



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

# **BANCOS CENTRALES Y LA CREDIBILIDAD DE LA POLÍTICA MONETARIA: DIFERENCIAS ENTRE EL BCE Y LA FED**

Autor: Covadonga Romero Eyaralar

Director: Cristina Lozano Colomer

MADRID | Abril 2020

<b>ÍNDICE DE GRÁFICOS</b> .....	<b>4</b>
<b>RESUMEN</b> .....	<b>5</b>
<b>PALABRAS CLAVE</b> .....	<b>5</b>
<b>GLOSARIO DE ABREVIATURAS</b> .....	<b>6</b>
<b>I. INTRODUCCIÓN</b> .....	<b>7</b>
<b>1.1. Objetivos</b> .....	<b>7</b>
<b>1.2. Metodología y estructura</b> .....	<b>7</b>
<b>II. BANCOS CENTRALES</b> .....	<b>8</b>
<b>2.1 Qué son</b> .....	<b>8</b>
<b>2.1.1. Independencia</b> .....	<b>9</b>
<b>2.1.2. Credibilidad</b> .....	<b>10</b>
<b>2.2. El Banco Central Europeo</b> .....	<b>10</b>
<i>2.2.1. Objetivo</i> .....	<b>10</b>
<i>2.2.2. Estructura orgánica</i> .....	<b>12</b>
<i>2.2.3. Política fiscal</i> .....	<b>13</b>
<i>2.2.4. Independencia</i> .....	<b>13</b>
<b>2.3 La Reserva Federal</b> .....	<b>14</b>
2.3.1. Objetivos .....	<b>14</b>
2.3.2. Estructura orgánica.....	<b>16</b>
<b>III. POLÍTICA MONETARIA</b> .....	<b>17</b>
<b>3.1. Introducción</b> .....	<b>17</b>
<b>3.2. Mecanismos de transmisión</b> .....	<b>18</b>
<b>3.3. Política monetaria expansiva</b> .....	<b>20</b>
<b>3.4. Respuesta de la Reserva Federal ante la crisis de 2008</b> .....	<b>21</b>
<b>3.4.1. Medidas de política monetaria</b> .....	<b>21</b>
<b>3.4.2. Efectos</b> .....	<b>25</b>
3.4.2.1. Evolución PIB .....	<b>25</b>
3.4.2.2. Evolución tasa de desempleo .....	<b>26</b>
3.4.2.3. Evolución IPC .....	<b>27</b>
<b>3.5. Respuesta del Banco Central Europeo</b> .....	<b>27</b>
<b>3.5.1. Medidas de política monetaria</b> .....	<b>28</b>
<b>3.5.2. Efectos</b> .....	<b>33</b>
3.5.2.1. Evolución PIB .....	<b>33</b>
3.5.2.2. Evolución tasa de desempleo .....	<b>34</b>
3.5.2.3. Evolución IPC .....	<b>35</b>
<b>IV. FORWARD GUIDANCE</b> .....	<b>35</b>
<b>4.1. Introducción y relación con credibilidad</b> .....	<b>35</b>

<b>4.2. Concepto, características y clases .....</b>	<b>36</b>
<b>4.3. La Reserva Federal y la Forward Guidance .....</b>	<b>39</b>
<b>4.4. El BCE y la Forward Guidance .....</b>	<b>43</b>
<b>4.5. Funcionamiento .....</b>	<b>45</b>
<b>4.6. Evaluación .....</b>	<b>46</b>
<b>4.7. Desafíos .....</b>	<b>47</b>
<b>V. CONCLUSIONES .....</b>	<b>49</b>
<b>BIBLIOGRAFÍA .....</b>	<b>52</b>

## ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Tipo de interés de los fondos federales (2008-2020) .....	22
Gráfico 2: Activos en el balance de la Reserva Federal en billones de dólares (2008-2020) .....	24
Gráfico 3: Impacto política monetaria FED en PIB (2008-2017) .....	25
Gráfico 4: Impacto política monetaria FED en tasa de desempleo (2008-2017) ..	26
Gráfico 5: Impacto política monetaria FED en inflación (2008-2017) .....	27
Gráfico 6: Tipo de interés principal de refinanciación (2008-2020) .....	29
Gráfico 7: Tipo de interés facilidad marginal de crédito .....	29
Gráfico 8: Tipo de interés facilidad marginal de depósito .....	30
Gráfico 9: Impacto política monetaria BCE en PIB (2008-2017) .....	33
Gráfico 11: Impacto política monetaria BCE en tasa de desempleo (2008-2017)	34
Gráfico 12: Impacto política monetaria FED en inflación (2008-2017) .....	35

## RESUMEN

El presente trabajo analiza la evolución sufrida por los bancos centrales raíz de la crisis de 2008, en particular, el Banco Central Europeo y la Reserva Federal. Para ello, se ha analizado qué es un banco central y cómo opera. Asimismo, se han estudiado las instituciones norteamericana y europea, las respuestas dadas a la crisis por medio de sus políticas monetarias, y el impacto de estas en sus respectivas economías. Tras haber analizado estas, marcadas por el agotamiento de los instrumentos tradicionales, se ha atendido a una herramienta de política monetaria concreta, la forward guidance, que pone en valor y también en juego la credibilidad de los bancos centrales. El trabajo concluye que esta herramienta cobrará relevancia con la necesaria reorientación que precisan los bancos centrales fruto de las severas medidas tomadas en la última década.

**Palabras clave:** *Banco central, FED, Banco Central Europeo, política monetaria no convencional, política monetaria expansiva, Forward Guidance*

## ABSTRACT

This paper analyses the evolution of central banks' monetary policy implemented in order to face the 2008 crisis, in particular, the European Central Bank and the Federal Reserve. In order to do so, the paper starts by stating what a central bank is and how it operates. Afterwards, the North American and European institutions are studied, as well as the responses given to the crisis through their monetary policies, and the impact of these on their respective economies. After having analyzed the policies implemented and concluding that it results in the depletion of the instruments of conventional monetary policy, a more exhaustive approach on the term credibility is made by examining the innovative and unconventional monetary policy tool "forward guidance", which does not only make use of the credibility of the institution but puts it stake by doing so. The paper concludes that this tool will become relevant with the necessary upcoming reorientation of central banks course of action as a result of the severe measures implemented in the last decade.

**Key words:** *Central Bank, FED, ECB, unconventional monetary policy, expansive monetary policy, forward guidance*

## **GLOSARIO DE ABREVIATURAS**

APP	Asset Purchase Program
BC	Banco Central
BCE	Banco Central Europeo
BCN	Banco Central Nacional
CBPP	Covered Bonds Purchase Program
FED	Reserva Federal
FMI	Fondo Monetario Internacional
IPC	Índice de Precios al Consumo
FOMC	Comité Federal de Mercado Abierto
PIB	Producto Interior Bruto
QE	Quantitative Easing
SEBC	Sistema Europeo de Bancos Centrales
TLTRO	Targeted Long Term Repurchase Operations
UE	Unión Europea

# **I. INTRODUCCIÓN**

## **1.1. Objetivos**

Los bancos centrales han sido unos de los grandes protagonistas en la respuesta a la crisis de 2008, que han atajado mediante la implementación de una política monetaria expansiva sin precedentes. Esta respuesta ha dejado, no obstante, desabastecido o debilitado su arsenal de herramientas para actuar en caso de una próxima crisis. A lo que se aspira en este trabajo es estudiar esta evolución, para luego examinar un novedoso instrumento en concreto, del que se ha hecho uso y que parece que cobrará relevancia en el marco de actuación de las políticas monetarias actuales del Banco Central Europeo (en adelante BCE) y la Reserva Federal (en adelante FED).

Por lo tanto, los objetivos de este trabajo serán:

1. Realizar un análisis descriptivo y comparativo de las estructuras y funcionamientos del Banco Central Europeo y la Reserva Federal.
2. Analizar como ejecutan su política monetaria desde el desencadenamiento de la crisis hasta la recuperación de sus economías.
3. Analizar los efectos de estas políticas en sus respectivas economías.
4. Introducir y definir la Forward Guidance y su vinculación con la credibilidad.
5. Analizar el uso de esta por ambos bancos centrales, y su evolución a lo largo de la crisis.
6. Atender a los desafíos que plantea su uso.

## **1.2. Metodología y estructura**

Para ello, se obtendrá y contrastará información de los principales organismos, como la FED, BCE, Banco Mundial y FMI, así como la literatura que estudia la cuestión. De igual manera, se procederá a un análisis de tipo cuantitativo en lo que respecta a la efectividad de la política monetaria.

Para ello, se comenzará por entender qué es un banco central y cuáles son sus funciones. A continuación, se hará un estudio descriptivo y de carácter comparativo de ambas autoridades monetarias, que permitirá entender las diferencias entre estas, y como estas

se ven reflejadas tanto en la implementación de medidas como en los efectos que estas producen.

Posteriormente, dado que la base principal de la reacción monetaria ante la crisis es la adopción de una política monetaria expansiva, se estudiará en qué consiste esta, qué efectos persigue, y de qué instrumentos disponen los bancos centrales para llevarla a cabo.

A continuación, se analizarán las respuestas concretas dadas tanto por la Reserva Federal como por el BCE. Con la búsqueda, comparación y exposición de la información obtenida tanto de organismos oficiales como de la literatura, se llegará a conclusiones que expliquen el efecto buscado con las medidas, la interconexión entre estas, y dada la similitud entre ambos bancos centrales, el porqué de las diferencias en su efectividad.

Posteriormente, el estudio se adentrará en una herramienta concreta dentro del acervo de medidas de que disponen las autoridades monetarias, desde una perspectiva cualitativa. Así, se definirá la Forward Guidance y su vinculación de con la credibilidad, recurriendo a la literatura que ha estudiado la cuestión.

Una vez entendida la misma y las clases que existen, se analizará la modalidad adoptada por ambas autoridades monetarias, a través del análisis de los discursos pronunciados por sus mandatarios desde que esta se pone en marcha. Por último, se investigarán los retos que el empleo de esta tiene, y cómo los bancos centrales pueden hacerles frente.

## **II. BANCOS CENTRALES**

### **2.1 Qué son**

El impacto de las modificaciones en la oferta monetaria y en otras variantes macroeconómicas se ha probado relevante en referencia a las variables económicas más importantes, como el empleo, el crecimiento y el nivel y grado de estabilidad de precios. El control de esta oferta monetaria y la manipulación de los tipos de interés ha sido, en la mayor parte de los países, no relegada a los movimientos de las fuerzas del mercado, sino confiada a los bancos centrales de cada país (Handa,2008).

Los bancos centrales (en adelante BC) se constituyen e implementan sus políticas en torno a sus objetivos. Los objetivos de estos difieren, teniendo rasgos distintivos en función de diversos factores, determinados por sus autoridades legislativas.

Si bien, existe también un alto grado de similitudes entre los respectivos objetivos de cada banco. De igual manera, existiendo también un alto grado de flexibilidad y autonomía por parte de cada banco central para actuar conforme a sus objetivos, estos se enfrentan y presentan conflictos en torno a su independencia, credibilidad, y consistencia temporal de sus políticas.

Así, por banco central ha de entenderse que es una institución que vela por el funcionamiento del sistema financiero. Es el responsable de determinar cuánto dinero hay en circulación, y de la política monetaria — a través de la cual establece el nivel de tipos de interés adecuado en función de cómo está el ciclo económico —.

### ***2.1.1 Independencia***

Los bancos centrales se caracterizan además por ser organismos independientes de toda institución gubernamental, de manera que no solo la orientación de sus políticas, sino la eficacia de estas de cara a conseguir sus objetivos, se garanticen.

Así, dado que el gobierno desempeña su función en torno a una gran variedad de objetivos, como puede ser la emisión de deuda pública o la presupuestación de déficits fiscales, se entiende que solamente siendo independiente el banco central de los dictados del gobierno, podrá hacer efectivo y consistente el logro de sus objetivos, evitando que el gobierno utilice las herramientas de las que disponen los bancos centrales para fines distintos de los que fueron creadas.

Se suele diferenciar entre independencia legal e independencia práctica, que aluden a los factores medidos para determinarla (Handa, 2008). Así, prácticamente todos los bancos centrales del mundo cuentan con regulación que determina por imperativo legal esta independencia. Si bien, cuestiones como el procedimiento de nombramiento de los directores de los BC, la duración de sus mandatos y su relación con los poderes legislativo y ejecutivo, son determinantes. Uno de los indicadores a los que se suele hacer referencia en aras de analizar esta independencia es la ratio de rotación de los directores.

La independencia, pues, no suele lograrse por impositivo legal, sino por su aceptación, respeto y defensa por los partidos políticos mayoritarios. Por otro lado, el propio BC se juega esta aceptación con su actuación, con lo que sus miembros habrán de demostrar su integridad y compromiso, y sus políticas habrán de ser transparentes en términos de publicidad y consistencia con el marco de sus objetivos.

### ***2.1.2. Credibilidad***

La actuación y protagonismo de los bancos centrales en interés y con objeto de superación de la crisis financiera de 2008 ha derivado en su relevancia y poder sobre la situación económica de los países. Las políticas llevadas a cabo, así como la innovación en sus mecanismos para afectar en los mercados, resulta en que, a día de hoy, la credibilidad de los bancos centrales sea objeto de preocupación y que, por ello, de igual manera que el resto de los miembros del mercado, ningún gestor se atreva a tener una opinión sobre el mercado sin concebir cuál puede ser el siguiente movimiento de estos (Stella, 2005).

## **2. 2. El Banco Central Europeo**

El Banco Central Europeo es la institución encargada de diseñar la política monetaria de la zona Euro — área que comprende los Estados Miembros de la UE que han adoptado el euro —, desde su creación en 1999.

Si bien originariamente se crea como órgano rector de la política macroeconómica resultante de la unión monetaria de todos los países miembros de la Unión Europea, las diferencias latentes entre los Estados Miembros (en adelante EM) con relación a la cesión de competencias en materia monetaria hacen que sea necesario diferenciar entre los Estados miembros de la Unión Europea, y los Estados miembros de la Unión Económica y Monetaria. Dado que puede llevar a confusión, es preciso diferenciar entre el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC); que es el que figura en los Tratados al haberse estos redactado pensando en una moneda común para toda la UE, y el Eurosistema; formado por los bancos centrales nacionales de los países miembros del Euro y el Banco Central Europeo. En el idílico escenario de que todos los Estados se adhiriesen al sistema común, no cabría el término Eurosistema, pero hasta entonces, es preciso diferenciarlos (BCE, 2011).

