaria en un contexto de elevada inflación podría disminuir la confianza del público en el compromiso de estabilidad de precios de los bancos centrales, lo que podría desanclar las expectativas de inflación a más largo plazo. Esto, a su vez, exigiría la adopción de nuevas medidas restrictivas en el futuro, con un coste económico potencialmente mayor. La alternativa, es decir, mantener o incluso elevar las tasas de interés, podría hacer que una desaceleración de la economía compensara los efectos del encarecimiento de las materias primas sobre la inflación y sus expectativas. Por supuesto, esto podría acabar agravando la ya frágil situación financiera y provocar una desaceleración económica más acusada de lo necesario para volver a situar la inflación en la banda de fluctuación deseada. El dilema entre ambas alternativas se complicó aún más por la dificultad de evaluar en tiempo real la posible duración de las turbulencias financieras y sus potenciales efectos sobre la economía real.

La actitud inicial de esperar a ver qué pasa...

En un principio, no estaba claro si las turbulencias perdurarían y hasta qué punto se vería afectada la actividad económica, ya sea por la aplicación de condiciones de financiación más restrictivas para el sector no financiero o por un deterioro de la confianza. Por consiguiente, los bancos centrales decidieron esperar a disponer de más información antes de cambiar la orientación de sus políticas monetarias. Por ejemplo, el Banco de la Reserva de Australia mantuvo su tasa de contado en el 6,5% tras la reunión del Consejo a comienzos de septiembre, aunque sus miembros consideraron que podrían necesitarse nuevas medidas restrictivas para evitar que el continuo vigor de la economía elevara la inflación por encima de su objetivo. En conjunto, el Consejo creyó que unas condiciones financieras más restrictivas podrían controlar la inflación con independencia de las variaciones de la tasa de contado, lo que hacía innecesaria toda decisión de política monetaria. De forma similar, el Consejo de Gobierno del BCE mantuvo intactas las tasas de interés oficiales en su reunión del 6 de septiembre. Aunque tuvo en consideración los riesgos para la estabilidad de precios, el BCE sostuvo la necesidad de recabar más información antes de extraer conclusiones para la política monetaria. Por su parte, el Banco de Japón, en el comunicado posterior a su reunión de agosto, alegó fuertes fluctuaciones en los mercados financieros para retrasar la adopción de políticas monetarias más restrictivas.

Posteriormente, fue quedando claro que la convulsión en los mercados financieros no iba a moderarse rápidamente y que conllevaría consecuencias significativas que tendrían que considerar los responsables de la política monetaria. Al mismo tiempo, la fuerte subida de los precios de los alimentos y de la energía se tradujo hacia finales de año en tasas de inflación considerablemente superiores a las anticipadas. Ante estos hechos, los bancos centrales de las economías industriales avanzadas parecen haber afrontado ambas circunstancias de forma bien distinta.

Algunos bancos centrales, en particular la Reserva Federal, recortaron bruscamente sus tasas de interés oficiales para aliviar las consecuencias de la convulsión financiera sobre la economía. El Comité para las Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal (FOMC) rebajó la tasa de interés de referencia de los fondos federales 1 punto porcentual en el segundo semestre de 2007 y otros 2,25 puntos porcentuales a comienzos de 2008, al constatarse que la desaceleración económica era mayor de lo previsto. Por su parte, el Banco de Inglaterra mantuvo intactas sus tasas en un primer momento, pero a partir de diciembre de 2007 las redujo un total de 75 puntos básicos, a medida que las perspectivas económicas se debilitaban. También se registró un crecimiento más débil en Canadá, donde el efecto positivo del encarecimiento de las materias primas se vio ampliamente contrarrestado por la fuerte apreciación de su moneda. Por consiguiente, el Banco de Canadá redujo el objetivo para la tasa de interés a un día en un total de 1,5 puntos porcentuales entre diciembre de 2007 y abril de 2008.

... dio paso a una relajación monetaria en algunos países...

Otros bancos centrales subieron sus tasas a raíz de las persistentes presiones inflacionistas. Por ejemplo, el Banco de la Reserva de Australia, el Banco Central de Noruega y el Riksbank elevaron sus tasas oficiales 75 puntos básicos entre septiembre de 2007 y abril de 2008. En estas tres economías, un prolongado periodo de crecimiento había generado elevadas tasas de utilización de la capacidad productiva y tensiones en los mercados laborales. Esto se tradujo en presiones sobre los precios internos, que se sumaron a las derivadas del encarecimiento de los alimentos y de la energía.

... pero a un endurecimiento en otros

Suiza también registró un sólido crecimiento económico y un repunte de la inflación. Al contrario que otros bancos centrales, el Banco Nacional de Suiza no expresa la orientación de su política monetaria a través de las tasas de interés a un día, sino que intenta mantener el Libor a tres meses en una banda predeterminada. La fuerte subida de la prima por plazo en el mercado monetario a mediados de agosto y en meses posteriores generó un gran diferencial entre las tasas de interés que aplica sobre sus operaciones semanales con pacto de recompra (*repo*) y su tasa de interés oficial. En consecuencia, a finales de agosto y principios de septiembre el Libor a tres meses superó ampliamente el valor central de la banda (2,5%). En su reunión del 13 de septiembre, el Consejo del Banco Nacional de Suiza decidió incrementar la banda de referencia en 25 puntos básicos, hasta el 2,25%–3,25%, situándola así al mismo nivel que las tasas de interés ya observadas en el mercado. Para alcanzar este objetivo en un contexto de primas por plazo más elevadas, el banco central redujo considerablemente las tasas de interés sobre sus operaciones *repo*.

Suiza, un caso aparte

En otras economías, en particular en la zona del euro y en Japón, las tasas de interés oficiales no sufrieron cambios. El BCE decidió no incrementar su tasa pese a las presiones inflacionistas, en vista del debilitamiento de la economía y la apreciación del euro. No obstante, recalcó en repetidas ocasiones que no se tolerarían efectos de segunda ronda derivados del repunte de la inflación. Igualmente, el Banco de Japón evitó incrementar sus tasas de interés a finales de 2007 ante el aumento de los riesgos a la baja para el crecimiento. Al mismo tiempo, su Consejo de Política confirmó su intención de elevar las tasas

Tasas de interés oficiales sin variación en la zona del euro y Japón

cuando se hubiera superado claramente la deflación y la economía siguiera una trayectoria de crecimiento sostenible.

*¿Condiciones económicas distintas o formas distintas de formular la política monetaria?*

Distintas orientaciones de la política monetaria según el país...

