



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES

LA INFLUENCIA DE LOS BANCOS CENTRALES EN LAS POLÍTICAS MONETARIAS DE LOS PAÍSES

Autor: Lucía Tortosa Martínez

Director: Gloria Martín Antón

Madrid

Marzo 2015



LA INFLUENCIA DE LOS BANCOS CENTRALES EN LAS POLÍTICAS MONETARIAS DE LOS PAÍSES.

Lucía
Tortosa
Martínez

RESUMEN

Este trabajo muestra una comparación sistemática entre tres grandes instituciones, el Banco Central Europeo, la Reserva Federal de los Estados Unidos y el Banco de Japón. La estructura y la organización de estos tres bancos centrales refleja los distintos contextos y momentos históricos en los que ha surgido cada uno, así como las características intrínsecas a los países a los que representan a través de su actividad. Mientras que en el aspecto legal y funcional de estos tres bancos centrales existen importantes y significativas diferencias, podemos decir que éstas son menos en aspectos tan relevantes como la política monetaria, los instrumentos utilizados en la misma o la estructura institucional. Este texto analiza diversos factores que han jugado un papel central con el objetivo de disminuir las divergencias entre las principales instituciones monetarias a nivel mundial.

PALABRAS CLAVE

Banco Central Europeo, Reserva Federal, Banco de Japón, política monetaria, transparencia, comunicación, crisis económica y financiera, influencia.

ABSTRACT

This paper contains a systematic comparison among the largest central banks worldwide, the European Central Bank, the Federal Reserve and the Bank of Japan. Their structure and organization reflects the different contexts in which they have been born, as well as the identity features of the countries they represent. The purpose of the study is to analyze their role in the financial and economic crisis in order to reduce the divergences among the most important monetary institutions worldwide.

KEYWORDS

European Central Bank, Federal Reserve, Bank of Japan, monetary policy, transparency, communication, economic and financial crisis, influence.

I.	INTRODUCCIÓN	1
II.	CONCEPTO Y CONTEXTO HISTÓRICO	2
i.	Banco Central Europeo.....	2
ii.	Reserva Federal	5
iii.	Banco de Japón.....	7
III.	ESTRUCTURA ORGANIZATIVA, FUNCIONES Y COMPETENCIAS	8
i.	Marco organizativo, institucional y funcional.....	8
1.	Banco Central Europeo	8
2.	Reserva Federal.....	11
3.	Banco de Japón	14
ii.	Objetivos de política monetaria.....	16
1.	Banco Central Europeo	16
2.	Reserva Federal.....	17
3.	Banco de Japón	18
iii.	Independencia.....	18
1.	Banco Central Europeo	19
2.	Reserva Federal.....	20
3.	Banco de Japón	21
iv.	Transparencia y Comunicación	21
1.	Banco Central Europeo	22
2.	Reserva Federal.....	23
3.	Banco de Japón	24
IV.	ESTRATEGIAS DE POLÍTICA MONETARIA.....	24
i.	Banco Central Europeo.....	24
ii.	Reserva Federal	27
iii.	Banco de Japón.....	28
V.	IMPACTO EN LA ECONOMÍA EN TIEMPOS DE CRISIS.....	30
VI.	CONCLUSIÓN	37
VII.	BIBLIOGRAFÍA	39

I. INTRODUCCIÓN

El Eurosistema, la Reserva Federal de Estados Unidos y el Banco Central de Japón son las autoridades monetarias más importantes a nivel mundial.

En 1998 surge en el seno de la Unión Europea el Eurosistema con el objetivo de forjarse como una autoridad equivalente al Banco de Japón o la Reserva Federal, que habían nacido en 1882 y 1914, respectivamente. El siglo que hay entre la creación de la autoridad nipona y la europea, se ve sin duda reflejado en los diversos aspectos en su actuación. No obstante, no es el tiempo el que trae las diferencias más significativas, sino los distintos contextos históricos y nacionales en los que nace cada una de estas instituciones monetarias. A su vez, con el paso del tiempo, los tres bancos centrales tienden a una senda común en determinadas actuaciones y competencias.

Uno de los factores en los que se asientan las políticas de las tres instituciones es la independencia, la transparencia y la creación de comités de política monetaria. Estos objetivos comunes hacen que se acerquen las posturas entre ellos y se realimenten entre sí a través de sus actuaciones. Sin embargo, en este aspecto hay que remarcar que, a pesar de la búsqueda y creación de comités de política monetaria, las actividades y tendencias de cada uno de ellos dista de las de los otros dos.

La convergencia en los indicadores económicos y financieros entre los tres sistemas está ayudando sin duda a que este camino hacia la misma dirección se afiance. Desde 1980 a 2004, la inflación en Estados Unidos se ha mantenido relativamente constante al igual que en Japón, pudiendo decir que operan de manera armoniosa, desde el punto de vista económico y financiero.

No obstante, las diferencias entre las actuaciones del Banco Central Europeo (en adelante, BCE), la Reserva Federal (en adelante, Fed) y el Banco de Japón son todavía muchas. La más relevante reside en los objetivos de política monetaria que cada uno tiene fijados y que, por tanto, rigen su actuación. La autoridad monetaria europea se fija como objetivo único la estabilidad de precios, mientras que la norteamericana busca el mantenimiento a largo plazo del crecimiento económico a través del máximo empleo, la estabilidad de precios y tipos de interés moderados a largo plazo. A su vez, la finalidad del Banco de Japón en cuanto a su política monetaria se encuentra a medio camino

buscando un doble objetivo, la estabilidad de precios y la creación de un sistema de pago accesible y estable.

Las distintas estrategias de información y comunicación que desarrollan cada uno de los bancos centrales son motivo también de divergencia entre las actuaciones. Existe una gran influencia del marco en el que ha surgido cada uno y el hecho de que dos de ellos, la Reserva Federal y el Banco de Japón, sean autoridades que representan a un país respectivamente, mientras que el Banco Central Europeo representa a un conjunto de ellos.

El objetivo de este trabajo se basa en realizar un análisis comparativo entre las actuaciones y estructuras del Banco Central Europeo, la Reserva Federal y el Banco de Japón, con el objetivo de ver cómo influyen éstas en las decisiones de política monetaria que toman y los distintos efectos que generan en la economía de cada área. La estructura a seguir consistirá en ir, a través del análisis histórico y funcional de cada uno de ellos, desgranando los aspectos relevantes que nos lleven a una conclusión razonada y fundamentada sobre la importancia de estas instituciones y su papel cardinal en la economía. En primer y segundo lugar trataremos el contexto histórico en el que se desarrollan las tres instituciones así como su estructura organizativa, competencias y funciones. En tercer lugar estudiaremos sus estrategias de política monetaria que nos llevarán a analizar, en cuarto lugar, su papel en la economía en el pasado más reciente. En último lugar, realizaremos un análisis económico global a modo de conclusión.

II. CONCEPTO Y CONTEXTO HISTÓRICO

i. Banco Central Europeo

La actividad con la que se ha identificado a los bancos centrales en el ámbito europeo ha sido siempre la emisión y gestión de la moneda nacional, convirtiéndose en un elemento indispensable de la soberanía nacional. Esta gestión ha supuesto un doble efecto adquiriendo sin duda, en primer lugar, una gran importancia en la circulación del dinero como elemento facilitador del comercio. No obstante, también ha desempeñado el papel de convertirse en un medio de representación de la cultura y los símbolos de sus respectivos países.

En línea con el afianzamiento de los billetes como medio de pago en la vida económica moderna, los bancos centrales han adquirido mayor envergadura y la aplicación de la política monetaria se ha convertido en un elemento inherente a la política económica de los Estados (Scheller, 2006).

En este contexto histórico, la realización de la Unión Económica y Monetaria (en adelante, “UEM”) europea a finales del siglo XX, representó un evento único al fijar en una gran parte de Europa un régimen monetario organizado en torno a una moneda única.

El Banco Central Europeo surge en la Unión Europea como resultado de uno de los objetivos principales de la creación de ésta, la UEM. El Tratado de Maastricht, firmado el 7 de febrero de 1992, fue el creador del Tratado de Constitución de la Comunidad Europea el cual incluía entre su articulado aspectos diversos sobre la misma. Debido al gran calado e importancia de esta institución, las normas de derecho originario que la contenían no fueron modificadas por los Tratados posteriores de Ámsterdam y Niza, en 1997 y 2001, respectivamente.

La razón principal de esta continuidad radica en que el procedimiento de UEM tenía tres fases, siendo la última y más importante, la implantación de la moneda única y la aplicación de la política monetaria única por parte del Banco Central Europeo, a partir del año 1999 (López Escudero, 2008)

La transferencia de la competencia sobre la política monetaria a nivel comunitario suponía modificaciones importantes en el marco regulador de las actividades del Banco Central Europeo. La cesión del ejercicio de las competencias monetarias de los estados a la Comunidad Económica Europea así como la creación de una moneda única, sustitutiva de las monedas nacionales de los estados miembros, fueron los dos elementos claves de esta transferencia. Para lograr tal objetivo, se requería una estructura institucional específica para la gestión de la política monetaria que fue lograda a través del Sistema Europeo de Bancos Centrales (“SEBC”, en adelante). El Sistema Europeo de Bancos Centrales comenzó a desarrollar plenamente sus funciones el 1 de julio de 1998, representando el paso de las actividades de banca central nacionales a un ámbito supranacional.

La composición del SEBC y del Eurosistema no coincide. El primero de ellos está formado por el Banco Central Europeo y los Bancos Centrales nacionales de todos los Estados Miembros. Sin embargo, el Eurosistema está centrado en las políticas de

aquellos países que forman parte de la zona euro, estando su estructura compuesta por el Banco Central Europeo y los Bancos Centrales nacionales de los países de la moneda única.

El aspecto anteriormente mencionado sobre la estructura del SEBC incide en los objetivos que el artículo 105 del Tratado de la Comunidad Europea le otorgaba. Este artículo declaraba:

“El objetivo principal del SEBC será mantener la estabilidad de precios. Sin perjuicio de este objetivo, el SEBC apoyará las políticas económicas generales de la Comunidad con el fin de contribuir a la realización de los objetivos comunitarios establecidos en el artículo 2. El SEBC actuará con arreglo al principio de una economía de mercado abierta y de libre competencia, fomentando una eficiente asignación de recursos de conformidad con los principios expuestos en el artículo 4.