### ***2.2.1. Objetivos***

El Eurosistema pues está conformado por los bancos centrales nacionales de los países con euro— 11 en un inicio y 19 actualmente—, y el Banco Central Europeo.

Desde su creación, el BCE fija como su objetivo el aseguramiento de la estabilidad de precios, a través de las modificaciones en la política monetaria, sobre la que tiene la competencia atribuida<sup>1</sup>. Esta estabilidad de precios se mide en términos cuantitativos, entendida como un incremento interanual del índice armonizado de precios de consumo de la zona del euro inferior al 2 % a medio plazo (BCE, 2011). Es decir, tanto la inflación por encima del 2% como la deflación o las tasas próximas a ella serán incompatibles con el mandato de la institución.

Si bien este es el principal objetivo que fundamenta su creación, a raíz de la crisis de 2008, el Banco Central Europeo adquiere protagonismo en el panorama financiero, siéndole más tarde — en 2014 — atribuidas funciones referidas a la supervisión de entidades de crédito, tanto en lo que respecta a prevención a través de programas de solvencia, como en asesoramiento en procedimientos de reestructuración y resolución bancaria.

A efectos de comprender en profundidad el funcionamiento del BCE y sus diferencias con la FED, conviene analizar su estructura interna y organización, y más en particular el referido al diseño e implementación de la política monetaria, por su relación con el tema que nos atañe: la credibilidad.

Así, si bien el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (TFUE, 2009) atribuye al Sistema Europeo de Bancos Centrales una pluralidad de objetivos — desarrollo sostenible de Europa basado en un crecimiento económico equilibrado y la consecución de una economía social de mercado altamente competitiva — establece una jerarquía entre estos, posicionando la estabilidad de precios como el principal en la cúspide de la pirámide.

Es por tanto a través de este precepto que se sientan las bases sobre la función, límites y alcance de la política monetaria imperante en la zona euro, que se desarrollará en torno a este objetivo, e instrumentalizará y articulará en torno a sus pilares y mecanismos

---

<sup>1</sup> En la Unión Europea, dado que los Estados Miembros ceden su soberanía sobre ciertas materias, es fundamental la atribución de competencias, en tanto esta determina el carácter vinculante y la actuación de un determinado organismo.

### ***2.2.2. Estructura orgánica***

Dentro de la estructura orgánica del Banco Central Europeo existen tres órganos: el Consejo de Gobierno y el Comité Ejecutivo – conocidos como órganos rectores por ser estos el seno de la toma de decisiones – y el Consejo General.

El Comité Ejecutivo está formado por el presidente, el vicepresidente y otros cuatro miembros nombrados por los dirigentes de los países de la zona del euro. Este se encarga, principalmente, de preparar las reuniones del Consejo de Gobierno y de implementar la política monetaria e impartir las instrucciones precisas a los diferentes bancos centrales de la zona Euro, conforme a las decisiones adoptadas y según los criterios orientativos marcados por el Consejo de Gobierno.

El Consejo de Gobierno, compuesto por los integrantes del Comité ejecutivo, junto con los gobernadores de cada Banco Central Nacional. Este se encarga, como venimos adelantando, tanto de adoptar las orientaciones y criterios necesarios para implementar correctamente la política monetaria, como de diseñar esta misma.

El Consejo General, por su parte, se presenta como el tercer pilar del BCE, si bien no tiene atribuidas competencias con respecto a la política monetaria, debido a su naturaleza. La existencia de este es en un origen temporal. Este existe en la medida en que siga habiendo Estados Miembros que no se acojan a la moneda común, como ocurre y ocurrirá. Por tanto, no es relevante a efectos de política monetaria, sino que se encarga de reforzar la coordinación de las políticas de los Estados no participantes de la Unión Monetaria<sup>2</sup> con objeto de garantizar la estabilidad de precios, recopilar información y realizar informes.

Por último, el Eurosistema está conformado por comités asesores integrados por expertos procedentes tanto de los bancos centrales nacionales como del central europeo, que se encargan del asesoramiento técnico y formación de opiniones de los órganos de gobierno encargados de diseñar la política monetaria.

---

<sup>2</sup> Estados parte de la UE que siguen manteniendo su propia moneda son Bulgaria, Croacia, Rumanía, Hungría Polonia, República Checa, Suecia y Dinamarca. Reino Unido tampoco llegó a adherirse.

### ***2.2.3 Política Fiscal***

En lo que respecta a la política en materia fiscal, los EM no han cedido competencias en este área, por lo que la conjugación entre política monetaria y fiscal propuesta por la teoría macroeconómica general no se da de una manera acusada. Es decir, el que la política monetaria de la zona euro no se vea acompañada de una política fiscal armonizada y lo suficientemente “fuerte”, sin duda afecta a la efectividad del BCE a la hora de crear impacto en variables como el crecimiento o el PIB. De hecho, los dirigentes de la institución europea vienen demandando desde hace ya un tiempo más compromiso por parte de los gobiernos de los Estados Miembros a efectos de que la Unión se comporte de manera única y siga la misma senda hacia un crecimiento sostenible y equilibrado.

### ***2.2.4. Independencia***

La independencia en un Banco Central, como apuntábamos previamente, es esencial de cara a la efectividad de su actuación, y primordialmente, de cara al mantenimiento de la estabilidad de precios. El BCE consagra su independencia en la redacción del artículo 130 TFUE. Este prohíbe expresamente el que tanto miembros del BCE como de los BCN soliciten o acepten recomendaciones o guías por parte de ningún organismo, institución o Gobierno ni de la UE ni de los Estados Miembros. De igual manera, solicita a estas instituciones europeas y nacionales su compromiso a mantenerse al margen de instruir o influir en las decisiones de los miembros del BCE.

Por otro lado, se toman precauciones y adoptan garantías en el sentido de la independencia en cuanto el funcionamiento orgánico y presupuestario del BCE, separando por un lado sus cuentas y presupuestos de la UE al vincularlos a los BCN, y por otro prolongando temporalmente sus mandatos con objeto de aislarlos de posibles influencias políticas. (BCE, 2011)

El BCE se ocupa también de mantenerse como una entidad transparente e independiente al auto imponerse exigencias informativas ante la Comisión y el Parlamento Europeo, órganos representativos de la soberanía popular de la ciudadanía europea.

## 2.3. La Reserva Federal

La reserva federal, creada en 1913, es el banco central de Estados Unidos. Esta, a diferencia del BCE, goza de una dilatada historia, en la que se puede apreciar una evolución desde sus inicios, marcada por el propio desarrollo producido por el entorno macroeconómico, el sistema monetario internacional, y las funciones de los bancos centrales en el siglo XX.

### 2.3.1. Objetivos:

En un inicio, y asimilable al Banco de Canadá y al Banco de Inglaterra, perseguía un amplio abanico de objetivos. Se pueden diferenciar dos grandes etapas o fases, marcadas por el cambio en la filosofía y pensamiento monetario de la época.

Así, entre 1940 y 1980, la FED, y por extensión, el Banco de Canadá y el Banco de Inglaterra, actuaban entorno a una gran variedad de objetivos. Por un lado, los relativos a sus respectivas monedas, tanto en términos de valor interno – nivel de precios – como al externo – el precio expresado en otras monedas, o *exchange rate*. Por otro lado, centraba sus políticas en torno a variables reales como la reducción y mantenimiento del desempleo, el crecimiento económico, y la inflación.

Sin embargo, a partir de la mitad de los años 80, la teoría Keynesiana se pone en tela de juicio, a la vez que se produce una revisión de la teoría clásica (Handa, 2008). Así, surgen las primeras hipótesis de lo que se denominará la teoría de las expectativas racionales<sup>3</sup>.

Ambas corrientes dan lugar a la redirección de los objetivos y actuaciones de Bancos Centrales como la Reserva Federal. Si bien el objetivo concreto de estabilización de precios cobra relevancia, es preciso aclarar la diferencia entre la prioridad que le da la institución norteamericana con respecto a la europea.

---

<sup>3</sup> Teoría que sugiere que los agentes económicos establecen sus propias expectativas en base a la información y experiencia disponible. Hace que se puedan adelantar a las medidas tomadas por el Gobierno o banco central, y reduce las posibilidades de que puedan ser engañados.

La FED entiende la estabilidad de precios como un fin en sí mismo, y en ningún caso excluyente. Esta promueve el crecimiento, en el sentido de que objetivos moderados de inflación derivan en unas condiciones monetarias bajo las cuales existe una mayor maniobra en caso de “shocks”, y que a su vez fomentan el progreso económico a largo plazo. Así, bajo un contexto de prolongada y controlada baja inflación, las políticas monetarias tienen más impacto y más capacidad de influir en el crecimiento de la producción y el sostenimiento del empleo desde un punto de vista en el largo plazo (Howells, 2013).

Por lo tanto, una de las grandes diferencias entre el BCE y la FED es la clara y directa orientación del primero de cara a la estabilidad de precios, con respecto al segundo, en la que se aprecian vestigios de su historia y la teoría monetaria de principios y mediados del siglo XX.

La determinación de una pluralidad de objetivos afecta por tanto a las políticas a llevar a cabo, a los indicadores y medidores empleados, y a la propia eficacia e inmediatez de las actuaciones de uno y otro.

Si el BCE establece como objetivo primordial la estabilidad de precios, fijada en torno a un 2% anual, la FED no prioriza entre esta y el mantenimiento del empleo o el crecimiento del PIB. Ello resulta en que, en ocasiones, la FED haya de enfrentarse a un conflicto de intereses entre sus objetivos, así como a la aparente contradicción de sus políticas. De igual manera, la vinculación de la FED al desempleo le facultó para actuar con más inmediatez a principios de la crisis, dado que al estar entre sus objetivos el máximo empleo, y estar este cayendo, la implementación de medidas para frenar esta caída era obligada.

Encontramos tres mandatos básicos que orientan las actuaciones de la Fed: la estabilidad de precios, el máximo empleo, y la moderación a largo plazo de los tipos de interés (Bernanke, 2010).

Ahora bien, los que verdaderamente marcan las actuaciones de la Reserva Federal son el máximo empleo y la estabilidad de precios, conocidos comúnmente como mandato dual. El último se concreta en función de un objetivo de inflación del 2% anual (Párraga, 2019), y dan lugar, como adelantábamos, a conflictos de interés entre la necesidad cortoplacista de la maximización de empleo, y la prolongada estabilidad de precios a futuro.

### *2.3.2. Estructura Orgánica:*

Dentro del Sistema de la Reserva federal encontramos tres organismos clave. Estos, además de desarrollar e implementar la política monetaria de EEUU, prestan servicios bancarios a las instituciones de depósito y al Gobierno, y regulan y supervisan el sistema bancario, tal y como ocurre en Europa. Son tres las entidades que conforman la institución (Howells, 2013).

En primer lugar, la Junta de Gobernadores. Formada por siete miembros designados por el presidente con aprobación del legislativo, se presenta como el organismo centralizado directamente responsable ante el Congreso. Se encarga de guiar al sistema y de la supervisión de los 12 bancos de la Reserva.

El segundo y más relevante órgano es el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC). Este está formado por 12 miembros – los 7 de la Junta de Gobernadores y 5 de entre los 12 gobernadores de los bancos de la reserva. Entre estos cinco últimos, el presidente de la Reserva Federal de Nueva York es permanente, mientras que entre los demás rige un sistema de rotación. Así, los doce presidentes de estos bancos deben asistir a las reuniones para deliberar y contribuir a las funciones del FOMC, pero únicamente los 5 miembros tendrán derecho a voto. El FOMC es el encargado de diseñar la política monetaria: supervisa las operaciones de mercado abierto, aprueba la compra de activos a gran escala y autoriza los intercambios de divisas.

Por último, se encuentran los bancos de la Reserva Federal, que se presentan como el vehículo operativo del sistema bancario central de Estados Unidos. Estos están ubicados estratégicamente en la geografía del país, en función del número de activos gestionados y la actividad económica de la zona. Así, este entramado descentralizado se encarga de proveer liquidez y depósito a las instituciones de crédito<sup>4</sup> de su competencia geográfica y de mantener cuentas del tesoro y llevar a cabo subastas de valores públicos. Asimismo, este lleva a cabo un seguimiento de la actividad bancaria y económica regional y nacional, de manera que su presidente pueda informar en las reuniones periódicas de la FOMC.

---

<sup>4</sup> Bancos, cajas de ahorro y cooperativas de crédito

### III. POLÍTICA MONETARIA

#### 3.1. Introducción

En el sistema de creación de dinero actual, los bancos crean medios de pago a través de su intermediación, mediante las comisiones creadas por depósitos y cuentas corrientes, movilizadas por transferencias, domiciliaciones y pagos con tarjetas de crédito y débito.

Ello hace que gran parte de la oferta monetaria dependa del buen funcionamiento del sistema de pagos bancario. Es precisamente por ello que cuando un banco relevante entra en una situación de insolvencia o dificultad, el riesgo de contagio y sus efectos en la economía son tan temidos (Borio, 2019).

A raíz de esta interdependencia surgió la doctrina Bagehot, que convierte a los bancos centrales en “prestamistas de última instancia”. Esta se proponía como remedio ante la inminencia de una crisis financiera provocada por el pánico por parte de los depositantes a la quiebra de su tesorero y la consecuente imposibilidad de este para reembolsar los fondos de sus clientes. Así, el que fuera editor de la revista *The Economist*, entendía que un banco central debía rescatar al banco en riesgo, siempre y cuando se cumpliesen dos criterios (Aglietta, 1996).

En primer lugar, que el banco fuera solvente, es decir, que dispusiese de activos para asegurar el pago de sus obligaciones, que servirían como garantía ante un posible impago del préstamo de liquidez ilimitada. Por otro, que el tipo de interés al que debía el banco devolver el préstamo tuviese carácter penalizador, superando al tipo de interés del mercado, de manera que se desincentivase la repetición de la mala praxis bancaria.

Esta doctrina, surgida en el siglo XIX, es rescatada por la FED, con la caída del banco Lehman Brothers en 2007. Como a continuación se atenderá, las operaciones de mercado abierto llevadas a cabo por esta, y también por el BCE, estaban y están respaldadas por los activos del banco, denominados colaterales. Si bien, se produce una relevante modificación con respecto al segundo requisito, y ello supone el que, desde aquel momento, la doctrina Bagehot sea adoptada y modificada, convirtiéndose en la Doctrina Bernanke (Bernanke, 2010).