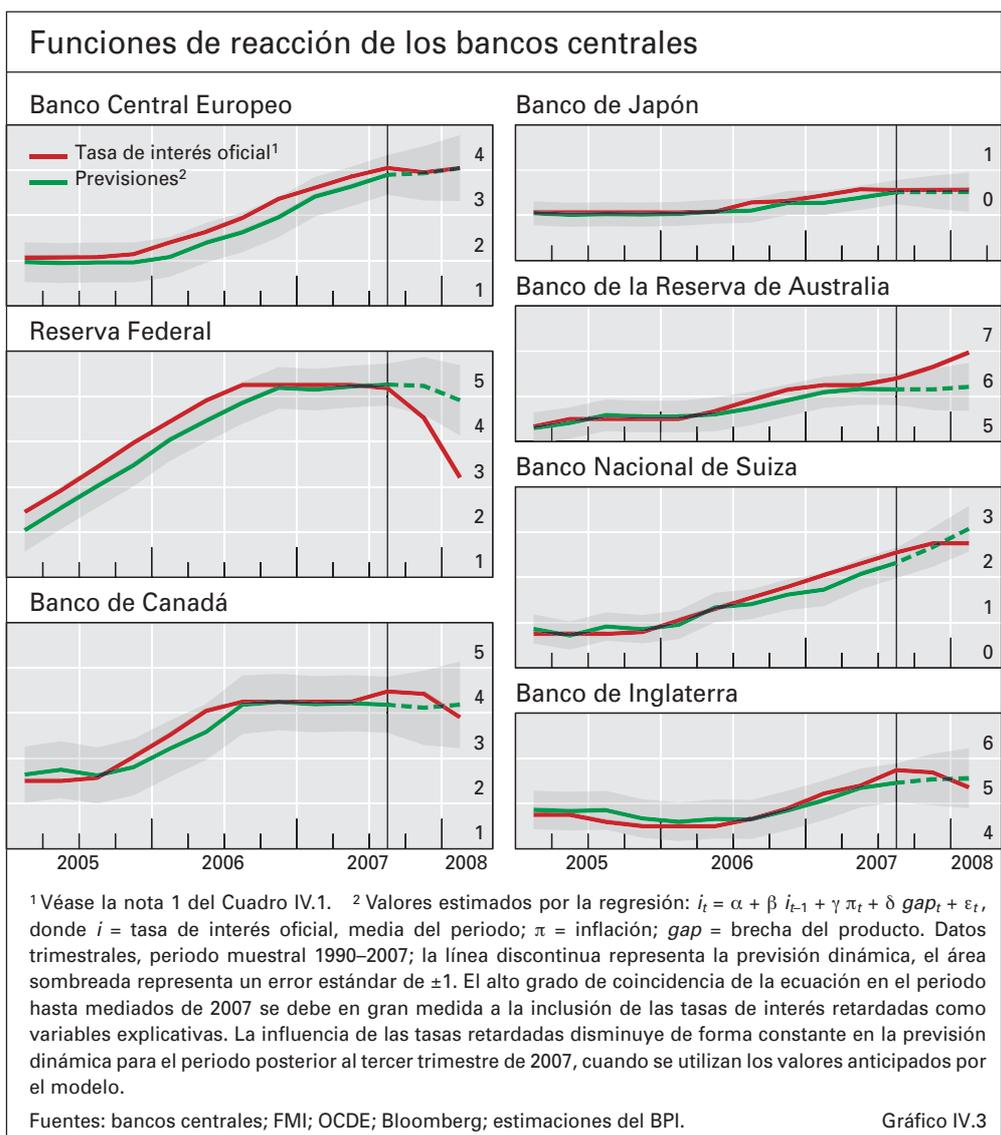
Las diferencias en la evolución de las tasas de interés oficiales de los distintos países y zonas monetarias en el segundo semestre de 2007 y comienzos de 2008 reflejan, en distinta medida, divergencias en su situación económica, en el alcance de las tensiones financieras y en las estrategias de los bancos centrales para afrontar riesgos muy costosos pero poco probables.

Aunque la moderación de la demanda mundial y el incremento de los precios de las materias primas se hicieron notar en todas las economías, sus efectos concretos fueron muy distintos entre países. Por ejemplo, el encarecimiento de las materias primas estimuló la actividad económica en las economías que las producen, como Australia, Canadá, Noruega y Nueva Zelanda, pero la moderó en el resto. Del mismo modo, sus efectos sobre la inflación dependieron de las fluctuaciones del tipo de cambio y del grado de utilización de la capacidad productiva, entre otros factores.

Las estimaciones de las funciones de reacción de los bancos centrales indican que, salvo contadas excepciones, éstos respondieron a los cambios en las condiciones económicas del segundo semestre de 2007 y comienzos de 2008 casi del mismo modo que en años anteriores. Las previsiones dinámicas, basadas en ecuaciones simples que relacionan las tasas de interés oficiales con la brecha del producto y la inflación, así como con las tasas de interés oficiales retardadas (para recoger el efecto de su estabilización), permiten explicar relativamente bien la trayectoria de las tasas oficiales en Canadá, Japón, Suiza, el Reino Unido y la zona del euro (véase el Gráfico IV.3). Estas estimaciones indican que dichos bancos centrales reaccionaron en general como en el pasado. Por el contrario, el Banco de la Reserva de Australia incrementó sus tasas oficiales y la Reserva Federal las redujo más de lo se deduciría de sus reacciones anteriores ante cambios en la brecha del producto y en la inflación. En estos casos, parece que alguna variable no incluida en las ecuaciones, quizás una revisión de las perspectivas económicas no recogida en las brechas del producto ni en las tasas de inflación del momento, ha podido influir de forma decisiva en sus políticas monetarias.

... como reflejo de las diferencias en las condiciones económicas...

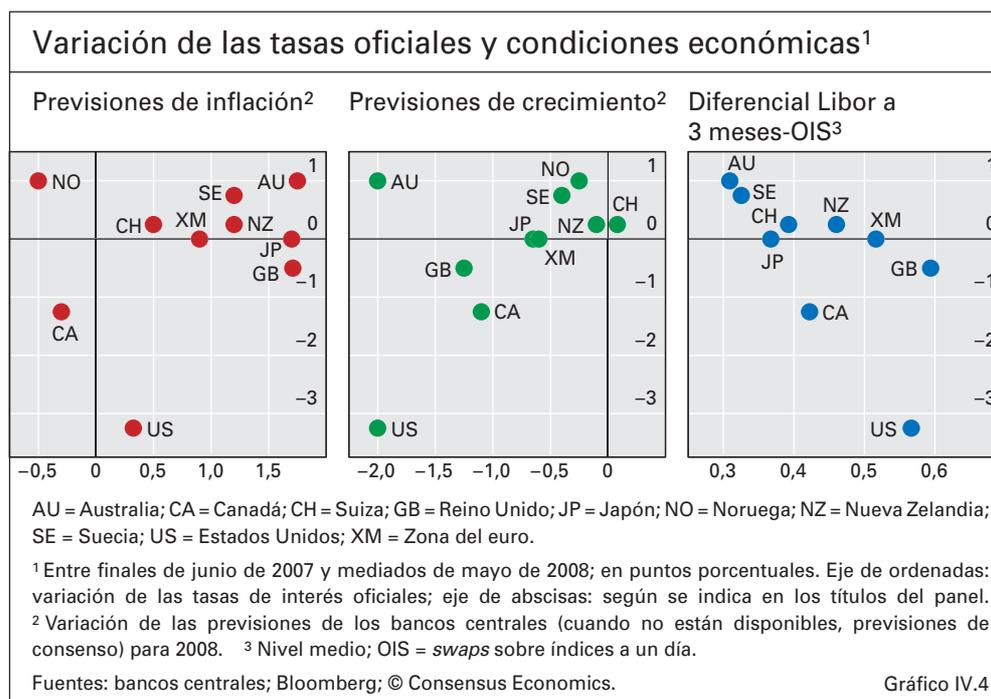
Los cambios en las condiciones económicas relativas podrían explicar en parte las diferencias entre bancos centrales (véase el Gráfico IV.4). La mayoría de aquéllos que incrementaron o mantuvieron sus tasas oficiales elevaron también sus previsiones de inflación en mayor medida que los bancos centrales que redujeron sus tasas. Asimismo, las mayores revisiones a la baja de las previsiones de crecimiento estuvieron generalmente asociadas a un grado relativamente mayor de relajación de la política monetaria. No obstante, no fue así en todos los casos. En concreto, aunque el Banco de la Reserva de Australia redujo notablemente sus previsiones de crecimiento y el Banco Central de Noruega rebajó las de inflación, ambos incrementaron sus tasas de interés oficiales. Este hecho puede ser un síntoma de cierta endogeneidad,