Las funciones básicas que se llevarán a cabo a través del SEBC serán:

- *Definir y ejecutar la política monetaria de la Comunidad;*
- *Realizar operaciones de divisas coherentes con las disposiciones del artículo 111;*
- *Poseer y gestionar las reservas oficiales de divisas de los Estados miembros;*
- *Promover el buen funcionamiento de los sistemas de pago.”*

Con el transcurso de los años en el marco de la Comunidad Europea, posterior Unión Europea, se va avanzando de manera progresiva hacia una unión económica y monetaria más consolidada. No obstante, esto no implica que ésta no siga todavía en sus primeros estadios, razón por la cual no ha sufrido grandes cambios en los tratados posteriores, la fallida Constitución Europea y el Tratado de Lisboa.

El Tratado de Lisboa supuso en el seno de la Unión Europea un momento relevante. Tras haber intentado alcanzar una Carta Magna y haber encontrado un fuerte rechazo en algunos Estados Miembros, surge la necesidad de renovar los tratados constitutivos y buscar un paliativo al escepticismo comunitario existente. En materia de UEM, Lisboa rescata casi todas las innovaciones que se habían incluido en el Tratado Constitucional. Es el Tratado de Lisboa el que mejora la reglamentación de la UEM como un objetivo de la nueva Unión Europea (artículo 3.4 TUE), y la mantiene como competencia exclusiva en el ámbito monetario, y específica en lo económico (artículos 3.1 y 5.1. del TFUE).

Los puntos principales del Tratado de Lisboa en la materia que nos compete se basan, en primer lugar, en el nuevo régimen jurídico desarrollado de manera específica para los países de la eurozona. A su vez, también consigue una mayor proyección exterior del euro al conseguir avances como el incremento de poderes de la Comisión para supervisar, vigilar y actuar, si fuera necesario, en el caso de déficit excesivo en los países de la eurozona. Por último, con el Tratado de Lisboa se consolida la independencia del BCE, elemento esencial que será posteriormente analizado. Dicha independencia se busca a través de mandatos relativamente extensos de los miembros del Comité Ejecutivo (ocho años) y de la obligación impuesta al BCE y a los bancos centrales nacionales de rechazar instrucciones procedentes de otras instituciones de la UE, de los gobiernos de los Estados miembros o de cualquier otro organismo.

ii. Reserva Federal

Estados Unidos, en sus primeras décadas de existencia, se caracterizaba por ser un territorio muy extenso en el que existía una población muy diversa dependiendo de la zona del país. Inicialmente, los aspectos que más interesaban al poder público y a los ciudadanos se encontraban alrededor de la búsqueda de una democracia y de un sistema jurídico a través del cual organizarse. La economía se configuraba como algo local entre pequeños comerciantes y, generalmente, no solía generar grandes impactos. No obstante, como no podía ser de otra manera, con el paso de los años la economía fue ganando importancia pasando a convertirse progresivamente en un país de referencia.

Como consecuencia de todos estos cambios, el territorio más industrializado de principios del siglo XX necesitaba una institución que le permitiera gestionar su dinero y su crédito de la manera más efectiva que se hubiera visto hasta ese momento. No obstante, el camino hasta conseguir la creación de la Reserva Federal como banco central no fue nada fácil debido al gran conflicto de opiniones existente (Jonhson, 2010).

La primera gran iniciativa en torno a la creación de una reforma financiera fue llevada a cabo por Nelson Aldrich, en lo que fue llamado el Plan Aldrich. Este proyecto fue metódicamente elaborado por este senador conservador con la ayuda de los banqueros más poderosos del momento. No obstante, tuvo un gran rechazo entre los políticos progresistas y nunca salió a la luz. Esta situación fue generando un descontento generalizado entre la población, al considerarse que el control sobre el sistema bancario

y financiero se encontraba principalmente en manos de un reducido grupo, el “money trust”. Este hecho, junto con el nombramiento de Woodrow Wilson como presidente de los Estados Unidos en marzo de 1913, fue el desencadenante de la creación de la reforma financiera (Todd, 2012).

El demócrata Wilson buscaba la creación de un banco central como ente encargado de la política monetario del país. Para lograr su objetivo, se rodeó de personas con un gran conocimiento en la materia, siendo el más relevante Carter Glass. La propuesta de Glass se basó, a diferencia de la de Aldrich, en descentralizar la institución del banco central creando una pluralidad de reservas federales de cada estado, cuya importancia relativa fue distinta. De este modo se convertía la Reserva Federal de Nueva York en la primera y fundamental de todas ellas, quedando a continuación algunas como las de Chicago o San Francisco.

Finalmente, conforme al Plan Glass, el presidente Woodrow Wilson aprobó el Acta de creación de la Reserva Federal, el 23 de diciembre de 1913. Se caracterizó por ser un organismo descentralizado compuesto por doce Reservas Federales regionales, debido a la creencia generalizada de que el poder económico y financiero se encontraba altamente centralizado en Wall Street.

El Acta de creación de la Reserva Federal buscaba con su creación alcanzar la estabilidad económica a través del establecimiento de un Banco Central, encargado de la política monetaria de los Estados Unidos. Esta norma puede considerarse una de las más relevantes e influyentes en el ámbito normativo del país norteamericano.

La Reserva Federal, tal y como existe hoy, no es tal y como fue creada en 1913 en el mandato del presidente Wilson. El sistema se ha convertido en algo distinto y se ha adaptado con el paso de los años a las necesidades nacionales. Los dos momentos históricos que han generado los cambios más importantes fueron la Gran Depresión, años 30, y la crisis de finales de los 70. La crisis iniciada en el año 2007 en los Estados Unidos tendrá en el futuro un importante impacto que podrá verse nítidamente con el transcurso de unos años.

iii. Banco de Japón

El proceso de modernización de Japón empezó en el siglo XIX con la adopción de numerosas estructuras procedentes de los países occidentales. El gobierno de este momento, introdujo este sistema con unos objetivos ya en mente basados en una extraordinaria reforma política. El resultado fue el final de 260 años de feudalismo en Japón y la modernización de la economía japonesa hacia el capitalismo.

Conforme a Yoshino (Yoshino, 1977), la reforma comenzó con la implantación de los modernos sistemas y técnicas de producción de los países de Occidente. Una vez alcanzado esto, era necesario estabilizar el sistema monetario que se encontraba en un estado de descontrol. El establecimiento de un sistema monetario era prerequisite indispensable para un posterior desarrollo del capitalismo en el país nipón. No obstante, en el desarrollo de este sistema monetario se cometió un error que produjo grandes problemas en la economía del país. Se consideró que una manera de lograrlo era emitiendo un número mayor de billetes, generando la consecuencia típica en ese tipo de situaciones, una enorme inflación. Tras varios años de problemas, hacia finales del siglo XIX surgió un proyecto que reconocía la causa del problema y planteaba soluciones.

Masayoshi Matsukata fue el protagonista de este proyecto que, en 1881, vio como principal objetivo el establecimiento de un banco central y la eliminación del exceso de billetes emitidos. Este ministro japonés desarrolló su propuesta tras años viajando por Europa y conociendo más acerca de los sistemas monetarios de los países occidentales. Basándose en ellos configura el Banco de Japón, en cuya estructura y objetivos se denotan similitudes con los bancos centrales de ciertos países europeos.

Tanto es así que, el modelo de institución en el que se basó Matsukata fue el Acta de creación del Banco Central belga. Bélgica había sufrido en el pasado problemas similares a los japoneses en cuanto a la emisión excesiva de moneda y, a través de la creación de la institución monetaria, consiguieron superarlos generando una contribución esencial a la restauración del sistema financiero. Otro de los motivos por los que se siguió esta línea fue la similitud entre los gobiernos de ambos países, ya que se caracterizaban ambos por tener una fuerte autoridad y poder para desplegarla sobre el banco central.

El origen del Banco de Japón no tiene que entenderse como una mera curiosidad, sino como la piedra angular del desarrollo posterior de sus políticas monetarias y las

semejanzas existentes con las políticas occidentales. Los deseos de conseguir un desarrollo moderno de Japón a la altura de las instituciones europeas han dejado su huella en el transcurso de los años.

Sin embargo, la evolución económica de Japón desde mitad del siglo XX ha ido generando una situación de deflación importante, y produciendo a principios de los noventa un estancamiento de la economía japonesa originado fundamentalmente por la burbuja financiera generada durante los años anteriores (García Herrero, Martín Machuca, 2003).

Debido a la “longevidad” de la institución, se han producido algunos cambios estructurales con el paso de los años. Tras la segunda Guerra Mundial, en 1942, se promulgó otro Acta del Banco de Japón cuyos objetivos reflejaban de manera directa el ambiente de guerra que se estaba viviendo. Este acta ha sido reformada numerosas veces, siendo la última de 1998. Los dos elementos más significativos de la última reforma fueron la introducción de los principios de independencia y transparencia del Banco de Japón, en línea con los seguidos por la Reserva Federal y el Banco Central Europeo.

III. ESTRUCTURA ORGANIZATIVA, FUNCIONES Y COMPETENCIAS

i. Marco organizativo, institucional y funcional

1. Banco Central Europeo

El nacimiento del Banco Central Europeo se produjo como consecuencia de la introducción en el Tratado de Maastricht, 1993, de las disposiciones reguladoras de la Unión Económica y Monetaria. El Tratado contenía las disposiciones básicas sobre la creación del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), formado por el Banco Central Europeo y los bancos centrales de los Estados miembros. Fue fundado el 1 de junio de 1998 encontrándose su sede en la ciudad alemana de Frankfurt.

Organización

Los órganos que rigen las actuaciones del Banco Central Europeo son tres: el Consejo de Gobierno, el Comité Ejecutivo y el Consejo General.

El Consejo de Gobierno está compuesto por los miembros del Comité Ejecutivo del Banco Central Europeo y por los gobernadores de los bancos centrales de los países que forman parte de la eurozona (aquellos cuya moneda es el euro).

En cuanto a las labores que desempeña, el artículo 12 del Estatuto del Banco Central Europeo dispone que adopta las orientaciones y decisiones necesarias para garantizar el cumplimiento de las funciones. A su vez, también se encarga de enunciar la política monetaria y determinar las reglas necesarias para su ejecución. En último lugar, el citado artículo dispone que se encargará de asesorar y decidir sobre la composición del SEBC en las tareas de cooperación internacional (Gesdesmeier, Mongelli, Roffia, 2007).