Benjamin S. Bernanke, presidente de la Reserva Federal entre 2006 y 2014, apela al carácter de prestamista de última instancia por parte de la institución que dirigía, si bien

ordena la dotación de liquidez extraordinaria a tipos inferiores<sup>5</sup> a los que se venían dando, y su actuación sienta precedente y sirve de base para el resto de bancos centrales. Si bien, por considerar insuficientes estas medidas, tanto la FED como el BCE recurren a actuaciones y políticas adicionales, entre la que se encuentra la Forward Guidance — medida sobre la que se mide actualmente la credibilidad de un banco Central — y que usaremos en este trabajo para estudiarla y compararla.

No obstante, conviene primero proceder a entender las políticas llevadas a cabo por ambos bancos centrales, para llegar a comparar como han diferido estas en su planificación, implementación y efectos, en función de la diferencia entre los objetivos y competencias de ambos bancos, a los que anteriormente se hacía referencia.

### **3.2 Mecanismos de transmisión**

La política monetaria se entiende como el conjunto de acciones que llevan a cabo los bancos centrales orientadas a controlar los tipos de interés y la cantidad de dinero, con la finalidad de influir en las condiciones financieras de una economía y alcanzar determinados objetivos (Handa, 2008)

Los efectos de estas decisiones inciden tanto directamente en la variación de los tipos de interés, como indirectamente en variables como la tasa de inflación, de renta, y de empleo. Estas decisiones alcanzan a afectar a estas variables a través de lo que se denomina el mecanismo de transmisión.

La política monetaria afecta pues a los niveles de actividad — a corto plazo—, y a la tasa de inflación, mediante dos formas. En primer lugar, variando el tipo de interés, que afecta a la renta y a la evolución de la inflación, a través de los canales o mecanismos de transmisión. Por otro lado, la capacidad de efectividad depende del nivel de credibilidad.

En lo que respecta a los mecanismos de transmisión, el grado y empleo de estos por parte de cada banco depende de sus objetivos.

---

<sup>5</sup> El tipo de interés natural o neutral es el tipo de interés real que se observaría en un escenario de equilibrio en el que los precios y los salarios nominales fueran perfectamente flexibles. Cuando el tipo de interés real se sitúa por encima de su nivel natural, la demanda agregada es insuficiente y se generan presiones deflacionistas (lo contrario sucede cuando el tipo real se sitúa por debajo del natural).

Así, estando la curva de demanda agregada compuesta por la producción y el nivel general de precios, los bancos centrales cuentan con una serie de canales, que son los siguientes:

- Canal de tasas de interés: se refiere al coste al que las entidades de crédito adquieren los fondos del BC. Dentro de este encontramos los tipos de interés interbancario, y los tipos de depósito.
- Canal de crédito: este es el precio al que la entidad de crédito presta, que se ve afectado por el tipo exigido por el BC para concederle los fondos. La variación de este afecta tanto a la liquidez de la que se dispone para prestar, como del riesgo de impago por parte de los prestatarios.
- Canal de precio de otros activos
- Tipo de cambio: Este se refiere al valor de una moneda con respecto a otra, que tanto en el caso del euro como del dólar es flexible. En función de que este se aprecie o se deprecie, se incurrirá en una entrada o salida de capitales, y ello afectará a la competitividad internacional de una economía.
- Las expectativas

De esta manera, un BC altera el tipo al que se presta – sobre el cual las entidades de crédito establecen el tipo al que consumidores, empresas y administraciones pagan sus deudas–, afectado a la oferta de crédito y a las decisiones consumo-ahorro-inversión de los agentes económicos del mercado. De igual manera, influye en las expectativas sobre una futura variación de los tipos de interés que afecta a los tipos a corto y largo plazo, incidiendo en el mercado de bienes y servicios y, en consecuencia, en la contratación, empleo y evolución del nivel salarial. Todo ello pues, produce cambios en la oferta y demanda de bienes, servicio y mano de obra, incidiendo en la evolución de la competitividad y los precios (Blanchard, 2011).

Como mencionábamos, estos mecanismos se emplean como canal para lograr los objetivos perseguidos por la política monetaria. Cuando, tal y como ocurre en 2008, el objetivo es combatir la recesión y el riesgo contagio de la crisis financiera a la economía real, se llevan a cabo políticas monetarias expansivas. Desde este momento hasta hoy, tanto el BCE como la FED han seguido actuaciones de tipo expansivo.

### 3.3. Política monetaria expansiva

Ante la posibilidad de debilitamiento de la economía por el fallo del sistema de pagos y la caída del crecimiento económico, un banco central puede llevar a cabo distintas actuaciones.

En primer lugar, tiene la facultad de reducir el tipo de interés de referencia, de manera que las entidades financieras puedan financiarse a un menor coste, y estas a su vez otorgar préstamos a empresas, individuales y administraciones a tipos más bajos, lo que incentiva el consumo y la actividad económica. La bajada de **tipos de referencia** también promueve un mayor volumen de transacciones en el mercado interbancario, haciendo que los precios exigidos entre las propias entidades de crédito se abaraten.

De igual manera, puede reducir la **ratio de reservas** exigida a las entidades de crédito. Al rebajar estas exigencias, también se induce a una mayor liquidez en el mercado, al posibilitar que los bancos pongan más dinero en el mercado. En términos de exigencia, cabría también rebajar el rating de los activos subyacentes de los colaterales, con los cuales los bancos garantizan los préstamos que solicitan a los bancos centrales.

Estas dos grandes líneas de actuación se categorizan dentro de lo que se denomina política monetaria convencional. Los instrumentos empleados en esta se consideran más sencillos, y son los primeros en ser utilizados. Su carácter convencional se debe también a su periodicidad, y a que los mecanismos que se ponen en marcha al llevar a cabo este tipo de política son parte de la actividad “propia” de los bancos centrales.

Se pueden distinguir tres instrumentos a través de los que se ponen en marcha las actuaciones de política monetaria convencional mencionadas. Los tipos de interés son modificados por medio de las **operaciones de mercado abierto**, a iniciativa del BC, y con carácter periódico en función de su objetivo corto o medio placista – entre uno y tres meses–. Las **facilidades permanentes**, por otra parte, facultan a las entidades de crédito a solicitar préstamos y depósitos por iniciativa propia, y son de carácter aún más cortoplacista – diario–. Estas mismas entidades son exigidas a mantener un coeficiente mínimo de reservas, que en tiempos de políticas expansivas se reducirán (Banco de España).

Siendo estos mecanismos los habitualmente utilizados por los bancos centrales, en el momento en el que azota la crisis fue necesario recurrir a métodos más severos y

agresivos, en aras de garantizar la estabilidad económico-financiera. De esta manera, como se comentaba anteriormente, la Reserva Federal toma la iniciativa, tras agotar los efectos de una de sus principales herramientas — la bajada de los tipos de referencia a mínimos históricos y sin capacidad de reacción ante shocks posteriores —, y aprueba una serie de medidas no convencionales, más “potentes”, no periódicas e innovadoras (Castillo, 2010).

Dentro de estas se encuentran las operaciones de ajuste – centradas en la compra de swaps de divisas–, las operaciones estructurales, la flexibilización cuantitativa, la bajada de tipos de interés a niveles negativos, y los programas de compras de activos.

Precisamente llegados a este punto, conviene diferenciar las actuaciones llevadas a cabo a partir de 2008, por la Reserva Federal, por un lado, y el Banco Central Europeo por otro. Debido a la complejidad, el solapamiento y la saturación de medidas, optaré por exponer la respuesta de ambos bancos a partir de la categorización de las medidas, en vez de seguir un orden cronológico.

### **3.4. Respuesta de la Reserva Federal ante la crisis de 2008**

#### ***3.4.1. Medidas de política monetaria***

Anticipándose a la caída de Lehman Brothers, la Reserva Federal tomó como prioridad evitar el colapso del sistema, mediante el aseguramiento de liquidez de una manera rápida y masiva. Si bien en un primer momento optó por respaldar y rescatar a instituciones concretas<sup>6</sup>, terminó por dar soporte a la totalidad del sistema bancario y sector privado, comprando directamente deuda de empresas privadas sin intermediarios.

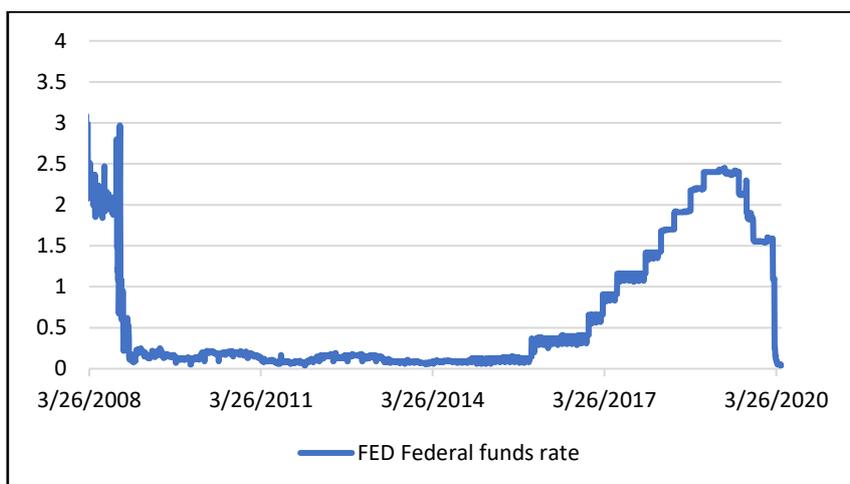
Así, la FED priorizó el devolver la confianza al sistema bancario y garantizar la liquidez del mercado para que se mantuviesen los flujos de dinero y no se incurriese en una recesión. Es decir, las medidas llevadas a cabo por esta, convencionales y no convencionales, y primordialmente en los momentos más precarios de la crisis, estaban destinadas a garantizar liquidez en el mercado.

---

<sup>6</sup> Lehman Brothers, IAG, Bear Stearns

De esta manera, dentro de sus operaciones convencionales, en agosto de 2007<sup>7</sup>, lleva a cabo la primera reducción en el tipo de interés a corto plazo, denominado *federal funds rate*. En cuestión de un año y 4 meses, este pasa de niveles superiores al 5%, al 0.16 %. El umbral entre el 0.05 y 0.2 se mantendrá hasta finales de 2015. En diciembre de 2015 se produce la primera subida, hasta 0.37 %, y desde entonces se han producido subidas graduales prudentes, hasta principios de julio de 2019 – en torno a 2.4% –, que se ha vuelto a reducir.

Gráfico 1: Tipo de interés de los fondos federales (2008-2020)



Fuente: Elaboración propia, datos extraídos de la Reserva Federal

Lo que se pretendía con esta medida era el abaratamiento de los préstamos para todos los agentes del mercado que, si antes pagaban un 5% de interés por financiarse, ahora no pagarían prácticamente nada: no existía precedente en la historia en que financiarse fuese tan barato. No obstante, esta medida conlleva dos problemas: en primer lugar, el agotamiento en apenas un año de la herramienta más común entre los bancos centrales, y por otro, el potencial incremento de la inflación. Es por ello que, junto con la bajada y mantenimiento de los tipos a cero, la respuesta de política monetaria más paradigmática y representativa ante la crisis de 2008 es la compra de activos, conocida como Quantitative Easing<sup>8</sup>.

<sup>7</sup> Un mes antes de la caída de Lehman Brothers

<sup>8</sup> Persigue incrementar la oferta de dinero, aumentando el exceso de reservas del sistema bancario. Al aumentar la masa monetaria, el valor de la moneda disminuye, y con ello se reducen los tipos de interés. Es así como pueden mantener los tipos de interés a cero, reduciendo el valor del dinero al haber más oferta que demanda.

En la estrategia de compra de activos por parte de la FED se pueden apreciar tres etapas diferenciadas, denominadas QE I, QE II y QEIII.

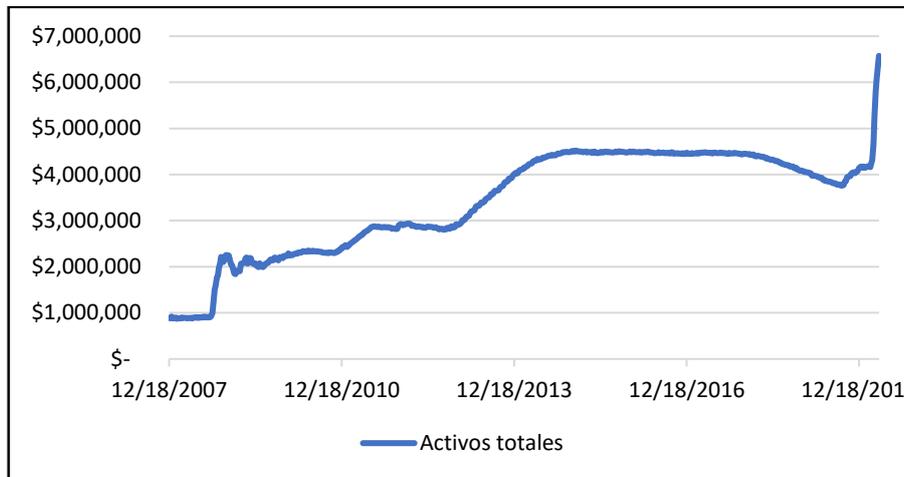
La primera se anuncia en noviembre de 2008 y concluye a finales de marzo de 2010. El activo objeto de compra era deuda, bien en forma de bonos de empresas participadas por el Gobierno – *Government Sponsored Enterprises*–, bien activos garantizados por hipotecas. Se destinaron 600.000 millones de dólares en un primer momento, si bien se estima que la cantidad inyectada asciende a 1.725.000 millones, o 1.75 billones

Entre diciembre de 2010 y junio de 2011 se produce la segunda tanda de compras, destinada a deuda soberana de Estados Unidos, por valor de 600.000 millones.

La tercera ronda comienza en septiembre de 2012, y destinada tanto a deuda soberana como a titulizaciones de hipotecas, se diferencia de las anteriores en que las compras eran mensuales, ascendiendo a importes de 90.000 dólares al mes. A finales de 2013 el FOMC anuncia su intención de reducir el volumen de sus compras de activos a partir de septiembre del siguiente año, fenómeno denominado *tapering*. Si bien, esto no se produce hasta unos meses más tarde, dando pues por finalizada esta última ronda de compras masivas de activos en enero de 2015. Se estima que la suma inyectada durante esta última etapa asciende a 0.925 billones de dólares

Con todo, en 2018 los activos de la Reserva Federal están valorados en 4.4 billones de dólares, lo que supone un incremento de 405 % con respecto a los 0.87 billones que figuraban en su balance a noviembre de 2008.