en el sentido de que la revisión de las previsiones reflejaría la desaceleración provocada por el aumento de las tasas de oficiales.

Otro motivo de las diferentes respuestas de la política monetaria fue que no todos los países se vieron afectados con la misma intensidad por la convulsión de los mercados financieros. Midiendo la severidad de estas turbulencias a partir del diferencial medio entre el Libor a tres meses y los *swaps* de tasas de interés a un día (OIS) de igual vencimiento para una determinada moneda, parece existir una estrecha relación entre los cambios en las tasas de interés oficiales y el alcance del desajuste de los mercados monetarios. Por ejemplo, estos mercados se vieron menos afectados en Australia y Suecia que los correspondientes en dólares y libras esterlinas. Este hecho está en consonancia con la subida de tasas oficiales decidida por el Banco de la Reserva de Australia y el Riksbank, y la bajada por la Reserva Federal y el Banco de Inglaterra. La correlación entre el alcance del desajuste financiero y la relativa relajación de la política monetaria sigue existiendo incluso considerando la revisión de previsiones del producto y la inflación (no mostradas).

... en el alcance de las alteraciones financieras...



... y en la valoración de los riesgos

El hecho de que una medida de las tensiones en el mercado monetario pueda explicar en parte las variaciones de las tasas de interés, incluso cuando se tiene en cuenta la revisión de previsiones, podría indicar que los bancos centrales también respondieron a los riesgos percibidos para dichas previsiones. Hasta cierto punto, todos los bancos centrales prestan atención a los riesgos para sus perspectivas al tomar decisiones de política monetaria, aunque la naturaleza exacta de los riesgos considerados en el periodo analizado y sus efectos sobre la formulación de las políticas fueron muy distintos de una institución a otra. Algunos bancos centrales antepusieron evitar una fuerte desaceleración en el futuro inmediato, mientras que otros se inquietaron más por las repercusiones macroeconómicas a largo plazo que tendría una relajación de la política monetaria.

La Reserva Federal se centra en la gestión del riesgo a corto plazo

Entre los bancos centrales de las principales economías industriales avanzadas, quizás sea la Reserva Federal la que más claramente pertenece al primer grupo, por su afán de evitar una fuerte desaceleración. Este aspecto de su política monetaria basado en la gestión del riesgo fue un argumento importante para los recortes de tasas de interés que decidió a lo largo del periodo, como se señaló repetidamente en las actas de las reuniones del FOMC y en las declaraciones de sus miembros.

La «perspectiva doble» del Banco de Japón se centra en los riesgos a largo plazo

Los responsables de la política monetaria del Banco de Japón han sido posiblemente los más explícitos a la hora de recalcar las posibles repercusiones a largo plazo de sus decisiones. La segunda de las perspectivas de su marco doble para la formulación de la política monetaria se centra en los riesgos para el panorama económico más allá del horizonte de dos años. A finales de 2007, el Consejo de Política del Banco concluyó que la segunda perspectiva recomendaba por sí sola una política más restrictiva ante el riesgo de excesos en el endeudamiento y la inversión fija si los participantes en el mercado creyeran que las tasas de interés iban a mantenerse bajas durante mucho

tiempo. Sin embargo, en marzo de 2008, al menos uno de los miembros del Consejo argumentó que la segunda perspectiva ponía de relieve riesgos a la baja para el crecimiento y la inflación, por lo que era recomendable relajar la política monetaria para evitar que resurgiera la deflación.

La mayoría del resto de bancos centrales parecieron conceder menos importancia a las medidas para reducir el riesgo de posibles eventos extremos. Con todo, tuvieron que sopesar la posibilidad de un incremento de la inflación superior al esperado, que podría desanclar las expectativas de inflación, frente al riesgo de una desaceleración del crecimiento económico más brusca de lo previsto.

Las condiciones económicas actuales y esperadas, junto con los riesgos vinculados a las previsiones, son factores que sin duda pueden influir de forma importante en la política monetaria, aunque parece que también lo hacen las diferencias en la forma de concebir el funcionamiento de la economía y en los mandatos asignados. Por ejemplo, la doble función encomendada a la Reserva Federal, que pone igual énfasis en el producto y la inflación, podría exigir una mayor relajación como respuesta a las turbulencias que un mandato sin la obligación explícita de apoyar el producto. Al contrario, la política del BCE de mantener estables las tasas de interés pese a la desaceleración de la actividad económica coincide con la prioridad que atribuye su mandato a la consecución de la estabilidad de precios.

Diferentes mandatos

## Evolución de la comunicación de los bancos centrales

La incertidumbre asociada a la convulsión financiera y sus efectos sobre la economía mundial plantearon importantes retos para las estrategias de comunicación de los bancos centrales. En particular, éstos tuvieron que asegurarse de que la relajación de su política monetaria no se interpretara como una menor determinación a la hora de controlar la inflación o como una especie de «rescate» bancario. Además, los bancos centrales debían ser conscientes de que sus propias comunicaciones podían afectar la evolución de las turbulencias, que dependía fundamentalmente de la confianza de los agentes de mercado. La primera parte de este apartado repasa algunos cambios generales introducidos en la política de comunicación de varios bancos centrales en el transcurso del pasado año y la segunda se centra en la forma en que se anunció la provisión de liquidez durante las turbulencias.

Desafíos para la comunicación

### *Cambios en la comunicación de la política monetaria*

Varios bancos centrales modificaron sus estrategias de comunicación durante el ejercicio analizado para que el público comprendiera mejor las razones en las que se basan sus decisiones de política monetaria. Este hecho da continuidad a la tendencia, iniciada una década atrás, hacia una mayor transparencia de los bancos centrales.