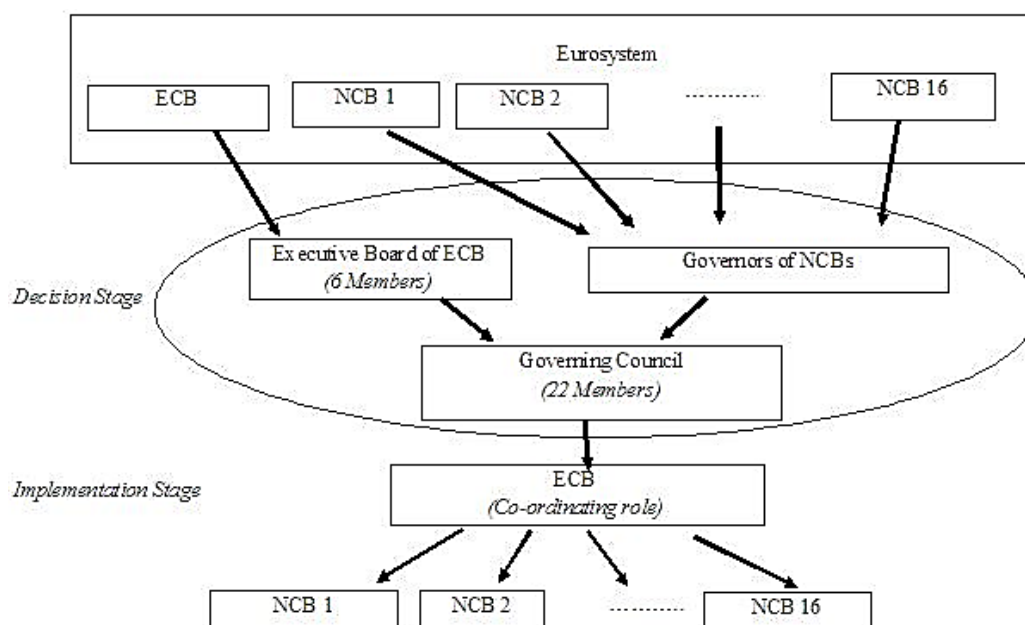
El Comité Ejecutivo está formado por el Presidente, el Vicepresidente y otros cuatro miembros, nombrados por el Consejo Europeo por mayoría cualificada y, sobre la base de una recomendación del Consejo de la Unión Europea, consultados el Parlamento Europeo y el Consejo de Gobierno. Es importante reflejar en este punto que el mandato del Comité Ejecutivo es por un período de ocho años no reelegibles. El motivo en el que radica esta decisión es la búsqueda de la independencia en el funcionamiento de la autoridad monetaria, que más adelante comentaremos.

En cuanto a las responsabilidades unidas al cargo, gestiona las labores de carácter ordinario del Banco Central Europeo y ejecuta la política monetaria conforme aquello que el Consejo de Gobierno, en su labor de director de la política monetaria, disponga.

Por último, el Consejo General está compuesto por el Presidente y Vicepresidente del Banco Central Europeo y por los gobernadores de los bancos centrales nacionales de todos los países miembros de la Unión, a diferencia del Consejo de Gobierno, que solo incluye a los de la zona euro.

Su papel principal es actuar como conector o nexo entre aquellos estados que forman parte del euro y los que, aun siendo parte de la Unión Europea, mantienen sus respectivas monedas nacionales.

En el siguiente cuadro se resume la estructura organizativa del Banco Central Europeo (ECB) y la participación de los Bancos Centrales Nacionales (NBC).



Fuente: Gerdesmeier, Lichtenberger y Mongelli (2010).

Funciones (Meier, 2014)

La primera y principal función que desempeña a día de hoy el Banco Central Europeo se basa en la gestión de la política monetaria en la Unión Europea. Para ello, tiene que atenerse a lo dispuesto en los tratados constitutivos¹ sobre los objetivos que debe alcanzar con su actuación, la estabilidad de precios en la zona.

No obstante, sin desmerecer ni contradecir este propósito, el SEBC apoya a su vez las políticas económicas generales con el objetivo de ayudar a alcanzar los objetivos marcados de la Unión Europea. Para poder llevarlo a cabo, basa su actividad en los principios de economía de mercado abierta, de libre competencia y de respeto a los principios de política económica y monetaria² de la Unión Europea. Las principales funciones que desempeña el Sistema Europeo de Bancos Centrales en el seno de la Unión, son, conforme al Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, las ya mencionadas supra (apartado II.i) en el artículo 127.2³.

¹ Artículo 127.1 *Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea*, DOUE núm. 83, de 30 de marzo de 2010, pp. 47 a 199: "El objetivo principal del Sistema Europeo de Bancos Centrales, denominado en lo sucesivo SEBC, será mantener la estabilidad de precios".

² Artículo 119 *Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea*, DOUE núm. 83, de 30 de marzo de 2010, pp. 47 a 199.

³ "Las funciones básicas que se llevarán a cabo a través del SEBC serán: definir y ejecutar la política monetaria de la Unión; realizar operaciones de divisas coherentes con las disposiciones del artículo 219; poseer y gestionar las reservas oficiales de divisas de los Estados miembros; promover el buen funcionamiento de los sistemas de pago".

En segundo lugar, la otra gran función que desarrolla el Banco Central Europeo a día de hoy, y solo desde el mes de noviembre de 2014, es la de supervisión. En esta fecha se creó el Reglamento del Mecanismo Único de Supervisión⁴ que le atribuye, junto con las autoridades competentes de cada uno de los Estados miembros de la eurozona, la supervisión de las entidades de crédito. Las actuaciones que lleven a cabo se desplegarán con plena independencia respecto de los países miembros. Conforme a la Exposición de Motivos del Reglamento regulador, se entiende necesaria esta función porque, a pesar de que actualmente se caracterice por ser una labor nacional, no está siendo suficiente. *“La crisis ha demostrado que la coordinación por sí sola no basta, en particular en el contexto de una moneda única. En consecuencia, para preservar la estabilidad financiera en la Unión y aumentar los efectos positivos de la integración de los mercados sobre el crecimiento y el bienestar, debe reforzarse la integración de las responsabilidades de supervisión”*⁵.

2. Reserva Federal

Organización

La Reserva Federal estadounidense está formada por el Consejo de Gobierno, las doce Reservas Federales regionales y el Comité Federal de Mercado Abierto (Fox, Álvarez, Braunstein, 2005).

En primer lugar, en cuanto al Consejo de Gobierno, desde la aprobación del Acta de la Reserva Federal de 1935, está formado por un número total de siete miembros. El Presidente de la Reserva es el encargado de nombrar al Presidente y Vicepresidente del Consejo de Gobierno, con la colaboración y consentimiento del Senado. Los miembros de dicho Consejo son nombrados por un período de catorce años, no siendo posible la reelección. Sin embargo, el nombramiento del Presidente y Vicepresidente dura un total

⁴ Reglamento (UE) n° 1024/2013 del Consejo, de 15 de octubre de 2013, que encomienda al Banco Central Europeo tareas específicas respecto de políticas relacionadas con la supervisión prudencial de las entidades de crédito, DOUE núm. 287, de 29 de octubre de 2013, pp. 63 a 89.

⁵ Exposición de Motivos Reglamento (UE) n° 1024/2013 del Consejo, de 15 de octubre de 2013, que encomienda al Banco Central Europeo tareas específicas respecto de políticas relacionadas con la supervisión prudencial de las entidades de crédito, DOUE núm. 287, de 29 de octubre de 2013, pp. 63 a 89.

de cuatro años, pudiendo continuar en el cargo siempre que no sobrepasen el límite de los catorce años.

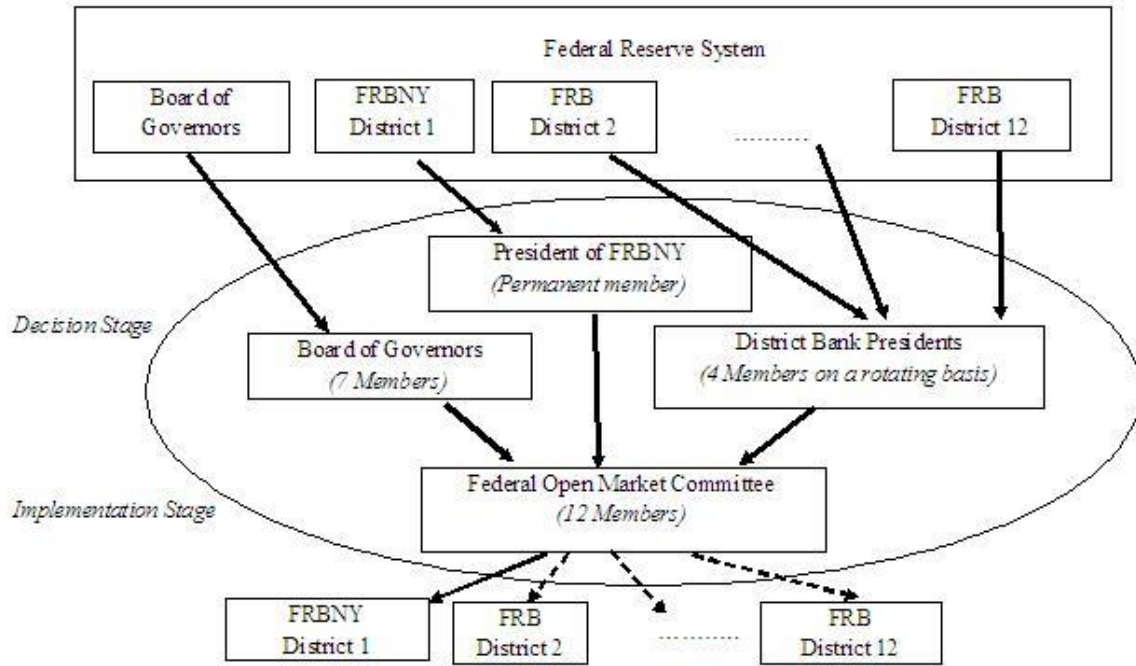
La Reserva Federal controla las tres herramientas principales de la política monetaria – operaciones de mercado abierto, tipos de descuento y reservas monetarias-. De estos tres elementos, el Consejo de Gobierno se encarga de los dos últimos, los tipos de descuento y las reservas monetarias.

A su vez, el sistema también está formado por las doce Reservas Federales localizadas en: Boston, Nueva York, Philadelphia, Cleveland, Richmond, Chicago, St. Louis, Minneapolis, Kansas City, Dallas y San Francisco. En cuanto al poder de decisión que tienen, éste no es el mismo para todas ellas. La Reserva de Nueva York tiene un voto permanente en el proceso de decisión, mientras que las de Chicago y Cleveland se alternan anualmente. Respecto a las nueve restantes, se van alternando ya que solo cuatro de ellas pueden participar en el proceso.

Por último, también entra en juego el Comité Federal de Mercado Abierto (Federal Open Market Committee, en adelante FOMC). Está compuesto por doce miembros, de los cuales siete pertenecen al Consejo de Gobierno y al sistema de Reservas Federales; otro es el presidente de la Reserva Federal de Nueva York; y, los cuatro restantes son presidentes de las restantes Reservas Federales de manera rotatoria.