Gráfico 2: Activos en el balance de la Reserva Federal en millones de dólares  
(2008-2020)



Fuente: Elaboración propia, datos extraídos de la Reserva Federal

La última gran herramienta de política monetaria no convencional empleada, además del Forward Guidance que se verá con más detenimiento, es el Maturity Extension Programme, más conocido como Operación Twist, que comienza en septiembre de 2011. Esta es interesante desde el punto comparativo al BCE, y ejemplificativa de la multiplicidad de objetivos que orientan a la Reserva Federal, dado que se pone en marcha como respuesta al persistente debilitamiento de la economía reflejado en la alta tasa de desempleo.

La Reserva Federal, con intención de reanimar el mercado laboral y a los inversores, canjeó bonos de deuda a corto plazo por deuda a largo, imponiendo así presiones a la baja en los tipos de interés. De esta manera, aseguraba a los inversores el mantenimiento de los tipos a largo a niveles extremadamente bajos, alejándoles de la concepción del bono americano como activo refugio y animándolos a invertir en empresas y activos más rentables y más líquidos<sup>9</sup>.

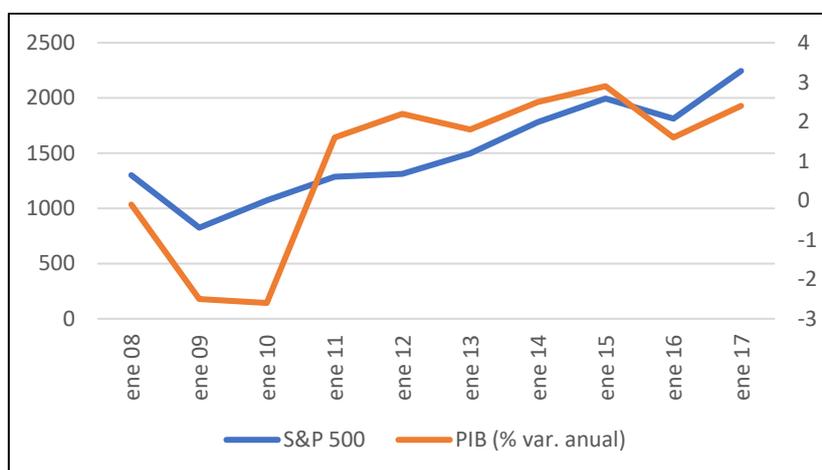
<sup>9</sup> A mayor riesgo mayor rentabilidad: lo que se pretendía es distanciar a los inversores de invertir en renta fija reduciendo su rentabilidad, empujándoles a financiar proyectos más atractivos para ellos, y para la economía y el tejido empresarial

### 3.4.2. Efectos

Para analizar los efectos de estas medidas, se ha optado por una exposición más visual y menos tediosa, en los que se tiene en cuenta el momento previo a la caída de la crisis, hasta el año 2017<sup>10</sup>. Así, se atenderá al impacto en las variables económicas más significativas, junto con la evolución de la cotización del índice S&P 500, indicador del ciclo financiero y del sector privado estadounidense<sup>11</sup>.

#### 3.4.2.1. Evolución PIB

Gráfico 3: Impacto política monetaria FED en PIB (2008-2017)



Fuente: Elaboración propia, datos extraídos de Statista y Banco Mundial

Tomando como referencia la variación anual del PIB, se puede apreciar una fuerte caída a mínimos históricos en los primeros años. Esta disminución se debe a la severa contracción de la demanda, consecuencia de un aumento de desempleo, resultado de la disminución en el consumo y la inversión empresarial (Blanchard, 2011).

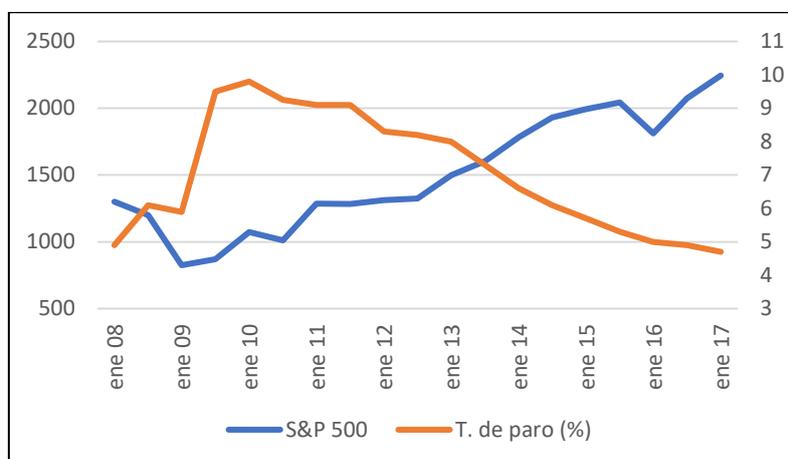
A partir de 2010, resultado de la QE I que tiene lugar en 2009, se aprecia un repunte que tras 2013 parece estabilizarse. En enero de 2013 comienza la QE3, y al final de 2014 la rebaja de las compras, lo que es bien recibido por la evolución de los mercados financieros y la economía real.

<sup>10</sup> Se ha optado por este lapso temporal porque a partir del año 2017 la economía mejora y las medidas se relajan.

<sup>11</sup> La cotización media anual del S&P 500 en el año 2007 era de 1400 puntos

### 3.4.2.2. Evolución tasa de desempleo

Gráfico 4: Impacto política monetaria FED en tasa de desempleo (2008-2017)



Fuente: Elaboración propia, datos extraídos de Statista y Bureau of Labour Statistics

El desempleo se ve bruscamente afectado con la caída de 2008, dado que en niveles previos a la crisis esta pasa de niveles de 4.6% a 9.3% en 2009, lo que supone una pérdida de 9 millones de puestos de trabajo<sup>12</sup> en apenas dos años.

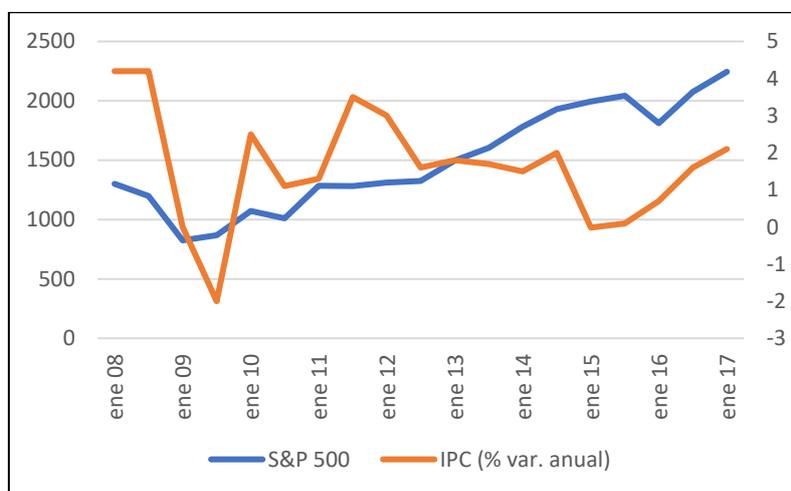
La mejora del PIB trae consigo una mejora en el mercado laboral, en los primeros años más gradual y a partir enero de 2013 más brusca. En términos de desempleo se puede afirmar el éxito de las políticas de la Reserva Federal, y principalmente a partir de la QE II, que comienza a finales de 2010.

En este sentido hay que recordar la dualidad de objetivos de la Reserva Federal. La recuperación del empleo se produce de forma constante y sin muestras de debilidad, situándose en niveles de empleo mínimos. Una conclusión más amplia sobre esta recuperación y la calidad del empleo creado implicaría un estudio más amplio, si bien desde una perspectiva más superficial se puede confirmar el logro de las medidas de la FED en cuanto a la consecución de su objetivo.

<sup>12</sup> Según el Federal Bureau of Statistics

### 3.4.2.3. Evolución IPC

Gráfico 5: Impacto política monetaria FED en inflación (2008-2017)



Fuente: Elaboración propia, datos extraídos de Statista y Bureau of Labour Statistics

Partiendo de la base de que en 2008 EEUU sufre la mayor inflación desde los años 90, dadas las subidas de precio de la energía y las materias primas, el impacto en el consumo y el parón de la actividad económica disminuye los precios.

Como hemos visto, en caso de querer potenciar la inflación, el BC puede inyectar liquidez, disminuir los tipos e impulsar la inversión. Si bien, la inflación se ve afectada, y sobre todo en el corto plazo, por circunstancias de carácter temporal.

En este caso, se pueden apreciar grandes cambios a lo largo del período de crisis y la recuperación, que se deben más a los movimientos de los precios de materias primas que a la política monetaria<sup>13</sup>.

<sup>13</sup> En 2009 estalla la burbuja especulativa del sector de la energía y en 2012 y 2015 el precio del petróleo se desploma

### 3.5 Respuesta del Banco Central Europeo

Si bien el riesgo contagio de la caída del sistema bancario producido en EEUU se materializa en Europa, este se siente unos meses más tarde. Este efecto retardado, junto con la incipiente crisis de deuda soberana en algunas de las economías de los países miembros del Euro, son las dos fuentes o pilares detonantes de la llegada de la crisis a Europa. Es por esto que, si bien muchas de las medidas de política monetaria del BCE estuvieron en sintonía con las de la FED, independientemente de las fechas en las que tuvieron lugar, la gestión por parte del BCE parece en su exposición más “caótica” o desordenada. Se intentará pues, aludiendo también a las fechas en las que tuvo lugar cada uno de los mecanismos puestos en marcha, analizar la respuesta no convencional del BCE separando las medidas en función de los objetivos perseguidos.

De esta manera, dentro de los mecanismos convencionales:

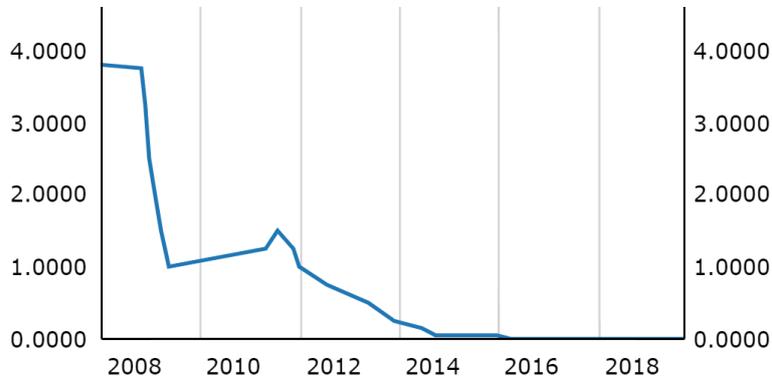
El mecanismo por excelencia, de carácter semanal, son las operaciones de mercado abierto — Main Refinancing Operations—, por las cuales el BCE inyecta (ofreciendo dinero) o drena (comprando) liquidez del mercado por medio de subastas a un determinado tipo de interés. Este tipo de interés es clave en el nivel de inflación, y dado que el objetivo principal del BCE es la estabilidad de precios, con el estallido de la crisis el presidente Trichet decide subir este tipo en 2008, volviéndolo a reducir al 1%<sup>14</sup> en respuesta a la llegada de la crisis a Europa. Si bien, este tipo vuelve a subirse en 2010 con el incremento de precios de ciertos bienes de consumo básicos<sup>15</sup>, dado que se temía que la inflación afectase a la estabilidad de los precios y a la capacidad del euro para asumir esa subida de precios. La llegada del nuevo presidente Mario Draghi a finales de 2011, junto con el estallido de la crisis griega y los temores de la desintegración del Euro, conlleva la bajada de este tipo a 0, que se ha mantenido desde entonces.

---

<sup>14</sup> Los niveles del tipo de referencia precrisis oscilaban en torno al 2.5 – 3 %

<sup>15</sup> Petróleo

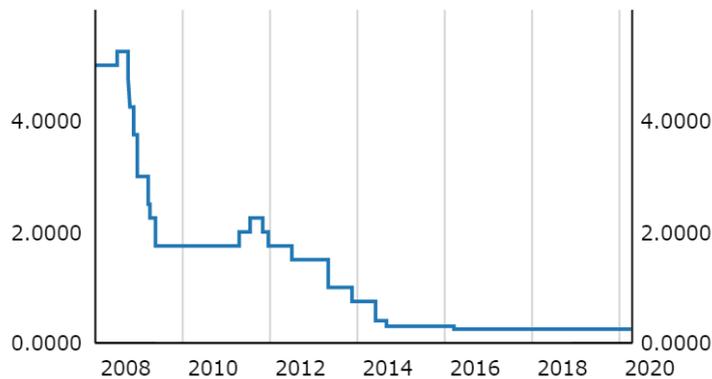
Gráfico 6: Tipo de interés principal de refinanciación (2008-2020)



Fuente: Banco Central Europeo

En lo que respecta a las facilidades permanentes, estas son operaciones de carácter diario, a iniciativa de los bancos comerciales. Existe por un lado la **facilidad marginal de crédito**, por la cual un banco comercial solicita a los bancos centrales nacionales préstamos a un día para cubrir sus necesidades de liquidez inmediata, que sufre una drástica bajada a principios de 2009, de un 5% a 1,5%, reduciéndose de nuevo más paulatinamente en 2011, llegando al 0.3 %, mantenido hasta hoy.