En mayo de 2007, mucho antes de que estallaran las tensiones en el mercado monetario, el Sveriges Riksbank anunció que iba a proporcionar más información sobre las razones en las que se basaban sus decisiones monetarias. Así pues, celebraría una rueda de prensa después de cada reunión de política

Revisión de la política de comunicación en el Riksbank...

monetaria (y no únicamente cuando se produjeran cambios en las tasas de interés o se publicara un Informe de Política Monetaria, como venía sucediendo) y las actas identificarían quién realizó cada observación en la reunión del Consejo Ejecutivo. Tan sólo unos meses atrás, en febrero, el Riksbank había decidido publicar las proyecciones del Consejo sobre la futura trayectoria de las tasas de interés oficiales (véase el *77º Informe Anual*). En su nueva estrategia de comunicación, el Riksbank decidió además dejar de dar pistas sobre la evolución futura de las tasas de interés en discursos y notas de prensa entre reuniones, al considerarlo innecesario con la nueva información publicada. Sin embargo, este último cambio fue revisado parcialmente en mayo de 2008, en vista de las opiniones expresadas por los participantes en el mercado. Aunque dejó de anunciar con antelación la futura evolución de las tasas oficiales, el Riksbank juzgó útil opinar acerca de cómo influyen en sus perspectivas la evolución económica y la publicación de datos.

... la Reserva Federal...

Otras dos modificaciones importantes de los marcos de comunicación, en la Reserva Federal y el Banco de la Reserva de Australia, también empezaron a gestarse antes de que estallaran las tensiones financieras. Uno de los puntos clave de la nueva estrategia de comunicación de la Reserva Federal, anunciada a mediados de noviembre de 2007, consistía en publicar cuatro veces al año (en vez de dos) las proyecciones económicas elaboradas de forma independiente por cada uno de los miembros del FOMC. Como hasta entonces, las proyecciones se elaborarían suponiendo que la política monetaria era «adecuada». La Reserva Federal haría pública la banda de fluctuación y la tendencia central de estas previsiones, junto con una breve explicación del argumento subyacente. El horizonte de previsión de las proyecciones se amplió también a tres años naturales para transmitir al público la valoración que hacían los miembros del FOMC del comportamiento a largo plazo de la economía estadounidense. En particular, esta ampliación podría dar una idea más clara del nivel de inflación que consideraban compatible con el doble objetivo de máximo empleo y estabilidad de precios. Así, la banda de fluctuación del 1,6%–1,9% para la inflación del GCP en 2010, señalada por la tendencia predominante de las previsiones de octubre, fue muy acorde a las expectativas previas del mercado sobre el objetivo de inflación del FOMC.

... y el Banco de la Reserva de Australia

La nueva estrategia de comunicación del Banco de la Reserva de Australia, dada a conocer en diciembre de 2007, consistía en explicar sus decisiones sobre las tasas de interés, incluso cuando se mantuvieran inalteradas, además de divulgar el acta de las sesiones sobre política monetaria del Consejo. Hasta ese momento, el Banco de la Reserva se había abstenido de explicar las decisiones que no implicaban cambios, puesto que a menudo, aunque no siempre, significaban que el Banco no tenía nuevos datos que comunicar. No obstante, a la luz de la experiencia en otros países, consideró que emitir comunicados cuando se mantuviesen las tasas tendría más ventajas que inconvenientes.

Menos pistas sobre las decisiones de política monetaria inminentes

La mayor incertidumbre sobre las perspectivas de inflación y de crecimiento económico también produjo en el periodo analizado una serie de cambios en la estrategia de comunicación de algunos de los principales bancos centrales. A medida que aumentaba la incertidumbre sobre las perspectivas

económicas, consideraron más difícil o menos conveniente señalar posibles modificaciones de sus tasas de interés. Por ejemplo, el Consejo de Gobierno del BCE mantuvo intactas sus tasas en la sesión de septiembre de 2007, a pesar de que su presidente había utilizado el término «extrema vigilancia» en la sesión informativa a la prensa de la reunión anterior. La utilización de este término había precedido indefectiblemente todos los incrementos de las tasas oficiales desde 2005. En Estados Unidos, en vista de la enorme incertidumbre asociada a las perspectivas económicas, la Reserva Federal dejó de ofrecer su valoración explícita del conjunto de riesgos a partir del comunicado que siguió a la reunión del FOMC en diciembre de 2007.

### *La comunicación en las crisis financieras*

Como en otras crisis anteriores, la primera decisión que tomaron numerosos bancos centrales durante la reciente convulsión financiera fue comunicar al público que seguirían atentamente la situación y adoptarían las medidas pertinentes. Por ejemplo, el BCE y el Banco de Canadá emitieron el 9 de agosto sendos comunicados en este sentido. Este tipo de anuncios pueden resultar más beneficiosos que una inyección de liquidez si sirven para convencer a los agentes del mercado de que la situación está controlada.

Tranquilizar al público...

Los comunicados conjuntos emitidos por varios bancos centrales en diciembre de 2007 y en marzo y mayo de 2008 provocaron en el mercado respuestas positivas, aunque transitorias. Además de especificar las medidas que cada banco central adoptaría, pusieron de manifiesto la disposición y la capacidad de todos ellos de llevar a cabo acciones coordinadas en respuesta a la turbulencia financiera. Uno de los desafíos que plantea la comunicación de los bancos centrales ante una crisis financiera es la posibilidad de que el público interprete la adopción de medidas extraordinarias como un indicio de que la situación del país es peor de lo que se temía. Con la publicación de comunicados conjuntos los bancos centrales posiblemente hayan reducido este riesgo de «señalización negativa», al no incidir sobre las circunstancias de una zona monetaria concreta.

... mediante comunicados conjuntos

La comunicación de los bancos centrales también estuvo parcialmente motivada por la necesidad de explicar sus procedimientos operativos, en particular al ponerse en marcha facilidades de crédito innovadoras. Otro reto fue convencer al público de que las inyecciones extraordinarias de liquidez no suponían *per se* un cambio de orientación de la política monetaria. Al contrario, todos los bancos centrales participantes tuvieron mucho cuidado en distinguir entre la fijación de las tasas de interés por un lado y las políticas diseñadas para redistribuir y mejorar la liquidez del mercado por el otro, aspecto éste que se analiza en el próximo apartado.