En cuanto a sus funciones, es el responsable de las operaciones de mercado abierto que se enmarcan dentro de las políticas monetarias que desarrolla la Reserva Federal.

En el siguiente cuadro se puede observar cómo se organiza la Reserva Federal a partir de los organismos anteriormente explicados. Cuando se hace referencia a FRNY se habla de la Reserva Federal de Nueva York, siendo FRB la de Boston.



Fuente: Gerdesmeier, Lichtenberger y Mongelli (2010).

Funciones

Hoy en día podríamos decir que las funciones o responsabilidades de la Reserva Federal recaen, principalmente, sobre cuatro aspectos principales.

En primer lugar, su papel estrella es ser la encargada del desarrollo de la política monetaria. Con su actuación consigue tener influencia sobre el crédito y las condiciones económicas, permitiéndole así conseguir sus objetivos principales: máximo empleo, precios estables y tipos de interés moderados a medio plazo (Federal Reserve Act, 1913).

En segundo lugar, al igual que el Banco Central Europeo, se encarga de la supervisión y la regulación de las entidades de crédito con el objetivo de asegurar la estabilidad del sistema financiero. No solo busca proteger la solidez y solvencia del sistema, sino también los intereses de los particulares.

En tercer lugar, mantiene la estabilidad del sistema financiero e impide la aparición de riesgo sistemático en el mismo.

En último lugar, la Reserva Federal se encarga de proporcionar servicios financieros a instituciones como el Gobierno de los Estados Unidos u organismos

extranjeros. A su vez, juega un papel esencial en la organización del sistema de pagos nacional.

3. Banco de Japón

Organización

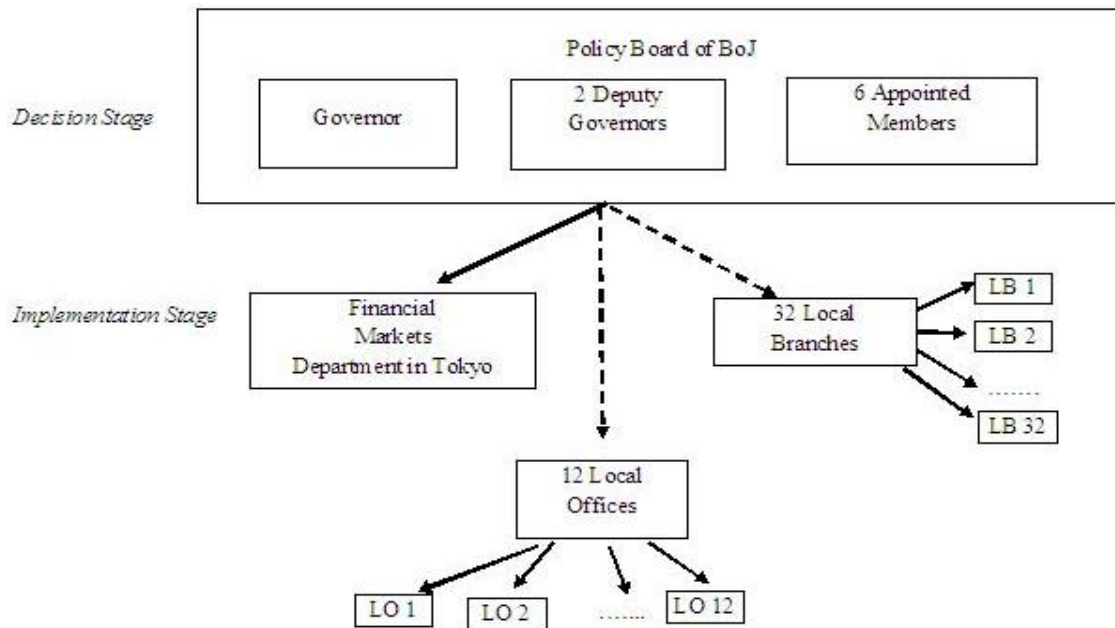
El Banco de Japón se organiza a través del Comité de Política Monetaria o “Policy Board”. Éste órgano es el encargado de adoptar todas las decisiones relativas a la política monetaria. Está compuesto por el Gobernador, dos Gobernadores Adjuntos y seis Directores Ejecutivos, haciendo un total de nueve miembros. Los integrantes del Comité son elegidos por el Consejo de Ministros cada cinco años, teniendo que ser aprobado su nombramiento por el Parlamento. El presidente del Banco de Japón es elegido por los miembros del Comité de Política Monetaria.

Es importante recalcar que el Banco de Japón actúa como la cabeza de un sistema federal de bancos centrales, estando bajo su supervisión treinta y dos filiales, catorce oficinas locales y siete oficinas con representación extranjera.

En cuanto a las labores que desarrolla, el Comité de Política Monetaria es el encargado de establecer las bases de la política monetaria y su control, así como la fijación de los principios para el desarrollo de las operaciones bancarias. Dentro del mismo, el Gobernador es la persona que representa al Banco de Japón y desarrolla el negocio de la institución. En cuanto a la labor administrativa, ésta es desarrollada por los dos Gobernadores Adjuntos que asisten al Gobernador. Por último, los seis Directores Ejecutivos desarrollan una labor de asistencia a los dos órganos anteriores.

Además, el Banco de Japón se caracteriza por operar de una manera más individualizada que sus homólogos en la Unión Europea y los Estados Unidos. Sus decisiones se toman como un comité individualizado, es decir, las diferencias entre las opiniones son conocidas y las decisiones se toman por mayoría. Los miembros están autorizados para expresar sus preferencias y no están obligados a aceptar todas las decisiones del grupo (Gesdesmeir, Mongelli, Roffia, 2007).

El siguiente cuadro muestra de manera gráfica la organización del Banco de Japón, siendo las LO las Oficinas Locales.



Fuente: Gerdesmeier, Lichtenberger y Mongelli (2010).

Funciones

El Banco de Japón, con el objetivo de lograr la estabilidad de precios y del sistema financiero, desarrolla un conjunto de funciones que podrían ser agrupadas en cuatro bloques (Institute For Monetary And Economic Studies, 2012):

En primer lugar, se encarga de los servicios relativos pago. El Banco de Japón actúa con el objetivo de que se lleve a cabo un uso del dinero conveniente, garantizando a los individuos y empresas la confidencialidad en sus transacciones comerciales. Por tanto, garantiza la circulación de billetes en todo el país, mientras previene la falsificación de los mismos con el objetivo de promover la pureza y seguridad del sistema.

En segundo lugar, desarrolla la política monetaria a través del principio que se basa en la obtención de la estabilidad de precios, contribuyendo al mismo tiempo al desarrollo de la economía nacional. Basado en este principio, el Banco de Japón debe conducir la política monetaria de un modo adecuado para lograr mantener la estabilidad de precios en un medio y largo plazo.

En tercer lugar, garantiza la estabilidad del sistema financiero. El sistema financiero es el medio a través del cual se transfieren y distribuyen los fondos, pero también el riesgo, entre entidades. Cuando hablamos de estabilidad del sistema financiero nos estamos refiriendo a la situación en la que las personas puede prestar y recibir de manera absolutamente segura. Para mantener esta premisa, la clave es realizar una gestión

adecuada de los riesgos en el desarrollo del negocio, tal y como hace el Banco de Japón. La institución nipona ofrece diversos cursos y herramientas para formar y posteriormente implementar estas actuaciones.

Por último, ofrece al Gobierno asistencia en servicios financieros relacionados. El Banco acepta depósitos gubernamentales y presta servicios relacionados con el pago de, por ejemplo, pensiones, cargos públicos o tasas.

ii. Objetivos de política monetaria

Los bancos centrales sobre los que estamos haciendo el estudio desarrollan su actividad conforme a unos objetivos que vienen determinados en sus tratados o actas constitutivas. El objetivo de este punto es dar unas pinceladas sobre los mismos en el marco de su funcionamiento y competencias, siendo posteriormente desarrolladas a fondo sus actuaciones en la política monetaria de los respectivos países.

1. **Banco Central Europeo**

El Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea enuncia los objetivos de política monetaria de la misma en el artículo 127.1, el cual reza lo siguiente:

“El objetivo principal del Sistema Europeo de Bancos Centrales, denominado en lo sucesivo SEBC, será mantener la estabilidad de precios. Sin perjuicio de este objetivo, el SEBC apoyará las políticas económicas generales de la Unión con el fin de contribuir a la realización de los objetivos de la Unión establecidos en el artículo 3 del Tratado de la Unión Europea. El SEBC actuará con arreglo al principio de una economía de mercado abierta y de libre competencia, fomentando una eficiente asignación de recursos de conformidad con los principios expuestos en el artículo 119”.

Podemos observar cómo existe una jerarquía a la hora de fijar los objetivos de la política monetaria. El que rige la actividad de la Unión es la estabilidad de precios, camino que debe mantener siempre la institución monetaria. No obstante, existen otros objetivos de carácter subsidiario que también deben ser cumplidos. El artículo 3 del citado Tratado Constitutivo, Tratado de la Unión Europea, define estos como:

“La Unión establecerá un mercado interior. Obrará en pro del desarrollo sostenible de Europa basado en un crecimiento económico equilibrado y en la estabilidad de los precios, en una economía social de mercado altamente competitiva, tendente al pleno empleo y al progreso social, y en un nivel elevado de protección y mejora de la calidad del medio ambiente. Asimismo, promoverá el progreso científico y técnico”.

El Banco Central Europeo deberá garantizar a través de la estabilidad de precios y el crecimiento económico no inflacionario, el pleno empleo y el progreso social, así como un alto grado de competitividad y convergencia de las actuaciones económicas.

2. Reserva Federal

El mandato de la Reserva Federal contrasta con el del Banco Central Europeo por ser múltiple. Los objetivos de política monetaria de esta institución aparecen regulados en el Acta de la Reserva Federal, en la sección 2A.1, la cual establece:

“El Consejo de Gobierno del Sistema de la Reserva Federal y el Comité de Mercado Abierto deberán mantener el crecimiento a largo plazo de los agregados monetarios y crediticios con el incremento potencial de la producción, para así promover de manera efectiva los objetivos de máximo empleo, estabilidad de precios y tipos de interés moderados a largo plazo”.

La institución monetaria norteamericana se rige así por un objetivo múltiple, consistente en el mantenimiento del pleno empleo, la estabilidad de precios y los tipos de interés. No obstante, economistas de renombre como Goodfriend consideran que, a pesar de que el Acta de la Reserva Federal no incluya entre sus objetivos la baja inflación, es necesario que la Reserva eduque a su población y le muestre los efectos positivos de la misma (Goodfriend, 1999). El Comité de Mercado Abierto, desde enero de 2012, ha determinado que la tasa de inflación debe encontrarse en torno al 2%, con el ánimo de cumplir los objetivos de política monetaria. En cuanto al nivel de empleo, está principalmente determinado por factores no monetarios que afectan a la estructura del mercado laboral. Estos factores pueden cambiar a lo largo del tiempo haciendo que no puedan ser medibles. Como resultado, el Comité no especifica un objetivo fijo de pleno empleo.