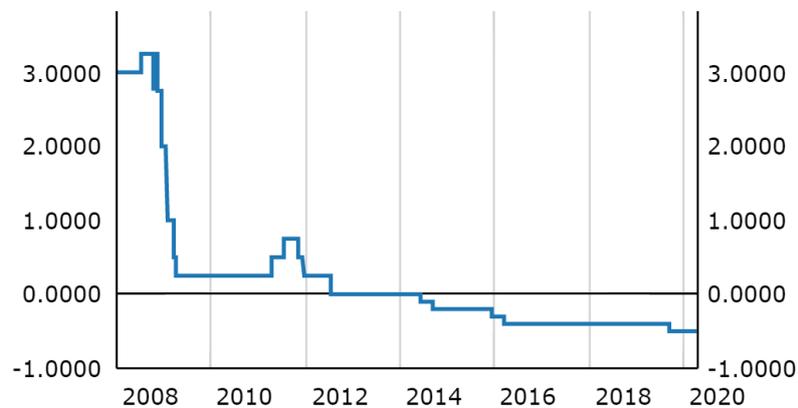
Gráfico 7: Tipo de interés facilidad de crédito (2008-2020)



Fuente: Banco Central Europeo

Por otro lado, se produce un giro radical en los tipos de interés de la **facilidad marginal de depósito**, que son aquellos que recibe un banco por prestar su dinero a otro. Los tiempos son los mismos que los de las facilidades de crédito. Se reducen drásticamente a principios de 2009 de 3% a 0.1%, si bien a finales de 2011 se reducen a umbrales negativos, hasta -0.4%, y esta situación está todavía presente hoy. El que el tipo de interés este negativo agota una de las vías de financiación de las entidades de crédito, dado que, si antes depositaban su dinero en otros bancos a cambio de una rentabilidad, ahora tendrán que pagar por ello. Lo que se pretende, de nuevo, es poner en circulación este dinero, a disposición de empresas y hogares, previniendo el que el sector financiero “juegue” con él. Esta decisión, junto con la pérdida de confianza, el riesgo de impago entre bancos, y el consecuente miedo al efecto contagio, ha reducido enormemente las operaciones interbancarias y los activos de otros bancos en los balances de los bancos comerciales.

Gráfico 8: Tipo de interés facilidad marginal de depósito (2008-2020)



Fuente: Banco Central Europeo

Por último, el tercer canal de política monetaria convencional es el coeficiente de reservas mínimas, que equivalente al tipo de interés interbancario, es el porcentaje obligatorio a tener depositado en el BCE y el BCN, para poder afrontar imprevistos, pánico, y necesidad de liquidez.

Dentro de los no convencionales, el BCE también pone en marcha el **Quantitative Easing**, en la que podemos encontrar tres grandes etapas.

En 2009 anuncia compras de bonos bancarios garantizados por activos de gran calidad — con un alto rating — lo que se conoce como CBPP por sus siglas en inglés *Covered Bond Purchase Program*. Este se frena debido a la creciente preocupación derivada de la posibilidad de que Estados Miembros se viesen obligados a abandonar el Euro por la quiebra. No obstante, se vuelve a retomar en 2012 con el CBPP 2, que ahora también comprará bonos corporativos del sector privado, en aras de que las empresas puedan tener más solvencia que les permita alargar los períodos de cobro y así financiar a sus clientes. En octubre de 2014 comienza el CBPP 3, que se extiende hasta 2018. En total, la suma total destinada a estos instrumentos asciende a 76.4 billones en los dos primeros.

La deuda soberana es otro de los grandes financiados por el programa de compras de activos en masa del BCE. Podemos distinguir dos programas, el SMP – *Securities Market Program* -, y su sucesor OMT – *Outright Monetary Transactions* -. El primero se inicia en 2010 a raíz del incremento exacerbado de las primas de riesgo de los Estados Miembros causado por las alarmas de que Grecia incurriese en quiebra y solicitase asistencia financiera, intentando paliar esta subida. El SMP es sucedido por el OMT, puesto en marcha en 2012. La suma del primer programa asciende a 49.000 millones de euros.

Como veremos a continuación, la precaria situación de determinados Estados Miembros y no sólo Grecia condiciona enormemente la situación del resto de Estados Miembros, tanto de los acogidos a la moneda única como de otros relacionados, tales como Dinamarca o Inglaterra. El OMT, también destinado a deuda soberana, trata de “afinar el tiro”, comprando deuda únicamente de los países que solicitasen asistencia financiera a la Unión Europea.

Para terminar con los paquetes de Quantitative Easing, en enero de 2015 se inicia el Asset Purchase Program (APP), “prorrogado” hasta 2018 con el Extended Asset Purchase Program. Dentro de este paquete se engloban diferentes “subpaquetes” en función de su naturaleza que, si bien algunos comienzan antes del propio paquete, el BCE ha optado por recoger los estímulos a los diferentes activos dentro del paraguas del Asset Purchase Program, en búsqueda de una mayor sistematización y orden dentro de su estrategia de compras de activos.

En definitiva, dentro de este encontramos en primer lugar el ABSPP<sup>16</sup>, dirigido a los valores respaldados por activos de los bancos, que comienza en noviembre de 2014 y se extiende hasta finales de 2018. Por otro lado, los programas dirigidos a bonos del sector público<sup>17</sup>, ya sean administraciones centrales o regionales, estimado en 2 billones de euros y todavía en marcha, y a bonos del sector privado<sup>18</sup>. Por último, el ya comentado CBPP 3. Desde su inicio hasta finales de 2019, la media anual destinada a este programa de APP se traduce en el 12% del PIB de la Zona Euro, lo que equivale a 2.600 billones de euros.<sup>19</sup>

Paralelamente al Quantitative Easing, ante la crisis de deuda soberana la Unión Europea ve la necesidad de crear un organismo a través del cual atender las necesidades de los países más perjudicados. De esta manera, se crea en 2010, junto con el FMI, el Dispositivo Provisional de Asistencia Financiera, que llevaba aparejados dos mecanismos, orientados a asegurar la Estabilidad financiera. Entre estos dos mecanismos destaca el MEDE, Mecanismo de Estabilidad Financiera. Este, creado *ad hoc* con estructura parecida a un banco, se dedicó tanto a la asistencia financiera proporcionada a España, como a los rescates de Irlanda, Grecia, Portugal y Chipre, y los fondos empleados no provinieron únicamente de Estados Miembros, sino también de países como Reino Unido, Suecia y Dinamarca. Los Estados que solicitaron asistencia a este mecanismo fueron los financiados por el programa OMT (González-Páramo, 2011).

Además de la Forward Guidance, en 2014 se hace uso de otra herramienta innovadora de política no convencional, que son las operaciones de financiación a largo plazo con un objetivo específico. Conocida como *Targeted Longer Term Refinancing Operations* TLTRO, se dirige a ampliar los vencimientos de los préstamos que el BCE hace a los bancos comerciales, tratando de incentivar a las entidades de crédito a conceder financiación. La gran novedad radicaba en que el plazo de devolución se extendía a cuatro años, a diferencia de los convencionales horizontes de una semana a tres meses.

---

<sup>16</sup> Asset-Backed Securities Purchase Program

<sup>17</sup> Public Sector Purchase Program

<sup>18</sup> Corporate Sector Purchase Program

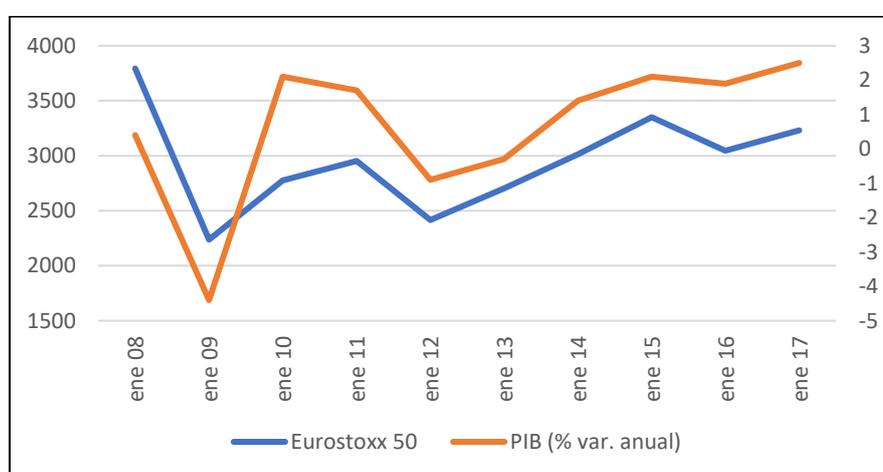
<sup>19</sup> Cantidad acumulada desde inicio hasta finales de 2018

### 3.5.2. Efectos

Igual que se ha hecho anteriormente, para analizar los efectos de estas medidas se atenderá a las variables más importantes y a la evolución de la cotización del índice Eurostoxx 50, formado por los valores más representativos del tejido empresarial de los países del Eurosistema, e indicador del ciclo financiero y del sector privado europeo.

#### 3.5.2.1. Evolución PIB

Gráfico 9: Impacto política monetaria BCE en PIB (2008-2017)



Fuente: Elaboración propia, datos extraídos de Statista y Eurostat

A principios de la crisis, el panorama en la Eurozona es el mismo que el visto en EEUU: una fuerte caída seguida de una recuperación en el año y medio siguiente<sup>20</sup>. No obstante, este paralelismo se trunca con la crisis de deuda soberana, en la que la economía vuelve a caer, entrando en una nueva recesión.

Hay que tener en cuenta que el PIB de la Eurozona está formado por los países adheridos al Euro, cuya situación financiera era muy distinta durante estos años.

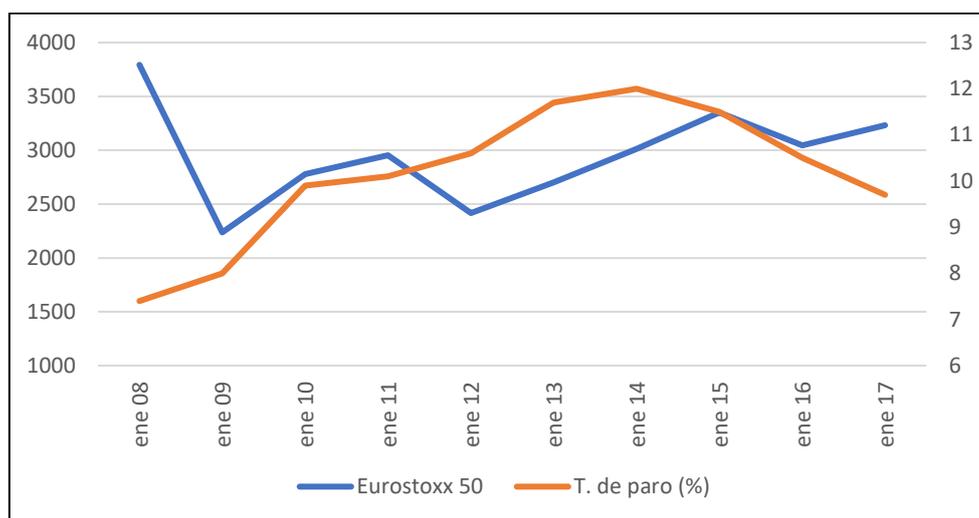
A partir de 2013, con el refuerzo de compras de activos se inicia una recuperación conjunta, paulatina y gradual de los mercados financieros y la economía real. Esta recuperación supera los niveles negativos a finales de 2014, posibilitando que el inicio

<sup>20</sup> La cotización media anual del Eurostoxx 50 en el año 2007 era de 4100 puntos

del programa APP<sup>21</sup>, de compras de activos de toda clase, anunciado a partir de 2015, traiga niveles ya positivos en el PIB de la Eurozona.

### 3.5.2.2. Evolución tasa de desempleo

Gráfico 11: Impacto política monetaria BCE en tasa de desempleo (2008-2017)



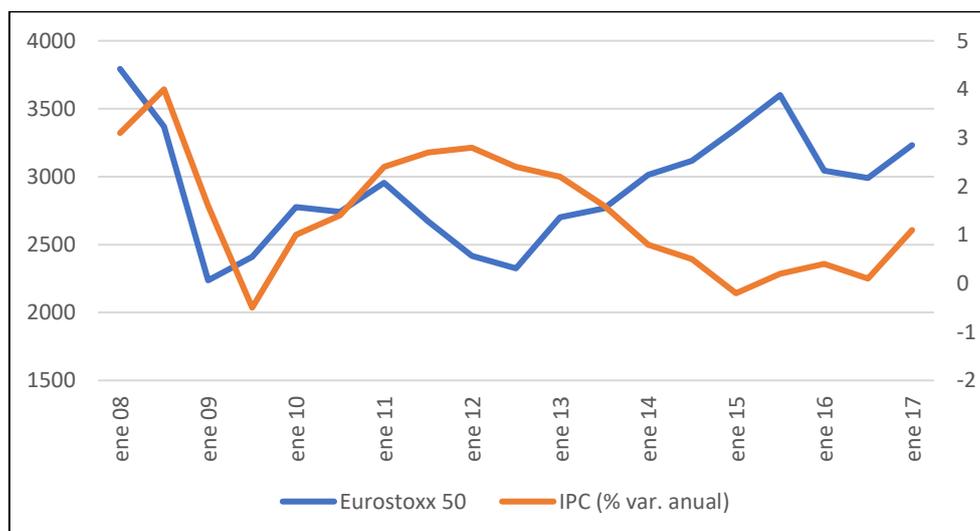
Fuente: Elaboración propia, datos extraídos de Statista y Eurostat

En la Zona Euro la recuperación tarda más en llegar, no habiendo atisbos de recuperación hasta 2014, y llegando hasta niveles de 12% de paro. Ahora bien, de nuevo, y con respecto a EEUU, la diferencia entre los mercados laborales de los países del Euro es sustancial, lo que dificulta el análisis de efectividad y de recuperación en tanto es una cifra con mucho sesgo (en España y Grecia las tasas de paro eran de 26%, mientras que en Francia y Alemania de 10 % y de 5%, respectivamente). De esta manera, si bien se podría concluir que convendría analizar el empleo individualmente en cada país, sí se puede afirmar que la recuperación económica trae consigo una recuperación del mercado laboral a nivel europeo.

<sup>21</sup> Asset Purchase Program

### 3.5.2.3. Evolución IPC

Gráfico 12: Impacto política monetaria FED en inflación (2008-2017)



Fuente: Elaboración propia, datos extraídos de Statista y Eurostat

A finales de 2012 la inflación vuelve a descender como respuesta a la crisis de deuda y la segunda recesión. Se comienzan a apreciar muestras de recuperación en el nivel de precios a partir de 2015 con la introducción del APP, tanto en los niveles de inflación como en los precios del Eurostoxx.

## IV. FORWARD GUIDANCE

### 4.1 Introducción y relación con la credibilidad

Un banco central, como venimos diciendo, orienta su actuación a incidir en el mercado, de una manera u otra en función de sus objetivos, y siempre estando ésta condicionada por las circunstancias del mercado objeto de su ámbito de su actuación.