Explicar las operaciones de los bancos centrales

### La respuesta de los bancos centrales ante la convulsión financiera

Los bancos centrales ajustaron sus operaciones de política monetaria de forma extraordinaria y sin precedentes en respuesta a la convulsión financiera que estalló en agosto de 2007 (Cuadro IV.2). Cuando a mediados de ese mes las tensiones se extendieron al mercado monetario interbancario, la demanda de

La convulsión obligó a ajustar las operaciones

Medidas adoptadas durante la convulsión financiera							
	ECB	BoJ	Fed	RBA	BoC	SNB	BoE
Operaciones extraordinarias de ajuste (frecuencia, condiciones)	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Operaciones extraordinarias de mercado abierto a largo plazo	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Adelanto de reservas en el periodo de mantenimiento	✓			•	•	✓	
Cambio en la facilidad permanente de crédito			✓				
Ampliación del colateral admisible			✓	✓	✓	✓ <sup>1</sup>	✓
Cambio en las exigencias de liquidez bancaria/saldos objetivo				•	•		✓
Ampliación de contrapartes admisibles			✓				✓ <sup>2</sup>
Incremento o introducción de préstamos de valores			✓				✓

ECB=Banco Central Europeo; BoJ=Banco de Japón; Fed=Reserva Federal; RBA=Banco de la Reserva de Australia; BoC=Banco de Canadá; SNB=Banco Nacional de Suiza; BoE=Banco de Inglaterra; ✓=sí; en blanco=no; •=no procede.

<sup>1</sup> Con efectos a partir del 1 de octubre, pero no a raíz de la convulsión. <sup>2</sup> Sólo para cuatro subastas de financiación a plazo anunciadas en septiembre de 2007, que sin embargo quedaron desiertas.

Fuente: bancos centrales. Cuadro IV.2

liquidez a los bancos centrales de las economías afectadas se volvió más volátil y menos previsible. Esto hizo que los bancos centrales tuvieran bastante dificultad para instrumentar su política monetaria mediante operaciones de mercado abierto y facilidades permanentes estándar, principales instrumentos utilizados diariamente a tal efecto. Además, los mercados interbancarios a plazo, que desempeñan una función fundamental en el sistema financiero y en el mecanismo de transmisión de la política monetaria, se vieron presionados cuando los inversionistas se mostraron reacios a colocar fondos en los mercados monetarios sin garantía más allá de plazos muy cortos. Por último, la liquidez se deterioró en muchos mercados de financiación contra garantías, como ocurrió en marzo de 2008 con los *repos* a corto plazo en dólares, por lo que las instituciones tuvieron problemas para financiar sus tenencias de unos activos que se habían vuelto muy ilíquidos. Todos estos acontecimientos exigían una intervención de los bancos centrales, y en cierta medida eran también propicios a ello. Este apartado describe primero el modo en el que los bancos centrales ajustaron sus operaciones de gestión de liquidez para mantener el control sobre las tasas de interés a un día, después las medidas adoptadas para sustituir las fuentes de financiación afectadas y por último algunas cuestiones que plantean las respuestas de los bancos centrales a las turbulencias financieras.

#### *La gestión de reservas*

Tal y como se explica en el Capítulo VII, las turbulencias financieras hicieron que las entidades de crédito se mostraran mucho más inseguras en cuanto a

sus necesidades de financiación futuras y mucho menos confiadas de poder satisfacerlas rápidamente, debido a la falta de liquidez en los mercados monetarios. Por consiguiente, procedieron a gestionar su liquidez de forma mucho más prudente, por lo que su demanda de financiación a los bancos centrales se volvió más volátil y menos previsible.

Los bancos centrales implementan la política monetaria a través de operaciones periódicas de mercado a corto plazo diseñadas para mantener la oferta de liquidez (depósitos de los bancos comerciales en el banco central) cerca del nivel demandado por las entidades de crédito, manteniendo de este modo las tasas de referencia del mercado cercanas a las tasas objetivo. Cuando la inestabilidad de la demanda complicó la proyección precisa del nivel de oferta necesario, los bancos centrales introdujeron ajustes compensatorios en sus operaciones de provisión de liquidez. El Banco de la Reserva de Australia, el Banco de Canadá, el BCE, el Banco de Japón, el Banco Nacional de Suiza, la Reserva Federal y, a partir de septiembre, el Banco de Inglaterra llevaron a cabo operaciones de mercado al margen de su programa habitual o en volúmenes superiores a los habituales, y tomaron otras medidas para equilibrar la oferta y la demanda de liquidez a la tasa de interés oficial. Por ejemplo, cuando se iniciaron las turbulencias, el BCE y la Reserva Federal modificaron sus operaciones en respuesta a la fuerte presión alcista sobre las tasas a un día, en un entorno de marcada incertidumbre sobre la demanda de fondos. En su primera operación el 9 de agosto en respuesta a la convulsión financiera, el BCE adoptó una medida inusual: satisfacer toda la demanda a la tasa de interés oficial del 4%. Al día siguiente, la Reserva Federal celebró tres subastas independientes de *repos* a un día, la última a primera hora de la tarde, mucho después de su horario habitual.

En la mayoría de los casos, los bancos centrales no inyectaron más liquidez de la necesaria para mantener las tasas de interés de referencia próximas a las tasas oficiales. En todas las regiones afectadas significativamente por la convulsión, los bancos aumentaron, con carácter preventivo, su demanda total de *instrumentos líquidos*, pero el grado en que esto se tradujo en un aumento de la demanda de los *saldos mantenidos en los bancos centrales* dependió del coste de oportunidad de dichos saldos. En Estados Unidos, donde estas reservas no están remuneradas, y en la zona del euro, donde los depósitos que superan el mínimo obligatorio se remuneran a 100 puntos básicos por debajo de la tasa oficial, la demanda de liquidez al banco central no se incrementó de forma perceptible y las inyecciones netas se revirtieron con bastante rapidez en casi todos los casos. La principal excepción fue el periodo de mantenimiento en Estados Unidos a comienzos de agosto, cuando durante algunos días no se absorbió totalmente la liquidez ofrecida y la tasa de interés de los fondos federales se situó en promedio muy por debajo de la tasa objetivo. Por el contrario, en el caso del Banco de Inglaterra, donde cada entidad de crédito fija por adelantado su objetivo de reservas en el banco central (remuneradas a la tasa de interés oficial) dichos saldos registraron un incremento notable a partir del periodo de mantenimiento de septiembre. En el Banco de la Reserva de Australia y el Banco de Canadá, donde las tasas de interés de los depósitos están sólo

La inestabilidad de la demanda de liquidez...

... se atajó con operaciones más frecuentes y de mayor volumen

El papel de la remuneración de las reservas

25 puntos básicos por debajo de la tasa oficial, los depósitos crecieron aunque sólo de forma moderada.