A su vez, ha sido muy defendido que, a pesar de la multiplicidad de objetivos, la Reserva Federal siempre ha fijado mucho su atención en la estabilidad de precios (Bernanke, 2003). De hecho, durante los últimos años ha habido una clara llamada a la estabilidad de precios, frente al resto de actuaciones.

3. Banco de Japón

Los objetivos del Banco de Japón se fijan principalmente en dos, y en el siguiente orden.

En primer lugar debe mantener, al igual que las dos instituciones anteriores, la estabilidad de precios en el marco de su política monetaria. En segundo lugar, la institución nipona debe actuar garantizando un sistema de pago accesible y estable.

Es preciso recalcar que el 9 de marzo de 2006, el Banco de Japón introdujo un cambio en el marco de la política monetaria, revisando su opinión acerca de la estabilidad de precios. El objetivo de su medida era asegurar un ambiente adecuado para el desarrollo económico (Negrea y Munteanu, 2008). La razón de ser de la actuación japonesa fue la aparición de los primeros indicios de que podría estar próximo el final de la deflación, al situarse en terreno positivo la tasa de inflación de los precios de consumo (Banco de España, 2007). En términos cuantitativos, una inflación entre un cero y un dos por ciento se consideró adecuada conforme a la visión de los miembros del Consejo de mantener una estabilidad de precios a corto y medio plazo.

iii. Independencia

Durante las dos últimas décadas la actividad de los bancos centrales se encuentra inmersa en un tremendo cambio. Uno de los aspectos que deben ser comentados en el marco de esa situación es la necesidad de garantizar la independencia de los mismos que hasta este momento se encontraban bajo el poder de los ministros de finanzas de los respectivos países.

La independencia la vemos desde un punto de vista tanto teórico como empírico. Teóricamente, el tiempo ha demostrado que hay que cambiar la concepción antigua y proteger al regulador monetario de la influencia política de los gobiernos. Empíricamente, diversos estudios han demostrado que la independencia de los bancos centrales conlleva

una disminución de las tasas de inflación, así como estabilidad y crecimiento económico. (Blinder y Wyplosz, 2004).

El concepto de independencia contiene varios elementos como son la independencia personal, la independencia financiera y la independencia funcional.

En primer lugar, cuando hacemos referencia a la independencia personal, hablamos de la composición y status de los miembros de los órganos principales de los bancos. Incluimos aquí los procedimientos de nombramiento, la duración de los mandatos, las normas de revocación, los requisitos de competencia profesional, así como la regulación de los conflictos de intereses.

La independencia financiera hace referencia a la necesaria separación entre la actuación financiera gubernamental y la del banco central.

Por último, la independencia funcional se basa en diferenciar las políticas del banco central frente a las del gobierno, mediante la autonomía a la hora de formular y ejecutar la política monetaria.

Una vez que ya tenemos claro el concepto y la importancia de la independencia, en las líneas siguientes haremos un breve análisis de cómo se materializa esto en los bancos centrales objeto de estudio.

1. Banco Central Europeo

El artículo 282 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea establece que *“[s]erá independiente en el ejercicio de sus competencias y en la gestión de sus finanzas. Las instituciones, órganos y organismos de la Unión y los Gobiernos de los Estados miembros respetarán esta independencia”*.

En el marco de la Unión Europea, existen cuatro provisiones que se encargan de salvaguardar la independencia tanto del Eurosistema como de sus órganos de decisión.

En primer lugar, para garantizar la independencia personal, la influencia política sobre los miembros de la institución bancaria se minimiza, dotando a los cargos con mandatos de larga duración. A su vez, con la misma finalidad, el Consejo Ejecutivo del Banco Central Europeo no puede ser reelegido.

En segundo lugar, en relación con la independencia financiera, las disposiciones del Banco Central Europeo se adoptan de manera separada frente a las correspondientes para la comunidad europea. Con el objetivo de poder garantizar este funcionamiento, el BCE tiene su propio presupuesto y su capital está suscrito por los Bancos Centrales Nacionales de los países de la Eurozona.

A su vez, se prohíbe expresamente que los Tratados puedan fijar cualquier disposición por la que el banco central conceda crédito al sector público.

Finalmente, en el aspecto funcional, el Banco Central Europeo dispone de sus propios mecanismos y competencias para desarrollar la política monetaria⁶, estando autorizado para tomar las decisiones que estime oportunas en cada momento.

2. Reserva Federal

La Reserva Federal es un organismo que cuenta con independencia, pero no tan fuerte y arraigada como la que caracteriza al BCE (Wynne, 1999). La Constitución de los Estados Unidos permite al Congreso que acuñe moneda y regule el valor de la misma. A pesar de que en la actualidad esta competencia ha sido cedida a la Reserva Federal, por mandato constitucional podría revocarla en cualquier momento, distorsionando la independencia basada en la separación entre el gobierno y el banco central.

Existen numerosas disposiciones reguladoras de la independencia de la Reserva Federal (en adelante, Fed). Desde el punto de vista financiero, es independiente de otras agencias gubernamentales, financiándose a sí misma y, por tanto, estando al margen del presupuesto del Congreso (Negrea y Munteanu, 2008).

La independencia personal está garantizada a través de mandatos muy largos. Los siete miembros del Consejo de Gobierno, a pesar de ser nombrados por el Presidente y confirmados por el Senado, tienen un mandato de catorce años. Esto hace que los cambios de gobierno que se produzcan cada cuatro años no afecten a la Reserva Federal ya que sus miembros se mantienen durante tres legislaturas y media.

⁶ Vid. epig. III.ii.1 “Objetivos de política monetaria”.

3. *Banco de Japón*

Con el objetivo de asegurar la independencia de la autoridad monetaria, la legislación básica del Banco de Japón fue revisada en 1997, estableciendo que “*la autonomía del Banco de Japón en relación con el control monetario debe ser respetada*”.

Desde el ámbito personal, los miembros del Comité de Política Monetaria no pueden ser destituidos por sostener opiniones divergentes con el gobierno, lo cual es una clara manifestación de la independencia individual del Banco de Japón. Como anteriormente ya expresamos, el individualismo del Banco de Japón se deja entrever de nuevo. A su vez, financieramente, el gobierno tiene prohibido ordenar al Banco la adopción de cualquier política o conducta para una operación comercial determinada.

La independencia de la institución no es un obstáculo para que el Banco de Japón mantenga contacto directo con el gobierno, intercambiando la suficiente información. De hecho, los representantes del mismo son invitados a las sesiones del Comité de Política Monetaria con el objetivo de que aporten su visión y hagan propuestas. A su vez, también tienen la potestad para instar al Comité a retrasar la adopción de una determinada medida si consideran que puede ser lo más razonable para la economía o estabilidad nipona. No obstante, los miembros no podrán en ningún caso votar durante la adopción de las medidas de política monetaria.

iv. *Transparencia y Comunicación*

A principios de los años ochenta, durante el mandato de Paul Volcker como presidente de la Reserva Federal, se observó que era más fácil alcanzar la tan ansiada estabilidad de precios y la reducción de la inflación si existía credibilidad sobre la autoridad monetaria (Goodfriend, 1999). Se consideró que tal credibilidad se podía alcanzar a través de una buena comunicación y transparencia en la actuación.

Años más tarde, otro conocido autor Woodward (2003), subrayaba el hecho de que la transparencia puede ayudar a mejorar la eficiencia de la política monetaria. No obstante, hay que saber que estos mecanismos tienen un límite ya que, aplicados en exceso, podrían llegar a generar confusión.

Los conceptos de transparencia y comunicación van a ser explicados en general, haciendo posteriormente concreciones respecto a cada uno de los bancos centrales.

La *transparencia* de la política monetaria podría entenderse como la información que el banco central revela sobre el proceso monetario. Según Blinder (2004), esta información debe ser clara, tener un contenido sustantivo y estar abierta a análisis público. Eijffinger y Geraats (2002), economistas holandeses, distinguen cinco tipos de transparencia en la política monetaria:

- La *transparencia política* se entiende como la apertura y la objetividad a la hora de fijar los objetivos de política monetaria.
- La *transparencia económica* se refiere a la información económica usada en la política monetaria, incluyendo los datos económicos, los modelos y las previsiones.
- La *transparencia procedimental* refleja la manera en la que se toman las decisiones monetarias.
- La *transparencia monetaria* implica que las decisiones sobre esta materia deben ser anunciadas públicamente de manera inmediata. Esto no implica que se informe exclusivamente sobre la adopción de medidas, sino que también debe ser explicado su impacto a corto y a largo plazo.
- Por último, la *transparencia operativa* se basa en la implementación de las políticas del correspondiente banco central.

La *comunicación* ha de entenderse como una herramienta indispensable en la gestión de las expectativas, contribuyendo activamente a incrementar la confianza y credibilidad de las políticas monetarias. En períodos de gran incertidumbre como los vividos recientemente, es fundamental permitir que el público pueda participar en los mercados financieros mediante la aportación de información clara, con el objetivo de garantizar la estabilidad de precios y explicar la razón de ser de las decisiones de política monetaria (Banco Central Europeo, 2009).

1. Banco Central Europeo

En términos de transparencia, el Eurosistema se caracteriza por ser un sistema abierto, claro y eficiente. No obstante, en todo sistema tiene que haber un equilibrio entre la

presentación completa del proceso de decisión monetario y la simplificación del mismo para hacerla accesible y clara para el público.

El Eurosistema busca asegurar la transparencia a través de conferencias de prensa, que tienen lugar posteriormente a las reuniones mensuales del Consejo de Gobierno, en las que se anuncian las decisiones de política monetaria adoptadas.

Además, con el objetivo de asegurar la legitimidad del Banco Central, los tratados establecen la obligación de elaborar un informe anual por parte de la institución monetaria, que deberá presentar ante el Parlamento Europeo, la Comisión y el Consejo. En la misma línea del informe anual, el BCE deberá comparecer de manera periódica ante el Parlamento para responder a las preguntas que corresponda.

Sin embargo, a diferencia de la Reserva Federal y el Banco de Japón, el Banco Central Europeo no publica las actas de sus reuniones sino un resumen a tiempo real de los argumentos esgrimidos en la misma. A pesar que ha sido muy criticado por considerarse contrario a la transparencia, la institución alega que el objetivo de esta decisión es que se vea que funciona como un órgano colegiado y no como un conjunto de individuos que defienden sus intereses particulares. Las decisiones se toman en beneficio de la Unión Europea entendida como un todo y no buscando beneficiar a determinados estados. Es en este punto donde radica la diferencia fundamental entre los tres bancos, ya los otros dos solo representan a un estado, y no a un conjunto como lo hace el BCE.