Por lo tanto, para este poder hacer efectiva su incidencia, requiere de credibilidad por parte de los agentes de este mercado. Así, se entiende por credibilidad el respeto y el grado de confianza que los agentes del mercado tengan en la institución. En función de esta credibilidad, la incidencia que una determinada actuación, movimiento, iniciativa o comunicación del banco central pueda tener en el mercado, será mayor o, por el contrario, carecerá de menor incidencia.

A raíz de la crisis financiera de 2008, la política monetaria de los bancos centrales de los principales países desarrollados<sup>22</sup> ha sufrido cambios sin precedentes, y ha obligado, tal y como hemos visto, a recurrir a medidas y mecanismos no convencionales. Entre estas encontramos la *Forward Guidance* u orientación de expectativas.

La *Forward Guidance* es una herramienta de política monetaria no convencional que emplea la comunicación de las actuaciones y medidas del marco de política monetaria, por parte de los órganos de gobierno de los bancos centrales, y más en concreto, de su comité ejecutivo, para orientar las expectativas de los diferentes agentes del mercado (López, 2013).

Así, independientemente de la efectividad — que a continuación analizaremos — que estos anuncios puedan tener en el conjunto de actuaciones del BC, y por ende, en la economía real, el empleo de esta herramienta se vale de, a la vez que compromete, la credibilidad de la institución. El que la autoridad monetaria goce de credibilidad es una condición *sine qua nun*, el requisito de partida indispensable, para que la *Forward Guidance* pueda ponerse en marcha. Pero es que además, el que el uso de esta herramienta resulte erróneo o no acertado, presenta unos determinados riesgos, siendo el principal y más importante precisamente la pérdida de credibilidad del banco central por parte de los agentes del mercado.

Es por ello que, dada la estrecha relación entre este mecanismo y el concepto que nos atañe, estudiaremos la credibilidad de los bancos centrales desde el análisis de la *Forward Guidance*.

## **4.2. Concepto, características y clases**

Tal y como hemos visto, a raíz de las políticas implementadas para paliar los efectos de la crisis, tanto el BCE como la FED agotan sus recursos o la efectividad de estos de cara a seguir alterando la realidad económica.

Es por ello que se produce tanto un aumento exponencial del uso de las comunicaciones de la política monetaria de los bancos centrales, como una alteración del objetivo

---

<sup>22</sup> Principalmente, y por similitud de actuaciones, Bancos Centrales de Japón, Inglaterra, y Canadá

perseguido por estas. Así, a raíz de aportar una mayor transparencia y relevancia a su actuación, los Bancos Centrales comienzan a respaldar sus decisiones con anuncios mediante los cuales se comprometen a seguir su hoja de ruta. Es decir, este mecanismo sirve como herramienta adicional y complementaria de la actuación de la política monetaria, que persigue reforzar su efectividad y contribuir a un mayor impulso de la economía.

Ahora bien, la publicidad y transparencia de este anuncio pueden jugar en contra de la institución en tanto su seguimiento y trazabilidad futuras no le favorezcan. Al recurrir a los beneficios de esta transparencia y alcance de este novedoso mecanismo, el desafío es doble.

Por un lado, el banco central que se comprometa públicamente ha de calibrar su capacidad para transmitir un compromiso creíble, con la flexibilidad necesaria para adoptar medidas que se salgan de su hoja de ruta ante posibles imprevistos, sin poner en entredicho lo comprometido. Por otro, este desafío puede ser acentuado en función del contenido material del anuncio, no pudiendo el BC presentar inconsistencias temporales o convertirse en fuente de volatilidad.

De esta manera, encontramos tres clases dentro de lo que los expertos entienden por Forward Guidance (den Haan, 2013).

En primer lugar, la acepción, no sólo común sino única, natural del período precrisis, que comienza a darse a partir de los años 90. Conocida como *délfica*, se refiere a los anuncios dirigidos a informar sobre las perspectivas económicas del BC, con objeto de aumentar su transparencia y dar así legitimidad a sus decisiones sin que sean puestas en tela de juicio.

Esta acepción, si bien sigue en vigor en los países en vías de desarrollo actualmente, queda obsoleta en los países desarrollados, siendo sustituida por una segunda clase: *odiséica*. La clase odiseica es la más frecuente, y es a la que venimos haciendo alusión, referida a respaldar el compromiso de llevar a cabo una determinada actuación, encaminada siempre a la consecución de los objetivos que orientan y persigue la política monetaria de un determinado BC, cada uno el o los suyos.

El último tipo surge a raíz del estudio de una corriente de economistas<sup>23</sup>, categorizada como más extremista. Esta propone que los anuncios que el BC hace, y en concreto la Reserva Federal, sugieren una modificación de prioridades dentro de los objetivos que inspiran y orientan su actuación, sobreponderando el referido al crecimiento económico. Es decir, esta teoría determina que se hace uso de la Forward Guidance para desviarse de su estrategia principal.

Por otro lado, se tiende también a categorizar esta herramienta en función de su contenido material, en concreto en lo relativo al horizonte temporal de la medida anunciada. Dado que la clase odiseica es la mayoritaria en los países desarrollados, y es la que han adoptado tanto el BCE como la FED<sup>24</sup>, usaremos este criterio para categorizar el empleo de este mecanismo por parte de ambos, y su trayectoria a lo largo del tiempo.

Así, existe un primer tipo de carácter más cualitativo e indefinido, por medio de las cuales la medida se compromete por “por un período de tiempo”, sin entrar a concretar la duración temporal de la medida, simplemente limitándose a establecer que se dará por un período prolongado, o durante el tiempo que sea necesario. Esta fue la más común en un principio. En primer lugar, dado que es la que menos compromete a la institución, pero además, dado que durante los primeros años, la incertidumbre era mayor y la novedad de la herramienta no “animaba” a las instituciones a arriesgarse.

En la medida en que este horizonte temporal se concrete, mediante inclusiones en el discurso del estilo “hasta finales de septiembre de 2013” o “hasta mediados de junio de 2014”, se considerarán igualmente cualitativas, pero más precisas, y se entenderán asimismo como un avance, y consecuentemente, como un mayor compromiso. La precisión hace en teoría más efectiva la medida, en tanto tiene mayor incidencia en el corto plazo y aporta mayor certidumbre. Ahora bien, la inconsistencia entre el anuncio y la posterior actuación goza de una mayor trazabilidad durante y a posteriori, y por ende expone a un mayor riesgo de pérdida de credibilidad en tanto estas inconsistencias se vayan repitiendo.

La tercera y última clase de Forward Guidance, si bien actualmente es la más empleada por muchos de los bancos centrales más relevantes<sup>25</sup>, supuso todo un avance, y desde

---

<sup>23</sup> Buitier, Krugman, Eggertsson

<sup>24</sup> No teniendo en cuenta la consideración teórica que asume una postura más extrema por parte de la FED en los últimos años

<sup>25</sup> Bancos Centrales de Noruega, Japón e Inglaterra

luego una novedad con respecto a las dos anteriores, que como sabemos vinculan la medida a un determinado horizonte temporal. En esta, la medida, denominada como de carácter contingente o “state contingent threshold based guidance”, la senda de actuaciones del banco central, o su tono de política monetaria, se condiciona al cumplimiento de unas determinadas circunstancias. Es decir, la vinculación es no ya a una duración, más o menos concreta, sino a unos indicadores o variables económicas, y en concreto, a unos umbrales en los valores numéricos de estos, denominados *thresholds*. Las variables más comunes son el desempleo o la tasa de inflación, medidos en función del tipo de interés, si bien también pueden vincularse a otros medidores, como la base monetaria<sup>26</sup>. En ello difieren los diferentes BC en función de sus objetivos y sus circunstancias coyunturales.

En todo caso, esta modificación en el contenido de las comunicaciones condiciona y compromete en mayor medida al BC, si bien aporta una mayor certidumbre y transparencia a su actuación y al compromiso en torno a la consecución de los objetivos que han de orientar su actuación. En tanto sea capaz de cumplirlos, este cambio es sin duda un gran potenciador de la credibilidad de la institución. La concreción y publicidad de los indicadores no solo permite a los agentes del mercado una mayor trazabilidad, sino una mayor guía para formar sus propias expectativas, y un componente de transparencia mucho mayor en torno a la consistencia de las actuaciones llevadas a cabo por la institución del banco central y los objetivos por los que fue creado.

### **4.3. La Reserva Federal y la Forward Guidance**

Tal y como pudimos apreciar en el análisis general de la política monetaria de la institución recogido anteriormente, la Reserva Federal tomó una postura “pionera” o anticipada en su gestión de la crisis de 2008, y como tal, también precedió el recurso a esta herramienta, principalmente a finales de diciembre de 2008. No obstante, la FED ya había hecho uso de esta en los años 2003 y 2004.

---

<sup>26</sup> El banco de Japón condiciona su tono de política monetaria a la tasa de inflación, si bien tiene en cuenta la base monetaria. Ello se debe a que este se enfrenta a un problema de deflación y a que tiene como objetivo único la estabilidad de precios, igual que el BCE.

De esta manera, podemos encontrar tres grandes fases, categorizadas por el criterio material o de contenido, en función de si el mensaje es de tipo (i) cualitativo e indefinido, (ii) más concreto, o si (iii) evolucionó hacia un anuncio cuantitativo en torno a medidores.

Dentro de la primera fase, encontramos mensajes y anuncios ligados a un horizonte temporal de tipo indefinido. Así, si bien existe precedente en agosto de 2003 — discurso del entonces mandatario Alan Greenspan anunciando el mantenimiento de los tipos de interés “durante un tiempo considerable” — la asiduidad en el uso y el empleo de esta como herramienta no convencional comienza en diciembre de 2008.

A finales de 2008, la Reserva Federal respalda su decisión de bajar el tipo oficial en el límite 0, a través del discurso pronunciado por B. Bernanke, en el que establece que dicho nivel, excepcionalmente bajo, se mantendrá “durante algún tiempo”, garantizado por las condiciones económicas de la situación. En marzo de 2009, el mandatario vuelve a pronunciarse, comunicando que el nivel de tipos seguirá manteniéndose “por un período prolongado”. Si tenemos en cuenta la política monetaria en su conjunto, este tono se mantiene en coincidencia con el inicio de la compra de activos.

Es a partir de mediados de 2011 que la FED comienza a concretar los horizontes de sus anuncios. De esta manera, el todavía presidente Bernanke opta por precisar la duración de sus medidas, empezando en agosto de 2011.

En esta fecha, anuncia compras de activos hasta mediados de 2013, y lo vuelve a hacer en enero de 2012, — al estirar estas compras hasta finales de 2014 —, y en septiembre del 2012, comprometiendo el mantenimiento de tipos hasta mediados de 2015.

De igual manera, en este último discurso de septiembre de 2012, el presidente de la FED se refiere al tono de política monetaria de la institución que lidera y sus expectativas, comprometiéndose a mantenerlo muy acomodaticio, es decir, a mantener una postura expansiva, una vez se produjese estabilidad y fortaleza en la recuperación económica, y este mantenimiento se daría “por un tiempo considerable”. Es precisamente sobre este anuncio que algunos economistas plantearon, desde un punto de vista teórico, el tercer tipo de *forward guidance* en función del objetivo perseguido por el BC, entendiendo que a través de esta comunicación la FED estaba priorizando su objetivo de estabilidad

económica, lo cual en el plano analítico se traduce en una desviación y sobreponderación en la función de reacción del BC<sup>27</sup>.

A finales de 2012, se produce un cambio muy relevante, tanto por (i) los problemas que supuso, (ii) la reformulación del uso de la herramienta, (iii) su interés de cara al estudio, y en lo que también nos afecta, con respecto al BCE.

Así, en diciembre de este año, la Reserva Federal procede a vincular su *forward guidance* a la evolución de determinadas variables, reformulando su estrategia al hacerla contingente a los siguientes *thresholds*.

Y es que, al contrario de lo que había anunciado tan sólo dos meses antes, ya no comprometía el mantenimiento de los tipos de los fondos a los niveles extraordinariamente bajos por un período más o menos concreto, sino que encuentra tres condiciones bajo cuyo cumplimiento se compromete a no subir los tipos, entendiéndose que llegados a los umbrales marcados, el avance y la fortaleza de la recuperación económica es más estable.

De esta manera, la FED opta por medir la tasa de desempleo, la previsión de inflación a corto plazo, y el anclaje de las expectativas de inflación a largo. Es decir, para mantener los tipos a cero, la tasa de paro había de estar por encima del 6,5% y la inflación a dos años no por encima del 2,5%. Con este anuncio, la FED reformula su estrategia, y se ve obligada a realizar aclaraciones a lo largo de los meses siguientes. Así, comunica que estas indicaciones son de carácter orientativo, y por ello, que en el hipotético caso de que se llegase por ejemplo a un nivel de desempleo inferior al establecido, en ningún caso se produciría una subida automática de tipos, sino que habrían de tenerse en cuenta las variables del anuncio, así como otros indicadores del mercado laboral, el sistema financiero y las presiones inflacionistas. Y, además, que potenciales cambios en estas variables podrían suponer a su vez revisiones a la baja del umbral marcado (López, 2013).

Con ello podemos observar que si bien se produce una gran modificación con respecto a la orientación de las expectativas de los agentes del mercado, en cuanto se pone a su disposición información adicional, fiable, y fácilmente trazable para su propio estudio del mercado y las condiciones que se darán en este a corto y medio plazo, el compromiso de la Reserva Federal con respecto a estas variables y los umbrales establecidos no es

---

<sup>27</sup> Función de reacción o regla de Taylor

absoluto, dado que en primer lugar — como su comité ejecutivo precisamente se ve obligado a aclarar<sup>28</sup>—, existen otros indicadores a tener en cuenta antes de tomar decisiones drásticas, y además, la incertidumbre y la multiplicidad de estas variables no permiten una certeza tal como para comprometer su actuación y flexibilidad ante cambios, y consecuentemente, su posterior credibilidad.

Prueba de ello es el anuncio que se produce un año más tarde, en diciembre de 2013, por el cual confirma que los tipos no se incrementarán pese a que existían previsiones férreas de una mejora en el mercado laboral, reflejada en una tasa de desempleo valorada en torno al 6%.

Y es precisamente la coincidencia de este anuncio con el anuncio del inicio del *tapering*<sup>29</sup> de compras de activos lo que pone en un aprieto a la Reserva Federal, con respecto a las expectativas del mercado y a la efectividad de la *Forward Guidance*, que como venimos repitiendo, consiste en la capacidad del BC para orientar las expectativas del mercado, de manera que las condiciones sobre las que trabaja y toma decisiones sean más idóneas tanto para la efectividad de sus políticas como para la consecución de sus objetivos.