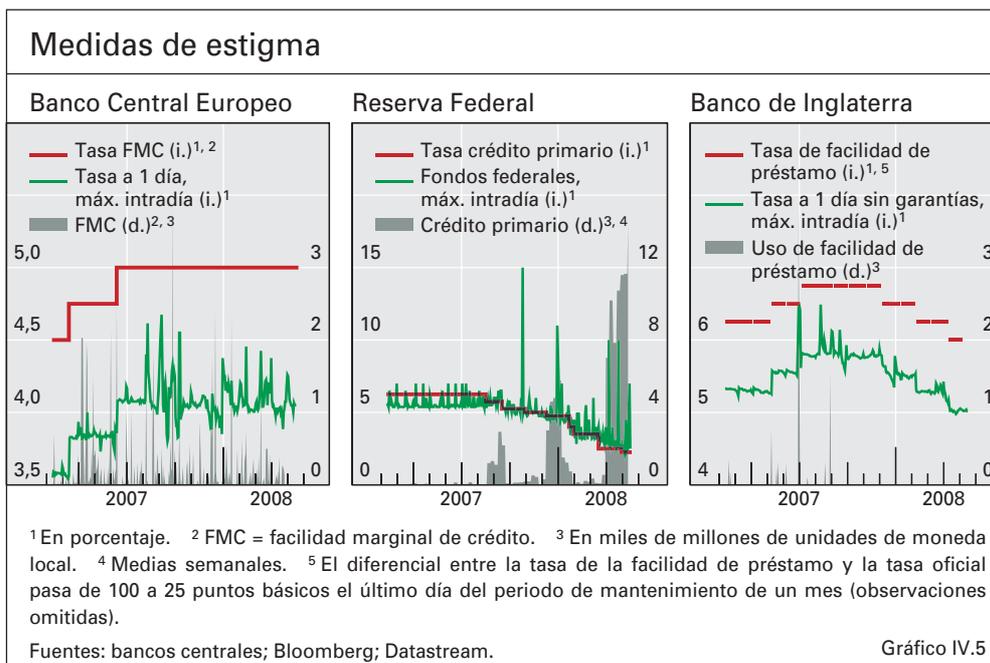
Facilidades permanentes como fuente de liquidez...

Casi todos los bancos centrales disponen de facilidades permanentes de crédito por las que conceden a los bancos préstamos contra activos de garantía a una tasa de interés superior a la oficial. Estas facilidades pueden desempeñar múltiples funciones. Una de ellas es servir de línea de crédito para sus operaciones de mercado abierto en el marco de la implementación de la política monetaria. Al utilizar los bancos esta facilidad, se inyecta liquidez adicional donde se necesita, de modo que la tasa de interés de estos préstamos suele actuar de tope para la tasa interbancaria a un día. Otra función de estas facilidades es la provisión de fondos a entidades que atraviesan problemas idiosincrásicos en la gestión de sus cuentas en el banco central. Asimismo, sirven para suministrar fondos a entidades con problemas temporales de tesorería pero que, por lo demás, son solventes. Y la última función, desempeñada habitualmente por una facilidad independiente, es proporcionar los fondos necesarios para la disolución de una institución financiera con problemas.

En realidad, sólo la Reserva Federal relajó las condiciones de su facilidad permanente (la facilidad de crédito primaria) en respuesta a las turbulencias. Así, redujo el diferencial entre la tasa de interés de la facilidad —o «tasa de redescuento»— y la tasa oficial de 100 a 50 puntos básicos en agosto, y posteriormente a 25 puntos básicos en marzo de 2008. Además, prorrogó el vencimiento autorizado de los préstamos, primero de 1 a 30 días y luego a 90 días. Estos cambios pretendían ofrecer a los bancos mayor seguridad sobre el coste y la disponibilidad de la financiación. La reducción del diferencial buscaba disminuir el potencial para que cualquier rigidez transitoria del mercado interbancario elevara la tasa de los fondos federales, mientras que la prórroga del vencimiento convertía estos préstamos en un sustituto más directo del crédito del mercado monetario a plazo, cada vez más escaso.

... obstaculizadas por el estigma

No obstante, la eficacia de la facilidad permanente de crédito de la Reserva Federal, tanto para contener la tasa de interés a un día como para relajar las presiones sobre el mercado monetario a plazo, quedó muy mermada por la reticencia de las entidades a disponer del crédito ofrecido. Aunque no se publica ninguna información sobre los créditos de la ventanilla de descuento utilizados individualmente, a los bancos comerciales pareció preocuparles que pudiera llegarse a conocer el volumen del crédito dispuesto y que esto se interpretase como un indicio de dificultades financieras. En ocasiones, las entidades de crédito pujaron por préstamos interbancarios a un día y por depósitos en eurodólares a 30 días a tasas muchos puntos porcentuales por encima de la tasa de redescuento (Gráfico IV.5). En el Reino Unido se registraron también casos circunstanciales de operaciones bilaterales a tasas de interés elevadas, en especial tras la provisión de liquidez de emergencia en septiembre a un prestamista hipotecario en apuros, Northern Rock (véase el Capítulo VII). Por el contrario, el «estigma» no supuso un problema tan grande en la zona del euro, quizás porque los préstamos de la facilidad marginal del BCE nunca se han considerado excepcionales.



Por consiguiente, en la zona del euro no se registraron operaciones interbancarias a tasas de interés superiores.

#### *La sustitución de las fuentes de financiación perjudicadas*

En cierto sentido, las medidas para mantener las tasas de interés a un día en niveles cercanos a las tasas objetivo perseguían no sólo implementar la orientación de la política monetaria, sino también solucionar la relativa escasez de oferta en los mercados monetarios a plazo. En concreto, las instituciones financieras podrían mostrarse más dispuestas a prestar a plazo si confiaran en poder financiar sus préstamos a plazo a tasas de interés razonables en el mercado a un día. Asimismo, pujarían de forma menos agresiva por la financiación a plazo si considerasen que los fondos a un día son un sustituto fiable.

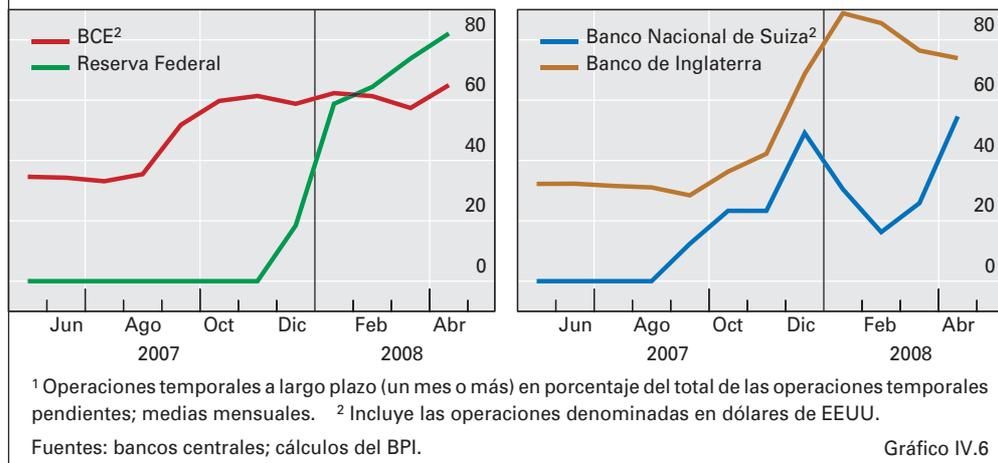
Sin embargo, al propagarse las turbulencias financieras, los bancos centrales dejaron de lado sus esfuerzos por aliviar las presiones en los mercados monetarios a plazo y se centraron en suministrar directamente financiación a plazo. Por ejemplo, el BCE y el Banco Nacional de Suiza introdujeron operaciones de financiación adicionales a tres meses a partir de agosto y septiembre, respectivamente, y el BCE añadió las subastas a seis meses a comienzos de abril. A partir de diciembre, el Banco de Inglaterra celebró subastas a tres meses por importes superiores a los habituales y la Reserva Federal concedió préstamos a un mes a instituciones solventes mediante su nueva facilidad de subastas a plazo (*Term Auction Facility, TAF*). Estas transacciones incrementaron significativamente la proporción de operaciones temporales (de préstamo o *repo*) a más largo plazo sobre el total de operaciones temporales realizadas en estos bancos centrales (véase el Gráfico IV.6).