2. Reserva Federal

La Reserva Federal, mediante el Comité Federal de Mercado Abierto, anuncia las decisiones de política monetaria adoptadas, tan pronto como se producen. A su vez, publica las actas de cada una de las reuniones en un plazo máximo de tres semanas.

En cuanto al control, la Reserva Federal responde frente al Congreso, el cual puede modificar el Acta de funcionamiento de la misma en cualquier momento. La institución monetaria deberá informar una vez al año de su actuación al portavoz del Senado y, semestralmente, a la comisión bancaria del Congreso. Al igual que el BCE, responderá a las cuestiones que se planteen ante el órgano de decisión democrática.

3. *Banco de Japón*

La ley japonesa obliga al Banco de Japón a publicar el contenido de sus decisiones así como el significado de las mismas. Siguiendo esta norma, el Comité de Política Monetaria publica las medidas adoptadas una vez finalizada la reunión. El gobernador del banco central nipón ofrece conferencias de prensa de manera periódica al finalizar las sesiones plenarias, explicando las decisiones adoptadas. Al igual que su homólogo norteamericano, publica las actas de las reuniones transcurrido un mes de las mismas.

Respecto al control sobre su actuación, el Banco de Japón presenta de manera semestral al Parlamento un informe acerca del control monetario. El gobernador deberá responder ante el mismo sobre las políticas del banco, las operaciones comerciales y la situación de su balance.

IV. **ESTRATEGIAS DE POLÍTICA MONETARIA**

Como se ha establecido anteriormente, cada una de las instituciones objeto de estudio, Banco Central Europeo, Reserva Federal y Banco de Japón, desarrollan unas estrategias de política monetaria distintas, a pesar de que haya convergencia en algunos aspectos.

En las siguientes líneas explicaremos las estrategias de cada una de las instituciones para así, comprender perfectamente en el siguiente punto por qué han actuado así en la reciente crisis y las aportaciones que han realizado.

i. Banco Central Europeo

La disposición principal del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea reguladora de la política monetaria fija como objetivo principal la estabilidad de precios. El BCE (Banco Central Europeo, 2015) explica la razón de ser de este objetivo basándose en dos argumentos: en primer lugar, el mantenimiento de la misma es la mejor contribución que la institución monetaria puede hacer para garantizar el crecimiento económico y un nivel de vida apropiado para sus ciudadanos; y, en segundo lugar, la política monetaria solo debe influir en el nivel de precios.

Puesto que la estabilidad de precios es la piedra angular de la política monetaria europea, a falta de definición por parte de los Tratados, el Consejo de Gobierno del Banco

Central Europeo (1998, octubre) consideró que puede entenderse por tal el *“incremento interanual del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) inferior al 2% para el conjunto de la eurozona”*.

La estabilidad de precios genera unos beneficios muy interesantes que, en el seno de la Unión Europea, se traducen principalmente en una manera de evitar tanto la inflación como la deflación prolongadas. Si los precios están estables, la asignación de los recursos se produce de una forma más eficiente, ya que las empresas y los consumidores pueden reconocer las variaciones de los precios relativos sin que éstas estén ocultas por las oscilaciones de los precios. Además, genera un efecto positivo en la estabilidad financiera porque elimina la incertidumbre de los mercados frente a las modificaciones de los precios.

Una vez visto lo que debe buscar el Banco Central Europeo en su actuación, tenemos que analizar cómo lo lleva a cabo a través de su estrategia de política monetaria. La estrategia, para que sea adecuada, debe cumplir una doble función, tanto interna como externa. Desde el punto de vista interno, debe fijar una estructura conocida del proceso, para asegurar que el BCE recibe toda la información que necesita. Desde el punto de vista externo, tiene que ser un medio para hacer llegar todas las decisiones a los ciudadanos.

El Banco Central Europeo, a través de su presidente Mario Draghi (2014) fija las condiciones que debe seguir su política monetaria para lograr el objetivo fijado. La operativa de la política monetaria se basa en el mecanismo de transmisión, haciendo que las decisiones monetarias afecten de manera general a la economía y de manera particular a los precios. Para que funcione correctamente este mecanismo y alcance su objetivo, los mercados monetarios deben ser eficientes. Esta eficiencia se traduce en que las entidades de crédito deben asegurar el intercambio continuado de liquidez en el mercado interbancario.

La orientación que debe seguir la política monetaria no debe ser en el corto plazo, sino en el medio. No puede buscar evitar la volatilidad que se produce de manera natural en los mercados en el corto plazo, pero sí puede evitarla en el medio a través de la creación de confianza y credibilidad hacia las políticas desarrolladas. La manera de alcanzar tal confianza se consigue a través de la elaboración de un sistema coherente de ejecución de la misma donde radique la transparencia y la comunicación clara y abierta de la información relevante.

Los principales instrumentos de política monetaria, podrían agruparse dentro de convencionales y no convencionales (Blenck, Hasko, Hilton y Masaki, 2002).

Dentro de los convencionales, el BCE desarrolla, en primer lugar, *operaciones de mercado abierto*. Son el elemento más importante y se utilizan para controlar los tipos de interés, gestionar la liquidez del mercado monetario y fijar el camino a seguir de la política monetaria. La diferencia entre las distintas clases de operaciones de mercado abierto radica en la periodicidad con que se practican en función de las necesidades de liquidez existentes.

A su vez, el Banco Central Europeo ofrece *facilidades permanentes*, cuyo objetivo es proporcionar y absorber liquidez a un día. Finalmente, dentro de las convencionales, existe la obligación para las entidades de crédito de la eurozona de mantener unas *reservas mínimas* en los respectivos bancos nacionales. De esta manera se genera cierta estabilidad en los tipos y se reduce el déficit estructural de liquidez.

En cuanto al segundo tipo de instrumentos, las medidas no convencionales son desarrolladas por la institución monetaria de manera temporal y excepcional. Si el BCE no consigue influir en los precios de la eurozona a través de sus tipos de interés, puede pasar a intervenir a través de estas medidas. El principal receptor de las mismas suele ser el sector bancario ya que en Europa, a diferencia por ejemplo del sistema americano, las empresas obtienen el grueso de su financiación a través de créditos y no de los mercados de capitales. Las medidas no convencionales por excelencia son: *la inyección de liquidez a tipo de interés fijo con adjudicación plena*, consistente en la asignación íntegra de la liquidez solicitada por las entidades de crédito; *la ampliación de la lista de activos de garantía* admitidos, entendida como la flexibilización por parte del BCE a la hora de aceptar los activos que las entidades le entregan como garantía de las cantidades percibidas en concepto de préstamo; *la inyección de liquidez a un plazo más largo*; *la inyección de liquidez en moneda extranjera* cuando así sea necesario para la economía; y, *la compra de valores en los mercados de renta fija pública y privada*.

La *compra de activos de renta fija* por parte del Banco Central Europeo es la medida no convencional por antonomasia, también denominada “quantitative easing” (en adelante, QEP). El BCE ha llevado a cabo esta estrategia con el objetivo de aumentar la oferta de dinero mediante la compra de activos de renta fija pública. Desarrollada en enero de 2015, es un plan sin antecedentes en la eurozona y, más propio de la Reserva Federal

norteamericana o del Banco de Japón. La actuación, aunque será posteriormente analizada en el siguiente epígrafe, consistirá en la compra de deuda por valor de 60.000 millones de euros al mes desde marzo hasta septiembre de 2016. Los riesgos de la operación serán compartidos entre los bancos centrales nacionales y el BCE, en un 80% y en un 20%, respectivamente.

ii. Reserva Federal

La política monetaria en el marco de la Reserva Federal podría entenderse como la influencia que ejerce el banco central sobre la cantidad de dinero y crédito existente en la economía norteamericana. Lo que ocurra en relación con el crédito y el dinero afecta al tipo de interés y, por tanto, a la economía de los Estados Unidos.

Los objetivos de política monetaria son múltiples y concisos: promoción del máximo empleo, estabilidad de los precios y tipos de interés moderados a largo plazo. A través de la implementación de políticas monetarias efectivas, la Fed consigue mantener los precios estables, apoyando de esta manera el crecimiento económico en el largo plazo y el máximo empleo. Con la firme intención de alcanzar dichos objetivos, el Comité Federal de Mercado Abierto busca explicar la política monetaria de la manera más clara al público. La claridad en las comunicaciones facilita las decisiones que deben ser tomadas por las empresas y consumidores, reduce la incertidumbre económica y financiera y consigue la efectividad de la política económica (Board of Governors of the Federal Reserve System, 2014).

Los instrumentos de política monetarios desarrollados por la Reserva Federal se encuadran, al igual que los del BCE, en convencionales y no convencionales. Respecto a los primeros, la Reserva federal lleva a cabo operaciones de mercado abierto, tipos de descuento y reservas mínimas.

Las *operaciones de mercado abierto* conllevan la compra-venta de instrumentos financieros, normalmente valores emitidos por el Tesoro norteamericano, pero también por agencias federales o empresas públicas. El hecho de que sean de “mercado abierto” implica que la Reserva Federal no elige quiénes son sus contrapartes en su negocio diario, compra y vende sus títulos a aquel que ofrece un mejor precio. Con este tipo de operaciones la Fed busca una herramienta para influir en la oferta de reservas bancarias.

Cuando la Reserva Federal busca incrementar las reservas, compra títulos y los paga a través de las cuentas que mantienen en la Fed los vendedores, mientras que cuando lo que busca es reducirlas, vende los valores y se cobra de dichas cuentas. No obstante, la actividad normal es que la Reserva no busque ni aumentarlas ni reducirlas de manera permanente. Comerciando ellas, la Reserva Federal influye sobre la cantidad de reservas bancarias, lo cual afecta al tipo interbancario por el que los bancos se prestan unos a otros (Bernanke, 2012).

La mayoría de las operaciones de mercado abierto no buscan generar cambios en la política monetaria. Por el contrario, son llevadas a cabo diariamente para prevenir que aumente la tasa de interés de los fondos federales más allá de la tasa objetivo.

Entre las medidas no convencionales, la *compra de activos a gran escala* (LSAPs, en sus siglas en inglés) y los *títulos respaldados por hipotecas* (MBS, en sus siglas en inglés) son los dos instrumentos más utilizados por la Reserva Federal norteamericana (Yellen, 2014).