Así, la FED, que hacía anuncios no solo con respecto a la subida y mantenimiento de los tipos, sino también a la duración de sus programas de compras de activos, vinculaba en estos últimos su mayor o menor duración en función de la evolución del mercado laboral, entendiendo que estas compras se reducirían en la medida en que las circunstancias mejorasen, lo que implícitamente se traduce en que la economía está más fortalecida,

De esta manera, al hacer coincidir el anuncio del *tapering* — por el cual comunicaba que iba a reducir las compras masivas de activos—, con la aclaración de que independientemente de que se produjese una mejora en el mercado laboral los tipos no se incrementarían, se entiende que los mercados obtuvieron una información contradictoria, que resultó en una reacción inesperada y no deseada por el banco central.

Esta confusión resultó en:

---

<sup>28</sup> El FOCM aclara en 2012 la separación de los anuncios de compras de activos y el comienzo de las subidas de los tipos oficiales

<sup>29</sup> Moderación gradual y paulatina de las compras de activos, vinculada a la normalización de la política monetaria

Primero, una brusca reacción en las expectativas, dado que, vinculando el anuncio del *tapering*, previsto para septiembre del año siguiente, los agentes interpretaron que ello conllevaría una inmediata subida de tipos.

Segundo, un aumento de la renta fija de economías desarrolladas. Es decir, otros países interpretaron el anuncio como una recuperación económica de EEUU, lo que atraería inversión extranjera a sus bonos, con lo que estos países deciden aumentar la rentabilidad de sus bonos para evitar esta salida de capitales hacia EEUU.

Y tercero, correcciones en las valoraciones de las economías emergentes. Como se comentaba anteriormente, EEUU quiso desincentivar la inversión en renta fija con la Operación Twist. Al reducir la rentabilidad de estos activos, los inversores buscan rentabilidades más altas en países emergentes. Con la previsión de una inminente subida de tipos, los inversores internacionales trasladarían sus capitales de vuelta a EEUU (López-Dóriga, 2013).

Ante esta inesperada y súbita reacción global, la FED tuvo que esforzarse por transmitir que los anuncios entre las compras de activos y el mantenimiento de los tipos de interés no estaban necesariamente vinculados, y que por ello la decisión de reducir las compras no significaba una directa e inminente posterior subida de tipos. Pese a esta insistencia, el mercado laboral terminó por no evolucionar tan bien como se esperaba, lo que se tradujo en el retraso del inicio del *tapering*, dado que la FED siguió comprando activos.

#### **4.4. El BCE y la Forward Guidance**

En el caso del BCE, su estrategia de comunicación cambia sustancialmente con la incorporación de Mario Draghi como su nuevo presidente en noviembre de 2011.

En el tono y uso de la orientación de expectativas por parte del anterior mandatario, Jean-Claude Trichet, se aprecia que su prioridad es mantener la estabilidad de precios, a la que hace alusión en algún discurso.

Si bien, la llegada de Draghi marca un antes y un después, con un tono ciertamente más agresivo y enfocado hacia el crecimiento, cuyo “pistoletazo” es el famoso “whatever it takes<sup>30</sup>” pronunciado el 26 de julio de 2012.

De esta manera, entendido como otro mecanismo con el que implementar la política monetaria, el 4 de julio de 2013, el Consejo de Gobierno del BCE anuncia bajadas de los tipos “por un período prolongado de tiempo”, a los que se vuelve a referir en junio de 2014, al establecer que se mantendrán en esos niveles “Por un período más prolongado”. Como podemos deducir del análisis anterior, se trata de una forward guidance cualitativa e indefinida.

El 10 de marzo de 2016, complementado su anuncio de extensión de compras de activos, adopta un mensaje más preciso, al anunciar que los tipos seguirán constantes o reducidos por un período prolongado, período que en todo caso “superará al tiempo en que se sigan produciendo compras de activos”. Es decir, previniendo que, en caso de un anuncio futuro de reducción de compras de activos, este no se interprete como una reducción de tipos como ocurre en EEUU con el *tapering* de 2014. De esta manera, cuando el 13 de diciembre de 2018 anuncia el final del APP, las expectativas de subidas de tipos no cambiaron.

Como podemos apreciar, la adaptación a este mecanismo por parte del BCE es tardía y ciertamente más gradual, dado que no llega a comprometerse ni con fechas concretas ni con indicadores. Si bien, estudios del propio BCE sobre su Forward Guidance indican la posibilidad de que este evolucione hacia una orientación de expectativas vinculada a indicadores de inflación (Coenen, 2017).

De igual manera, pese a apreciarse como leve con respecto a EEUU, Mario Draghi, a modo de análisis no solo de la Forward Guidance, sino de la estrategia general de comunicación llevada a cabo por el BCE desde su incorporación, la califica como exitosa y especialmente importante estando los tipos en 0. Además, ha destacado la dualidad del carácter de esta herramienta, “protector” ante la incertidumbre, y “proactivo” en la introducción de nuevas medidas (EFE, 2017).

---

<sup>30</sup> Discurso de Draghi en que establece que “El BCE hará lo necesario para sostener el euro”.

## 4.5. Funcionamiento

Independientemente del tipo de Forward Guidance por la que se opte, por la sujeción a unas variables u otras, o por la proximidad o indeterminación de los horizontes temporales establecidos, el empleo efectivo de esta herramienta precisa y depende de que se den una serie de premisas.

En primer lugar, el público al que va dirigida ha de interpretar correctamente el mensaje, de manera que actúe como el BC espera, y no se genere confusión. Así, el BC ha de ponderar el peso de la transparencia de su política monetaria, con su capacidad para cumplirla. Asimismo, el mensaje ha de ser lo suficientemente claro.

De esta manera, como venimos viendo, la ambigüedad en el anuncio de actuaciones en lo que respecta a su duración le resta o anula efectividad, pero una mayor especificación técnica también puede llevar a confusiones, o incluso contradicciones<sup>31</sup>.

Así, un anuncio de mantenimiento prolongado de tipos bajos puede resultar en un sentimiento del mercado de no recuperación o debilidad económica, implicando que los agentes se comporten de manera más prudente, rebajando sus predicciones y perspectivas en el corto y medio plazo.

La solución a este indeseado efecto la dieron los diferentes BC, como hemos visto en el caso de la FED, al reformular la estrategia de Forward Guidance y su contenido, condicionándolo a variables económicas medidas en valores de carácter contingente. Ahora bien, como también se ha visto, ello puede derivar, en lo que respecta a esta primera premisa, a dificultades o interpretaciones no deseadas, resultantes de la confusión por parte de los agentes.

El segundo requisito al que está condicionada la efectividad de esta herramienta es a la credibilidad de la medida. Bien por inconsistencias prolongadas dadas, como podría ser el anuncio de subidas de tipos que nunca llega a realizarse, como por inconsistencias percibidas, la credibilidad puede verse mermada. Estas inconsistencias percibidas pueden darse en el caso de que, por ejemplo, en el uso de un tipo de Forward Guidance más sofisticado como el de la FED a partir de 2013, los agentes prevean que las actuaciones anunciadas podrían alterarse en función de contingencias futuras. Ello implicaría que, con cada anuncio, los mercados no adaptasen sus expectativas en el grado deseado, debido a

---

<sup>31</sup> Como ocurrió en 2014 con el anuncio del tapering y el mantenimiento de los tipos.

la prudencia derivada de tomar en consideración la posibilidad de que llegada la hora el BC tendrá en cuenta otras variables y circunstancias por la cuales se retractará.

Es por ello que en el BC ha de ser capaz de transmitir su compromiso con la medida tomada. La percepción de este compromiso aumentará en la medida en que (i) la percepción sobre la evolución del mercado del BC y los agentes se comparta, (ii) la respuesta ante esta evolución traducida en la política monetaria se considere coherente (iii) que esta coherencia se mida tanto en efectividad como en alineación entre las medidas anunciadas y los objetivos establecidos por cada institución, que inspiran la senda de sus actuaciones.

Así, el que por ejemplo la FED, al sujetar la implementación y duración de sus medidas a una serie de variables, tome como variable la tasa de desempleo, precisamente porque tal y como veíamos, la maximización del empleo es uno de los objetivos de la institución norteamericana. A modo de hipótesis, el que el BCE, en uno de sus anuncios, tomase como referencia este indicador en el caso de redirigir su Forward Guidance hacia el tipo contingente, sorprendería a los agentes económicos dado que no es una variable a la que esta institución haya sujetado su actuación desde su creación, y esta sorpresa podría traducirse en una reacción inesperada, llegando a poner en peligro tanto la medida anunciada como la propia credibilidad del BCE, debido a la inconsistencia manifestada y el cambio de rumbo repentino que no responde al mandato por el que fue creado.

#### **4.6. Evaluación**

El análisis de la efectividad de esta herramienta no convencional, si bien perfeccionado en los últimos años, no está exento de dificultades (López, 2013). En primer lugar, dado que sus principales vías o canales de actuación son la curva de tipos de interés, las expectativas sobre las condiciones financieras, y la reducción de la incertidumbre — en la que entran en juego la volatilidad y las primas de riesgo —, y que la variación de estas variables depende de un gran número de factores además de la política monetaria.

La multiplicidad de estos factores, unida al carácter complementario de la Forward Guidance, no ha permitido que se llegue a un consenso y a afirmaciones concluyentes sobre los métodos de evaluación de la herramienta. Y es que al ser esta puesta en marcha

a la vez que otras medidas, como las compras de activos, es difícil aislar sus efectos en aras de medir el impacto.

No obstante, se suele aludir a dos vías o métodos. En primer lugar, el análisis de la reacción de los mercados el día del anuncio de las medidas. Así, toman como referencia el bono del tesoro a dos y diez años, la volatilidad<sup>32</sup> medida por el índice VIX<sup>33</sup>, los índices bursátiles más relevantes, y los tipos de cambio de las monedas de los bancos centrales cuyas medidas de orientación de expectativas se quieren testar. Atendiendo a estos cuatro indicadores, se miden los cambios con respecto al día anterior, en puntos básicos y porcentuales.

El problema que adolece esta solución es que, pese a que estas variaciones pueden ser consistentes y presentar indicadores de efectividad, estas variables pueden estar afectadas por otras variables ajenas a la política monetaria. Asimismo, la reacción que se persigue examinar puede darse días más tarde o, al contrario, verse anticipada a la comunicación del BC<sup>34</sup>, quedando por tanto el efecto de la medida desvirtuado si se mide atendiendo al día en el que se produce la comunicación de la medida.

La segunda vía a la que se acude para analizar la efectividad consiste en atender a las modificaciones de las expectativas de los agentes con respecto a la función de reacción del BC. Si con los anuncios se produce una revisión de perspectivas sobre las variables que componen esta función de reacción, ello se traduciría en que los anuncios sí tienen impacto.

#### **4.6. Desafíos**

Como medida recurrente cada vez más asidua y común dentro de los Bancos Centrales, el uso de la Forward Guidance presenta una serie de retos, y de riesgos, para la institución que hace uso de ella.

---

<sup>32</sup> La volatilidad es una medida de variabilidad o fluctuaciones de un activo respecto a la media de las fluctuaciones del mercado, en un periodo de tiempo determinado.

<sup>33</sup> Índice que mide la volatilidad del mercado de EEUU,

<sup>34</sup> Las comparecencias en las que los mandatarios de los BC comunican la estrategia o actuación que pondrán en marcha son anunciadas con días de antelación, y puede suceder que ante este anuncio los mercados reaccionen porque ya prevean qué rumbo tomará el BC con la medida que se anunciará.

En primer lugar, el Banco Central debe optar por la tipología a seguir, dado que como venimos repitiendo, esta marcará su grado de compromiso y su consecuente flexibilidad de cara a su capacidad para contravenir las pautas anunciadas. Es decir, y sin perjuicio de que pueda más adelante alterar la precisión temporal de su mensaje o su contenido – como han hecho los BC desde 2008 hasta hoy –, ha de ser capaz de decidir el riesgo que puede asumir por comprometerse en mayor grado en aras de garantizar una mayor efectividad de sus políticas, teniendo en cuenta como este compromiso presente puede afectar a su flexibilidad para actuar ante contingencias futuras sin alterar su tono, postura o actuación comprometida. Y este riesgo no es otro que su credibilidad, que, en caso de verse mermada, excluirá la posibilidad de recurso a la herramienta de orientación de expectativas.

Por otro lado, los anuncios que constituyen esta herramienta son en nombre de la institución, representan y vinculan públicamente al banco central en sí mismo, o a sus órganos de gobierno. En virtud de lo expuesto anteriormente, los órganos de gobierno y decisión de los BC, tanto de la FED como del BCE, son colegiados. Los disentimientos y dificultades a los que se puedan enfrentar para adoptar acuerdos y los retrasos que estos originan dan lugar a incertidumbre (Coenen, 2017). De hecho, la expresidenta de la Reserva Federal, Janet Yellen, poniendo en valor el creciente uso de la comunicación, pone de manifiesto la dificultad que plantea coordinar las voces de los 19 miembros de la dirección de la Reserva Federal, frente a lo que ocurría hace unos años cuando el único que hablaba sobre asuntos monetarios era el presidente. De igual manera, los mandatos de estos miembros son periódicos, lo que en ocasiones puede dar lugar a limitaciones para cumplir con compromisos a medio plazo, por la rotación dentro de los integrantes de los órganos.

En tercer lugar, los BC emplean esta herramienta para orientar las expectativas sobre los niveles de tipos de interés. Tal y como explica la regla de Taylor, el que el BC anuncie niveles que presenten claras desviaciones con respecto a los niveles teóricos, también puede resultar en pérdida de credibilidad e incertidumbre.

Por otro lado, la globalización actual hace inevitable la interrelación entre los mercados y economías de distintos países o zonas económicas, cada una con su propio banco central. Igual que se da un efecto contagio de las circunstancias macroeconómicas, las decisiones de un banco central de un país tienen efectos en los agentes económicos y la

situación de otro, y pueden además servir como referente para las acciones tomadas por otros Bancos Centrales.

Por último, uno de los retos más importantes que plantea el uso de esta medida es la capacidad de comunicar de forma clara y transparente, de manera que, como venimos diciendo, la medida no solo se interprete correctamente, sino que tenga más calado. De hecho, en lo que respecta a la comunicación y no solo a la orientación de expectativas, se comienza a perseguir una adaptación del mensaje de manera que se llegue al público en general, y no sólo a los mercados. Para ello, en palabras del presidente del Banco Central de Inglaterra, la confianza, la claridad del mensaje y la credibilidad de la institución son cruciales (EFE, 2017).