Las operaciones de los bancos centrales restablecieron el control sobre las tasas de interés de referencia y contribuyeron a relajar las presiones

La presión en los mercados monetarios a plazo...

... llevó a recurrir a operaciones con vencimiento más largo...

### Proporción de operaciones temporales a largo plazo en algunos bancos centrales<sup>1</sup>



... e indujo cambios en las garantías admisibles

en los mercados monetarios a plazo, en gran medida al suplir la deficiente distribución de liquidez que ocasionó el mermado funcionamiento del mercado interbancario. En varios casos, los bancos centrales ampliaron la gama de garantías admisibles y, en otros, la relación de entidades de contrapartida con las que realizan sus operaciones, lo que permitió a los agentes financiar instrumentos cuyos mercados sufrían un grave desajuste. El Banco de Canadá decidió en agosto aceptar temporalmente como garantía en sus operaciones de mercado todos los valores que admitía en su facilidad permanente. En septiembre y octubre, el Banco de la Reserva de Australia amplió la lista de garantías para sus operaciones habituales y su facilidad *repo* a un día a fin de incluir una gama más amplia de títulos bancarios, así como bonos de titulización hipotecaria y efectos comerciales garantizados por activos. A partir de septiembre, el Banco de Inglaterra celebró la primera de cuatro subastas extraordinarias a tres meses que admitían una gama de garantías más amplia de lo habitual y para un conjunto mayor de entidades de contrapartida. En diciembre, amplió también la relación de garantías que aceptaría en sus operaciones habituales a tres meses. También en diciembre, la TAF de la Reserva Federal proporcionó financiación mediante subasta a las entidades depositarias contra el tipo de activos de garantía admitidos en la ventanilla de descuento, ampliando así significativamente la relación de entidades de contrapartida y de colateral admisibles en comparación con el resto de sus operaciones de mercado abierto.

Iniciativas internacionales conjuntas en diciembre de 2007...

La TAF fue una de las muchas medidas adoptadas por los bancos centrales de cinco zonas monetarias (Banco de Canadá, BCE, Banco Nacional de Suiza, Reserva Federal y Banco de Inglaterra) después del comunicado conjunto emitido el 12 de diciembre. Otra fue la creación de líneas de *swaps* de divisas entre la Reserva Federal por un lado y el BCE y el Banco Nacional de Suiza por el otro. Estos dos últimos utilizaron las líneas para financiar subastas ordinarias de financiación en dólares a plazo en sus respectivas jurisdicciones. Lo recaudado ayudó a las entidades bancarias de la zona del euro y de Suiza a satisfacer sus necesidades de financiación en dólares,

lo que les había resultado más difícil por el desajuste del mercado de *swaps* de divisas (véase el Capítulo V). El deseo de las entidades bancarias europeas de obtener financiación en dólares a comienzos de la jornada bursátil estadounidense se traducían por la mañana en una considerable presión al alza sobre las tasas de interés a un día, lo que complicaba los esfuerzos de la Reserva Federal por implementar la orientación de su política monetaria. Tras iniciarse las subastas de dólares, estas presiones se disiparon temporalmente. Los bancos centrales europeos prosiguieron en enero las subastas de financiación en dólares a plazo, pero las suspendieron en febrero al apreciarse una mejora en las condiciones del mercado.

Sin embargo, la tregua no duró mucho. A mediados de marzo, las condiciones del mercado financiero volvieron a deteriorarse y los bancos centrales adoptaron una serie de medidas adicionales para financiar los activos ilíquidos en manos de instituciones financieras. La Reserva Federal incrementó considerablemente el volumen de financiación de la TAF y prorrogó el vencimiento máximo de sus *repos* de dos semanas a un mes. Asimismo, los mismos bancos centrales que habían adoptado medidas coordinadas en diciembre emitieron un comunicado conjunto anunciando nuevas iniciativas. Las líneas de *swaps* transatlánticas aumentaron su volumen y el BCE y el Banco Nacional de Suiza reanudaron sus subastas de préstamos en dólares. Además, la Reserva Federal creó una nueva facilidad de préstamo de valores a plazo (*Term Securities Lending Facility*, TSLF) que permitía a los *primary dealers* (en torno a 20 sociedades de valores que participan en las operaciones de mercado abierto) tomar prestados bonos del Tesoro de la Reserva Federal de Nueva York contra determinados valores menos líquidos, como algunos bonos de titulización hipotecaria privados de elevada calificación que no se admitían en las operaciones de mercado abierto.

En los días siguientes, la Reserva Federal hizo uso de su autoridad para prestar a entidades no depositarias por primera vez desde los años 30. En primer lugar, el 14 de marzo prestó fondos para facilitar la adquisición del banco de inversiones Bear Stearns, que estaba a punto de quebrar, por JPMorgan Chase. Posteriormente, el domingo 16 de marzo, creó la facilidad de crédito para *primary dealers* (*Primary Dealer Credit Facility*, PDCF), que proporciona préstamos a un día a la tasa de descuento a este tipo de intermediarios, aceptando como garantía una serie de valores privados y públicos de alta calificación. Esta facilidad se diseñó para que los *primary dealers* tuvieran más fácil proporcionar financiación (a través de *repos*) en los mercados de productos titulizados. Mientras que la TAF había permitido a las entidades con acceso a la ventanilla de descuento utilizar un tipo de operación de mercado abierto, la PDCF ampliaba la facilidad permanente de crédito a las entidades participantes en las operaciones de mercado abierto. En consecuencia, las dos nuevas facilidades reorientaron el marco operativo de la Reserva Federal para ofrecer operaciones de mercado y facilidades permanentes a un amplio y homogéneo conjunto de entidades y contra una gama de garantías más homogénea.