El Comité Federal de Mercado Abierto ha utilizado durante los últimos años medidas de política no convencional para generar un estímulo económico apropiado. En particular, ha utilizado la *compra de activos a gran escala* para generar una presión a la baja sobre los tipos de interés a largo plazo, así como una relajación de las condiciones para alcanzar más ágilmente los objetivos de política monetaria. A su vez, la Fed también ha autorizado la compra de títulos de deuda y de *títulos respaldados por hipotecas* con un doble objetivo, reducir los tipos de interés y aumentar el precio de los activos (Rogers, Scotti, Wright, 2014).

iii. Banco de Japón

El Banco de Japón es el encargado de decidir e implementar la política monetaria con el objetivo principal de mantener la estabilidad de precios. Este objetivo es realmente importante ya que fija los cimientos de la actividad económica japonesa. En la implementación de la política monetaria, el Banco influye en la formación de los tipos de interés con la intención de mantener el control monetario, a través de distintos instrumentos como las operaciones del mercado monetario.

La estabilidad de precios es esencial en una economía de mercado como la nipona. En este punto, los individuos y las empresas toman decisiones sobre el consumo o la inversión, decisiones basadas en el precio de los bienes y servicios. Cuando los precios fluctúan, esta decisión se vuelve más complicada pudiendo dañar la asignación eficiente de los recursos en la economía. Sobre esta base, el Banco de Japón fija el objetivo de estabilidad de precios en un 2% en términos del ratio anual de cambios en el Índice de Precios al Consumo (IPC).

En cuanto a la estrategia de política monetaria, el Comité de Política Monetaria es el que analiza la situación económica y financiera y decide la política más apropiada a través de las operaciones de mercado monetario. Al igual que en las dos instituciones anteriores, existen dos tipos de instrumentos de política monetaria, los convencionales y los no convencionales.

Con el objetivo de ayudar a las instituciones financieras y que esto repercuta sobre las familias y los consumidores, el Banco de Japón utiliza instrumentos convencionales, desarrollando *operaciones de mercado abierto*. Diversos instrumentos pueden ser utilizados para aportar liquidez temporal al mercado, como las compras de pagarés y facturas del gobierno bajo operaciones de recompra. Dentro de las operaciones de mercado abierto diferenciamos dos clases (Blenck, Hasko, Hilton y Masaki, 2002).

La primera, llamada “*operación de suministro de fondos*” consiste en que el Banco provee de los mismos a las instituciones financieras a través de préstamos respaldados con garantías. El segundo tipo, las “*operaciones de absorción de fondos*”, consisten en la operación contraria a través de la cual el Banco los absorbe (Banco de Japón, 2015).

A su vez, el Banco de Japón lleva desde los años 90 desarrollando políticas monetarias no convencionales, siendo el primero que introdujo la política de “*quantitative easing*” (QEP). La puesta en marcha de esta estrategia se ha llevado a cabo en tres fases: un compromiso de mantenimiento de los tipos al cero por ciento hasta el final de la deflación; un significativo aumento del balance del Banco; y, una modificación de la estructura de balance a través de la adquisición de valores de deuda pública japonesa a largo plazo (Rogers, Scotti, Wright, 2014).

V. IMPACTO EN LA ECONOMÍA EN TIEMPOS DE CRISIS

Las crisis financieras son siempre costosas y complejas. Tradicionalmente, los bancos centrales han hecho mucho hincapié en el tratamiento de la crisis financiera a través de medidas adecuadas para ello, una vez acaecida la misma. No obstante, cada vez se demuestra de una manera más contundente que el papel que tienen las autoridades monetarias en la prevención es, al menos, tan importante como en el tratamiento posterior.

La política monetaria no es el instrumento más apropiado para resolver los problemas financieros, existiendo un creciente consenso acerca de que las herramientas macroprudenciales son las más adecuadas para ello. La razón de ser de esta afirmación es que son más flexibles y se pueden focalizar en el punto del sistema financiero que está creando la distorsión. Cuando los componentes de riesgo surgen de ámbitos distintos, lo que puede hacer la política monetaria es, como mucho, comprar tiempo para que los otros factores de la política económica intervengan en el sentido y con el vigor necesario. Por tanto, para lograr la estabilidad financiera, las instituciones monetarias deberán considerar tanto la formulación de la política monetaria como las actuaciones macroprudenciales (Caruana, 2011). Ante esto, surge la pregunta acerca de lo que se entiende por actuaciones macroprudenciales. El objetivo de las mismas es limitar el riesgo sistémico -del sistema financiero- con el objetivo de reducir al máximo los costes que la inestabilidad financiera podría generar en la economía. El fin de las políticas macroprudenciales es completamente preventivo.

Una vez introducida la cuestión, es preciso analizar la actuación de los bancos centrales en una de las crisis económicas y financieras más feroces de la historia, recapitulando y situándonos en el origen de la misma. En palabras de Malo de Molina (2013), *“la Gran Recesión se produjo en forma de una repentina evaporación de la liquidez mundial y una abrupta reevaluación de los riesgos financieros como consecuencia de la quiebra de Lehman Brothers, que amenazaron con colapsar la estabilidad del sistema financiero global”*. Sin embargo, lo que había comenzado así, posteriormente se convirtió en una crisis real de la economía, tomando la forma de recesión. Si le sumamos a esto que se produjeron problemas en la gestión de la política monetaria por parte de los bancos centrales para poder generar el estímulo necesario, nos encontramos ante una situación verdaderamente difícil a nivel mundial. Las situaciones que surgieron no eran del todo novedosas ni completamente diferentes de a las que suele

enfrentarse la política monetaria, aunque hay que reconocer que la magnitud no era conocida hasta ahora.

Ante este tipo de situaciones, la labor de un banco central debe ser contener el daño y limitar el impacto en la economía real. La primera obligación debe consistir en reestablecer la calma en los mercados financieros. El pánico que se crea en el mercado podría ser asimilado a un ataque al corazón producido por las restricciones al crédito, incluso a aquellas instituciones sanas y que han actuado correctamente. La congelación del crédito en estas situaciones actúa como el mejor conductor de la situación de crisis, dejando huella en la economía real (Corbo, 2009). Por este motivo, los bancos centrales deben reducir la incertidumbre, asegurarse de que el crédito a corto plazo funciona como debe y, prevenir el colapso de las instituciones financieras debido a las restricciones de liquidez.

Conocido el marco en el que los bancos centrales debían actuar, así como las labores que debieron realizar, corresponde en las siguientes líneas desarrollar de manera individualizada sus actuaciones.

Banco Central Europeo

En el seno de la Unión Europea aparecieron, además de los problemas generales a nivel mundial, dificultades que se derivaban directamente de la estructura de la misma. La fragmentación surgió, en parte, por la peculiaridad del modelo de política monetaria aplicado a diecisiete estados, todos ellos soberanos y con sistemas de actuación propios. A su vez, el sistema construido sobre la Unión Económica y Monetaria era todavía muy joven y no estaba preparado, desde el punto de vista institucional y de gobierno, para una situación con unas consecuencias tan extremas como ésta.

En el caso del Banco Central Europeo, la crisis tiene una doble causa. En primer lugar, las personas encargadas de la gestión no actuaron correctamente al no adoptar las medidas requeridas para garantizar la estabilidad macroeconómica que requería la Unión. A su vez, el sistema bancario no fue disciplinado al no llegar a alcanzar la credibilidad necesaria. En segundo lugar, como anteriormente se ha mencionado, la crisis solo ha reflejado algunas de las debilidades que arrastraba el sistema sobre el que se erigía el BCE. Existía una debilidad manifiesta en aspectos relativos a las políticas económicas y

monetarias como, por ejemplo, la inoperatividad del Pacto por la Estabilidad y el Crecimiento, en materia presupuestaria (Malo de Molina, 2013).

En el siguiente cuadro resume brevemente la génesis de la crisis de 2008.



Fuente: Álvarez Gil, González Páramo (2012).

Esta situación tan complicada ha ido superándose debido a la actuación en varios frentes. Por un lado, los Gobiernos nacionales tomaron posición en el asunto a través de procesos de ajuste en sus economías y la realización de reformas estructurales, con el objetivo de recuperar la confianza y credibilidad perdidas. Por otro lado, la política monetaria también debía cambiar, siendo crucial la toma de medidas extraordinarias para ratificar el compromiso del Banco Central Europeo para el mantenimiento del euro.

Las medidas no convencionales adoptadas por el BCE dirigidas a aumentar la preferencia por la liquidez se fueron intercalando con aquellas que introducían una relajación de las condiciones monetarias. La política monetaria de la Unión fue alcanzando progresivamente un carácter más expansivo, buscando generar unas condiciones más propensas para el mantenimiento del gasto privado en consumo e inversión, a la vez que se favorecía el desapalancamiento en el que muchos intermediarios se encontraban (Álvarez Gil, González-Páramo, 2012).

Los instrumentos más habituales en estos contextos, y que han sido utilizados por el Banco Central Europeo en los años de crisis, se podrían resumir en tres: el recurso a los tipos de interés negativos, la adopción de una política de guía para el comportamiento

futuro de los tipos de interés a corto plazo y, la relación cuantitativa (Quantitative Easing) (Bernanke, Reinhart, 2004), (Malo de Molina, 2013).

El *recurso a los tipos de interés negativos* puede provocar alteraciones en la marcha de los mercados monetarios por lo que no es la herramienta más utilizada. No obstante, en el seno de la eurozona ha sido utilizado para nivelar el exceso de liquidez de ciertas zonas frente a la escasez de otras.

En cuanto a la segunda de las herramientas, *la adopción de una política de guía para el comportamiento futuro de los tipos de interés a corto plazo*, recae sobre la configuración de las expectativas, buscando a través del abaratamiento de los tipos de interés a largo plazo que aumente el consumo y el gasto. En este punto, las actuaciones del BCE y la Fed divergen debido a los distintos objetivos de política monetaria. En el caso norteamericano, se vincula este objetivo con el comportamiento del desempleo, preocupación principal de sus políticas.

Por último, *la relajación cuantitativa o “quantitative easing”* es la medida más innovadora y reciente adoptada por el Banco Central Europeo. Este recurso ha sido utilizado tanto por la Reserva Federal como por el Banco de Japón de forma reiterada a lo largo de los años. La idea de inyectar liquidez en el mercado no es algo novedoso. El padre del monetarismo Milton Friedman, recomendó en 1990 al Banco de Japón «comprar deuda a largo plazo y mantenerla». No obstante, en el seno de la Unión no se había adoptado hasta enero de 2015 debido a la singularidad del BCE como banco central de diecisiete estados independientes. Podría considerarse que no se había realizado con anterioridad porque esto no es una herramienta de política monetaria y, por tanto, no es una competencia del BCE. El Banco Central Europeo está desarrollando una labor de Tesoro Público europeo que compra deuda y actúa como prestamista, cosa que realmente no es porque los Estados Miembros no quieren la integración fiscal.