## **V. CONCLUSIONES**

La respuesta de las autoridades monetarias ante la crisis de 2008 ha marcado un antes y un después en su marco de actuación y los instrumentos de que disponen. Ello se ha manifestado con el recurso a medidas de política monetaria consideradas como no convencionales que, desde hace una década, ante el agotamiento de su principal herramienta — la manipulación de tipos de interés — se han convertido en el principal instrumento del que hacen uso estos organismos para llevar a cabo las funciones que tienen encomendadas.

Esta situación ha dejado también patente la interconexión entre los bancos centrales de los países desarrollados, algunos de ellos mencionados superficialmente en este trabajo, que han reaccionado de manera no uniforme pero sí similar, atendiendo a sus respectivas situaciones y en cumplimiento de sus objetivos.

A los que sí se ha prestado profunda atención es a los dos protagonistas, el Banco Central Europeo y la Reserva Federal. Tras haber analizado su estructura y funcionamiento, y haber atendido a las diferentes medidas llevadas a cabo y su impacto en su economía, se pueden concluir tres ideas.

En primer lugar, el papel pionero de la Reserva Federal, que se ha mostrado siempre más rápido y agresivo en su toma de decisiones e implementación de medidas, lo que se ha traducido en un traslado más efectivo en la economía real, y una más pronta recuperación.

Por otro lado, el carácter más prudente en un inicio por parte del Banco Central Europeo, en el que sin embargo se aprecia un cambio con la llegada del presidente Mario Draghi. Con respecto a la efectividad de sus políticas y la más tardía recuperación de la zona Euro con respecto a EEUU, también se ha de poner de manifiesto la mayor complejidad de la composición — son 19 estados frente a 1 — y la crisis de deuda soberana, que sin duda retrasa la recuperación.

Por último, como punto en común no referido al pasado sino al presente inmediato y al futuro próximo, la necesidad a la que han de hacer frente ambos de reorientar su estrategia y su *modus operandi*, en tanto si bien la recuperación ha llegado antes — en el caso de Estados Unidos — o más tarde como en Europa, ha llegado con tipos de interés a cercanos a 0, inimaginables en el período precrisis.

Y es precisamente en este sentido que entra en juego la importancia de la credibilidad. Siendo un concepto en torno al que se ha girado a lo largo del trabajo, los bancos centrales han hecho uso de esta en forma de *Forward Guidance* con respecto a los tipos de interés, y en general, con sus estrategias de comunicación.

La comunicación en general, en la que va implícita la credibilidad, también ha sufrido una evolución desde la crisis de 2008. En un inicio el uso de ella es prudente, pero como pudimos ver de una manera más acusada con la Reserva federal, a medida que se hace uso de ella y se va constatando su efectividad, se configura integrándola con el resto de los instrumentos de política monetaria.

La comunicación, de la que han hecho uso ambas instituciones, que permite una mayor interacción entre el banco central y los agentes del mercado sobre el que opera, y que ha cobrado importancia con su uso, evolucionará conforme a las necesidades de los bancos, pero lo hará teniendo en cuenta sus riesgos: la ponderación entre efectividad y pérdida de credibilidad.

En definitiva, la comunicación permite flexibilidad ante circunstancias cambiantes, tiene un amplio margen de mejora en tanto su uso es reciente, y permite una relación más cercana entre la autoridad monetaria y los destinatarios de su política. Ello, unido al agotamiento de los instrumentos de política monetaria, conllevará el que los bancos centrales la incorporen en su necesaria revisión.

Con todo, la respuesta que han dado los bancos centrales ante la crisis obliga a la política monetaria de hoy a buscar nuevas vías de actuación, y en su abanico de posibilidades, aparentemente no muy amplio, la comunicación, y por ende la credibilidad, es una de las grandes candidatas.

## BIBLIOGRAFÍA

Aglietta, M. (1996). “Orden monetario y bancos centrales”. *Cuadernos de economía*, 24, pp. 55-87. (Obtenido el 20/10/19 de:

<https://revistas.unal.edu.co/index.php/ceconomia/article/view/13486>

Andrade, P., Breckenfelder, J., De Fiore, et al. (2016): “The ECB's asset purchase program: an early assessment”, *ECB Working Paper Series*, 1956. (Obtenido el 24/03/20 de:

<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1956.en.pdf>

Banco Central Europeo (2011). La política Monetaria del BCE (Obtenido el 20/10/19 de:

<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/monetarypolicy2011es.pdf?2604e7ff4324294f011d0de527bb03ef>

Banco Central Europeo (26 de julio de 2012): Discurso de Mario Draghi, Presidente del Banco Central Europeo. En la Conferencia de Inversión Global en Londres.

(Obtenido el 25/03/20:

<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>

Banco Central Europeo (2014). Informe Anual 2014

(Obtenido el 25/03/20 de:

[https://www.bde.es/f/webbde/INF/MenuVertical/BilletesYMonedas/ficheros/Informe\\_anual\\_BCE\\_2014.pdf](https://www.bde.es/f/webbde/INF/MenuVertical/BilletesYMonedas/ficheros/Informe_anual_BCE_2014.pdf)

Banco Central Europeo (2014). “The ECB’s forward guidance” *ECB Monthly Bulletin April 2014*, pp. 65-73. (Obtenido el 15/03/20 de:

<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/mobu/mb201404en.pdf>

Banco Central Europeo (2016). Nota de prensa: decisiones de política monetaria 10 de marzo de 2016. (Obtenido el 25/03/2020

<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2016/html/pr160310.es.html>

Banco de España. “Los instrumentos del Eurosistema”

(Obtenido el 20/10/19 de:

[https://www.bde.es/bde/es/areas/polimone/instrumentos/Los\\_instrumento\\_12a60642abac821.html](https://www.bde.es/bde/es/areas/polimone/instrumentos/Los_instrumento_12a60642abac821.html)

Banco de España (2018). Informe anual. (Obtenido el 15/03/20 de:

[https://www.bde.es/bde/es/secciones/informes/Publicaciones\\_an/Informe\\_anual/](https://www.bde.es/bde/es/secciones/informes/Publicaciones_an/Informe_anual/)

Bernanke, B. (2010) “Un siglo de la banca central estadounidense: objetivos, marcos de política y rendición de cuentas” *Boletín del CEMLA abril-junio*, pp. 43-56.

(Obtenido el 15/03/20 de:

[https://www.cemla.org/PDF/boletin/PUB\\_BOL\\_LIX02-01.pdf](https://www.cemla.org/PDF/boletin/PUB_BOL_LIX02-01.pdf)

BBVA Economía. (2017, junio). El BCE jugó un papel fundamental durante la crisis”

(Obtenido el 5/03/20 de:

<https://www.bbva.com/es/bce-jugo-papel-fundamental-crisis/>

BBVA. “Los instrumentos de política monetaria” (Obtenido el 5/03/20 de:

<https://www.bbva.com/es/economia-para-todos-la-politica-monetaria-y-sus-instrumentos/>

Blanchard, O., Amighini, A., & Giavazzi, F. (2011). *Macroeconomía*. 5 ed. Madrid: Pentice Hall

Borio, C (2019). On money, debt, trust and central banking” *BIS Working Papers*, 763 (Obtenido el 10/02/20 de:

<https://www.bis.org/publ/work763.htm>

CaixaBank Research (2017). “El balance de la Reserva Federal: ¿un arma de doble filo?”. (Obtenido el 20/10/19 de:

<https://www.caixabankresearch.com/el-balance-de-la-reserva-federal-un-arma-de-doble-filo>

CaixaBank Research (2015): "QE: el BCE se va de compras". (Obtenido el 5/03/20 de:  
<http://www.caixabankresearch.com/ca/node/27673>).

Castillo, P. & Contreras, A. (2010) "Instrumentos de Política Monetaria, no convencionales ¿Cuándo y por qué?" *Moneda*, pp. 4-8. (Obtenido el 10/02/20 de:  
<https://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Revista-Moneda/Moneda-144/Moneda-144-01.pdf>

Clarida, R.H. (2019). The Federal Reserve's Review of Its Monetary Policy Strategy, Tools, and Communication Practices. (Obtenido el 5/03/2010 de:  
<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/files/clarida20190409.pdf>

Coenen, G., Ehrmann, M., Gaballo, G. et al (2017). Communication of monetary policy in unconventional times. *ECB Working Paper Series*, 2080 (Obtenido el 5/03/2020 de:  
<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2080.en.pdf>

De la Dehesa, G., (2001). "La credibilidad del Banco Central Europeo" 'Defining a macroeconomic framework for the Euroarea'. *Monitoring the European Central Bank*, 3. *CEPR*, (Obtenido el 20/10/19 de:  
[https://guillermodeladehesa.com/files/la\\_credibilidad\\_del\\_banco\\_central\\_europeo.pdf](https://guillermodeladehesa.com/files/la_credibilidad_del_banco_central_europeo.pdf)

den Haan, W. (2013). "Forward Guidance: Perspectives from Central Bankers, Scholars and Market Participants." A VoxEU.org eBook *CEPR* (Obtenido el 5/03/20 de:  
[https://www.wouterdenhaan.com/papers/fg\\_intro.pdf](https://www.wouterdenhaan.com/papers/fg_intro.pdf)

EFE (2017, 14 de noviembre). Los principales bancos centrales del mundo defienden el preanuncio monetario. *EFE* (Obtenido el 23/02/2020 de:  
<https://www.efe.com/efe/espana/economia/los-principales-bancos-centrales-del-mundo-defienden-el-preanuncio-monetario/10003-3437800>

Esteve, V., & Prats, M. (2011). La utilización de medidas de política monetaria no convencional frente a la crisis financiera internacional, *Principios*, n.19, pp. 5-34 (Obtenido el 23/02/2020 de:

<https://www.uv.es/~estevev/PEP2011.pdf>

Filardo, A., & Hofmann, B. (2014) “Forward guidance at the zero lower bound” *BIS Quarterly Review*, pp. 37-53. (Obtenido el 10/02/20 de:

[https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1403f.htm](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1403f.htm)

Galindo, C (2012, 30 de agosto). La inflación registra su mayor alza en año y medio por los carburantes. *El País*. (Obtenido el 5/03/20 de:

[https://elpais.com/economia/2012/08/30/actualidad/1346310326\\_040738.html](https://elpais.com/economia/2012/08/30/actualidad/1346310326_040738.html)

Giménez, Ó. (2020, 19 de enero). Siete límites de la política monetaria a los que se enfrenta el BCE de Lagarde. *El Confidencial*. (Obtenido el 25/03/20 en

[https://www.elconfidencial.com/mercados/2020-01-23/bce-bancos-centrales-politica-monetaria-limites\\_2423288/](https://www.elconfidencial.com/mercados/2020-01-23/bce-bancos-centrales-politica-monetaria-limites_2423288/)

González-Páramo, J.M. (2011). “La gestión del Banco Central Europeo ante la crisis”. *Revista de Economía Mundial*, n. 30, 2012, pp. 83-102. (Obtenido el 10/02/20 en:

<https://www.redalyc.org/pdf/866/86623418004.pdf>

Handa, J. (2006). *Monetary Economics*. Nueva York: Routledge

Howells, P. (2013) La Reserva Federal de Estados Unidos y el Banco de Inglaterra: Propiedad, estructura e independencia. *Ola Financiera*, No 16, pp. 68-104

(Obtenido el 25/01/2020 en

[http://www.olafinanciera.unam.mx/new\\_web/16/pdfs/HowellsOlaFinanciera16.pdf](http://www.olafinanciera.unam.mx/new_web/16/pdfs/HowellsOlaFinanciera16.pdf)

Kool, C.J.M. & Thornton D.L. (2015) “How Effective Is Central Bank Forward Guidance?” *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, *Fourth Quarter*, pp. 303-22.

(Obtenido el 25/01/2020 en:

[https://pdfs.semanticscholar.org/7f95/2247d9e14ef3e04eb534a35191317f42d60b.pdf?\\_ga=2.222738203.129488484.1587760271-1550086396.1587760271](https://pdfs.semanticscholar.org/7f95/2247d9e14ef3e04eb534a35191317f42d60b.pdf?_ga=2.222738203.129488484.1587760271-1550086396.1587760271)

López, S. & del Río, P. (2013) “El uso de la orientación de expectativas o Forward Guidance”. *Boletín económico diciembre 2013 Banco de España*

(Obtenido el 15/03/20 de:

<https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/13/Dic/Fich/be1312-art5.pdf>

López-Dóriga Ostolaza, J. (2013, 26 de agosto). El tapering y las economías emergentes. *El Economista*. (Obtenido el 13/02/2020 de:

<https://www.economista.com.mx/opinion/El-tapering-y-las-economias-emergentes-1--2-20130826-0011.html>

Parlamento Europeo. “El Banco Central Europeo”.

(Obtenido el 20/10/19 de:

<https://www.europarl.europa.eu/factsheets/es/sheet/13/el-banco-central-europeo>

Párraga, S., del Río, P., & Vega, J.L. (2019). La revisión del marco de política monetaria de la Reserva Federal, *Boletín económico 4/2019, Banco de España*, pp. 3-15

(Obtenido el 27/02/19 en

<https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/ArticulosAnaliticos/19/T4/descargar/Fich/be1904-art32.pdf>

Ruiz, C. (2018). Claves para entender las medidas no convencionales del BCE. *BBVA*

Obtenido el 25/01/2020 de

<https://www.bbva.com/es/claves-entender-medidas-convencionales-bce/>

Rallo, J.R. (2012, 25 de mayo) ¿Es la Reserva Federal una entidad privada? *Libre Mercado*

Obtenido el 25/01/2020 de

<https://www.libremercado.com/2012-05-25/juan-ramon-rallo-es-la-reserva-federal-una-entidad-privada-64625/>

Stella, P. (2005). “Central Bank Financial Strength, Transparency, and Policy Credibility” *IMF Staff Papers*, Vol. 52, n.2, pp. 335-365

(Obtenido el 25/01/2020 de:

[https://www.researchgate.net/publication/5123877\\_Central\\_Bank\\_Financial\\_Strength\\_Transparency\\_and\\_Policy\\_Credibility](https://www.researchgate.net/publication/5123877_Central_Bank_Financial_Strength_Transparency_and_Policy_Credibility)