... y de nuevo en marzo de 2008

Préstamos de la Fed a instituciones no depositarias

El Banco de Inglaterra introdujo mecanismos de canje de valores

A mediados de abril, el Banco de Inglaterra introdujo también un mecanismo de canje de valores en un esfuerzo por mejorar la liquidez de aquellos bancos que soportaban un exceso de activos que se habían vuelto muy ilíquidos. Más concretamente, introdujo un programa especial de liquidez (*Special Liquidity Scheme*) por el que las entidades bancarias podían permutar activos de gran calidad pero temporalmente ilíquidos por letras del Tesoro británicas. Los *swaps* se ofrecieron a los bancos durante un intervalo de seis meses y con vencimientos de hasta tres años. A comienzos de mayo, los principales bancos centrales emitieron otro comunicado conjunto. Entonces, las líneas de *swaps* transatlánticas y las correspondientes subastas de dólares volvieron a incrementar su volumen y la Reserva Federal amplió la relación de valores aceptados en la TSLF para incluir otro tipo de bonos de titulación de elevada calificación.

En la actualidad, resulta difícil evaluar la eficacia de las operaciones de los bancos centrales como respuesta a las turbulencias financieras. Por un lado, han logrado contener el repunte de la volatilidad de las tasas de mercado objetivo, a pesar de la demanda de liquidez menos previsible y de la pérdida de eficacia de algunas facilidades permanentes para fijar un tope sobre éstas. Por el otro, los diferenciales del mercado monetario a plazo siguen siendo muy elevados en perspectiva histórica, incluso admitiendo cierto ajuste al alza desde los niveles, tal vez demasiado bajos, anteriores a la convulsión financiera. Sin duda, parte del incremento de los diferenciales refleja la preocupación por el riesgo de crédito de contraparte, que no puede disiparse por completo con las intervenciones de los bancos centrales. Sin embargo, los diferenciales a plazo se han mantenido elevados, aun cuando se han reducido los diferenciales de crédito para instituciones financieras, lo que indica que no se han superado del todo las preocupaciones por la liquidez a pesar de las medidas sin precedentes adoptadas hasta la fecha por los bancos centrales.

#### *Cuestiones planteadas por la respuesta de los bancos centrales a la convulsión financiera*

La intervención conlleva costes...

Los bancos centrales se enfrentan a un dilema a la hora de decidir si intervienen o no para resolver una crisis financiera, puesto que las intervenciones comportan tanto costes como beneficios. Entre los primeros hay costes financieros directos, como aquellos en los que se incurre al proporcionar una garantía *ex post* a instituciones o inversionistas. Otros costes, posiblemente más importantes a la larga, están relacionados con el riesgo moral vinculado a la intervención: la posibilidad de que los agentes del mercado asuman más riesgos, aumentando con ello la probabilidad y posibles costes de intervenciones futuras, en cuanto entienden que los bancos centrales intervendrán en su apoyo.

Las distintas medidas que puedan adoptar los bancos centrales conllevan niveles diferentes de riesgo moral y financiero. Entre las decisiones tomadas durante las recientes turbulencias, la que probablemente comportó menos riesgo moral fue la gestión más activa de la liquidez dentro de los marcos existentes, diseñada para mantener las tasas de interés de referencia del

mercado cerca de las tasas objetivo. La ampliación de los activos de garantía y de las entidades de contrapartida admisibles probablemente implicó un nivel relativamente superior de riesgo moral y algunos riesgos financieros, aunque en principio lo primero habría quedado contenido hasta cierto punto al haberse ejecutado la mayoría de las operaciones en el mercado abierto, con precios fijados en subastas. Por lo que respecta al riesgo financiero, la cesta de activos de garantía pignorados a favor de los bancos centrales entrañó mayor riesgo y menor liquidez, aunque es probable que el incremento del riesgo para los bancos centrales haya sido moderado, en parte por haber aplicado amplios descuentos a los activos con más riesgo o menor liquidez a la hora de determinar el volumen del crédito que estaban dispuestos a ofrecer a cambio. Los peores efectos del riesgo moral probablemente se asociaron a los préstamos concedidos para «rescatar» a entidades en apuros. En tales casos, los bancos centrales suelen imponer los mayores costes posibles a accionistas, acreedores y directivos, mientras permiten a la entidad seguir desarrollando sus actividades. Sin embargo, es inevitable que los costes para accionistas y acreedores sean inferiores a lo que habrían sido en caso de haberse producido una quiebra descontrolada.

La principal ventaja de una intervención es que puede evitar o mitigar una crisis financiera capaz de restringir significativamente la disponibilidad de crédito y deteriorar la confianza de empresas y hogares, con la consiguiente disminución de la actividad económica, el empleo, la riqueza y, por ende, el bienestar social. Para calcular este beneficio hay que valorar no sólo los posibles costes evitados, sino también la probabilidad de que las eventuales estrategias de intervención resulten eficaces.

Otra ventaja de algunas medidas adoptadas por los bancos centrales para contener una crisis financiera es que podrían hacer menos necesarias en el futuro otras medidas que comporten un riesgo moral o financiero aún mayor. Por ejemplo, la adopción de medidas tempranas y dinámicas para inyectar liquidez a través de las operaciones de mercado puede hacer innecesaria más adelante la ayuda de emergencia en forma de préstamos.

Quizás no sea posible calcular con exactitud y en tiempo real los costes y beneficios que pueden provocar determinadas medidas ante situaciones que a menudo evolucionan con rapidez. En último término, cualquier decisión exigirá un notable ejercicio de discernimiento. Aun así, la fijación de objetivos por adelantado y la definición de los futuros costes y beneficios de la intervención son esenciales para estructurar y facilitar incluso los procesos de toma de decisiones más urgentes.

Las intervenciones recientes para fomentar el buen funcionamiento de los mercados monetarios a plazo y de los mercados de *repos* podrían llevar a pensar que los bancos centrales intervendrán para prestar ayuda a otros mercados o instituciones en situaciones parecidas, una opinión que podría incrementar aún más el riesgo moral. La transparencia de los bancos centrales sobre sus objetivos y principios a la hora de gestionar la convulsión financiera podría ayudar a evitar cualquier aumento de sus atribuciones. También podría ser útil planificar con antelación las estrategias para poner fin a las operaciones extraordinarias.

... y también beneficios...

... como evitar una intervención más costosa en el futuro

Es difícil sopesar costes y beneficios en tiempo real...

... pero la claridad de los objetivos puede limitar un aumento de sus atribuciones

La respuesta  
siempre exigirá  
innovación

No cabe duda de que la próxima crisis financiera presentará características inesperadas y exigirá a los bancos centrales respuestas que no pueden prepararse de antemano. De ahí que quizás no sea posible diseñar marcos operativos que incluyan un conjunto completo de procedimientos de contingencia. Hasta cierto punto, la adecuada gestión de las crisis financieras dependerá de si los bancos centrales conservan su capacidad de innovación. En este sentido, será decisivo mantener un estrecho contacto con los agentes del mercado y buenos canales de comunicación con otros organismos financieros y bancos centrales, así como disponer de un personal bien informado, con el fin de garantizar la rápida obtención, intercambio y comprensión de la información sobre las nuevas circunstancias.