La medida adoptada el 22 de enero de 2015 por el BCE a través de su Presidente, Mario Draghi, consistire en compra de deuda pública por valor de 60.000 millones de euros al mes desde marzo hasta septiembre de 2016. En cuanto a los riesgos asumidos, serán compartidos entre los Bancos Nacionales y el Banco Central Europeo, el 80 y el 20 por ciento, respectivamente. Los límites a las compras de deuda soberana se realizarán conforme a dos límites, pudiendo el BCE adquirir más del 25% de una emisión, pero menos del 33% del emisor.

Reserva Federal

En el verano de 2007, Estados Unidos en particular y los mercados financieros en general, se tuvieron que enfrentar a una profunda crisis en la que la Reserva Federal se encontraba en una situación difícil. Cada vez se entreveía de forma más clara que las instituciones financieras podrían perder cientos de millones de dólares debido a su exposición al mercado de las hipotecas subprime. La Fed se enfrentaba ante el peligro de una aguda contracción en el crédito que amenazaba con una profunda recesión. Cuando este tipo de acontecimientos ocurren, el papel del banco central debe ser asegurar que las instituciones financieras tienen fondos suficientes para desarrollar su negocio diario, que tienen la liquidez que necesitan para realizar a tiempo sus pagos.

La crisis financiera que afectó en primer lugar a los Estados Unidos empezó en agosto del 2007 cuando un número elevado de prestamistas de hipotecas subprime empezaron a obtener grandes pérdidas. El miedo se apoderó de la situación y llevo a una acumulación de efectivo y a un incremento del riesgo. Los problemas crecieron cuando desde finales de septiembre a principios de noviembre se empezaron a reflejar las enormes pérdidas que estaban sufriendo las instituciones financieras (Cecchetti, 2009). Tanto el Banco de Inglaterra (2008) como McAndrews, Sarkar y Wang (2008) consideran que a finales de 2007 los problemas de falta de liquidez eran la principal preocupación. No obstante, en el 2008, las preocupaciones sobre la solvencia financiera de los prestatarios fueron la causa del continuado incremento del riesgo.

Ante esta situación, la Reserva Federal intervino a través de dos tipos de medidas: aquellas que podrían ser caracterizadas como medidas estándar, y aquellas que son menos convencionales. Las medidas convencionales -disminución del coste de los préstamos y el aumento en los plazos de los mismos- deberían haber solucionado el problema. No obstante, a pesar de haber ayudado en parte, no hubo una vuelta a la normalidad gracias a las mismas. Por este motivo, la Fed decidió llevar a cabo medidas no convencionales que generaran un impacto mayor, teniendo en cuenta que la inflación cada vez estaba más baja y que podía aparecer la amenaza de la deflación.

Las dos medidas no convencionales desarrolladas por la Reserva Federal, al igual que otros bancos como el de Japón, fueron la adopción de orientaciones explícitas sobre el comportamiento futuro de los tipos de interés a corto plazo o “forward guidance” y la relajación cuantitativa o “quantitative easing”.

Con los tipos bancarios cercanos a cero, el instrumento de “*forward guidance*” fue utilizado en agosto de 2011 por la Fed como una herramienta para influir sobre los tipos de interés a largo plazo y, sobre las condiciones del mercado. Esta política alcanza sus efectos a través de su influencia sobre las expectativas de mercado acerca del futuro de los tipos de interés. Como resultado de estas políticas, los valores del Tesoro cayeron entre una y dos décimas porcentuales. A pesar de que no parezca un gran cambio, en términos de política monetaria fue una gran caída (Gürkaynak, Sack, Swanson, Chung, 2012).

Por su eficacia, el uso de la “*forward guidance*” se ha convertido en la herramienta estrella hasta el punto de que, a partir de agosto de 2011, se ha prolongado dos veces más. En enero de 2012, la Fed dijo que mantendría los tipos excepcionalmente bajos hasta, al menos, 2014. Sin embargo, en septiembre de ese mismo año declaró que sería hasta 2015. Y es que, conservará esta política por un tiempo considerablemente extenso hasta que la que recuperación económica se refuerce. En otras palabras, prolongará los tipos a corto plazo bajos incluso cuando la economía se recupere, con el objetivo de asegurarse de que tal recuperación produce sus frutos (Williams, 2012).

La Reserva Federal utiliza también como medida de política monetaria no convencional el “*quantitative easing*”, entendido como la compra de grandes cantidades de valores a largo plazo, tanto del Tesoro, como de Agencias estatales o ABS (Agency Back Securities). El objetivo de estas medidas que ha desarrollado la Fed en tiempos de crisis es reducir los tipos de interés a largo plazo, para estimular la actividad económica. Esto se debe a que existe una evidencia práctica de que el “*quantitative easing*” altera los tipos a largo plazo (Krishnamurthy, Vissing-Jorgensen, 2011).

En los años 2008 y 2009, la Fed compró alrededor de 1.7 trillones de dólares americanos de bonos del Tesoro a largo plazo y de valores respaldados con hipotecas, en un programa que fue conocido como QE1. Más tarde, en noviembre de 2010, la institución monetaria acordó una compra adicional de 600 billones americanos de dólares, QE2. En enero de 2011, desarrollaron QE3 a través de la compra de valores respaldados con hipotecas por un valor de 40 billones americanos mensuales, hasta la llegada de la tan ansiada mejoría en el mercado. Finalmente, en noviembre de 2014, Janet Yellen, presidenta de la Reserva Federal, anunciaba que se ponía fin al programa de compra de bonos, Q3. La razón de ser de esta medida, en palabras del Comité, es “*la mejora sustancial en el mercado laboral desde que se introdujo el programa de compra de*

activos. La Fed continúa viendo suficiente potencial en la economía para apoyar el progreso hacia el máximo empleo en el contexto de la estabilidad presupuestaria, sin necesidad de continuar con estas medidas” (Yellen, 2014). La finalización de este programa no significa que se ponga punto y final a la política de apoyo a los activos globales proporcionada por la Fed en los últimos años. A pesar de que las compras directas terminen, hace tiempo que los activos que más se estaban beneficiando de su aplicación ya no responden a las compras dentro del programa QE3.

Banco de Japón

Tras el verano de 2008, cuando la agitación en los mercados financieros globales se intensificaba, el Banco de Japón implementó una gran variedad de políticas monetarias tanto en el mercado financiero como en el monetario. Las medidas desarrolladas por el Banco de Japón durante la crisis financiera se centran en tres áreas: la reducción de los tipos de interés, las medidas para asegurar la estabilidad de los mercados financieros y, las políticas para facilitar la financiación corporativa (Vollmer, Bebenroth, 2012).

En octubre de 2009, el Banco tomó varias decisiones en relación con las operaciones de mercado abierto. Con el objetivo de asegurar la estabilidad de los mercados financieros y facilitar la obtención de financiación, fue necesario adoptar los métodos más efectivos de operaciones del mercado de dinero que se ajustaban a los cambios en los mercados. Hacia finales de 2010, el Banco de Japón desarrolló operaciones de oferta de fondos para conseguir que la financiación se extendiera en el tiempo. Desde este momento, el Banco ha estado aportando liquidez principalmente a través de este tipo de operaciones (Banco de Japón, 2015).

Las operaciones iniciadas a finales de 2010 se encuadraron dentro del “*Comprehensive Monetary Easing*”. Como el propio nombre indica, el Banco compró una amplia gama de activos, no solo bonos del gobierno sino también bonos corporativos y acciones, con el objetivo de disminuir directamente la curva de tipos a tres años. A su vez, en febrero de 2012, casi al mismo tiempo que la Fed adoptaba su objetivo inflacionista, el Banco de Japón introdujo el objetivo de estabilidad de precios en el largo plazo, anunciando que fijaría un tipo anual del IPC de un 1%. A pesar de que estas medidas apoyaban la economía, fueron incapaces de cambiar las expectativas deflacionistas entre las empresas y consumidores (Kuroda, 2014).

En abril de 2013, el Banco de Japón anunció su programa de “*Qualitative and Quantitative Easing*”, a través del cual aumentaba la compra de bonos japoneses por un valor de 50 trillones de yenes, extendiendo su vencimiento de tres a siete años. Finalmente, en octubre de 2014, coincidiendo con el anuncio de la Fed de acabar con su programa de compra de activos, el Banco de Japón ajustaba su propio programa. Empezando en el 2015, la institución monetaria aumentará su balance en un 15% de su Producto Interior Bruto (PIB) anual, y extenderá el vencimiento medio de sus bonos de siete a diez años.

VI. CONCLUSIÓN

Las situaciones de crisis, a pesar de ser difíciles, siempre generan gran actividad y avances para el futuro. La crisis financiera actual ha modificado enormemente el rol de los bancos centrales, suponiendo un enorme cambio para los años venideros. De estos años de convulsión financiera y económica, la nueva etapa surge con elementos nuevos y mayor conocimiento de las virtudes y defectos del sistema.

En nuestra opinión, el papel del Banco Central Europeo en la crisis financiera y económica actual no ha sido el más adecuado. Se podría considerar que su actuación fue tardía y no excesivamente contundente, probablemente provocada por la diversidad de intereses nacionales que existen dentro de la Unión Europea. La falta de políticas macroprudenciales y preventivas ha jugado una mala pasada a la zona euro, sobre todo durante los primeros años de la crisis. A su vez, las insuficientes competencias para poder actuar por parte del BCE hicieron que reaccionara un poco más tarde que otros bancos como la Reserva Federal. Sin embargo, el camino seguido por la institución europea a través de medidas como el Quantitative Easing demuestra que va por buen camino y que está ganando autonomía para poder decisiones sobre política monetaria. Hoy en día los Estados Miembros siguen reticentes a ceder parte de sus competencias. Sin embargo, solo se logrará el fortalecimiento del Banco Central Europeo y la consolidación de su política monetaria a través de su ratificación por parte de los Estados Miembros de la Unión Europea.

En cuanto a la actuación de la Reserva Federal y del Banco de Japón, fue más rápida y eficaz en el corto plazo debido a que son instituciones más consolidadas y están encargadas exclusivamente de un país que defiende unos intereses comunes. Estados

Unidos ha llevado a cabo una política monetaria más proactiva que el BCE gracias a las mayores competencias y amplitud de objetivos de actuación. El caso del Banco de Japón es ligeramente distinto ya que esta economía se ha comportado de manera distinta durante las últimas décadas, habiéndose encontrado sumergido en una enorme deflación durante la última.

A partir de ahora la estabilidad financiera gana un papel importante en el marco económico. Los bancos centrales están realmente concienciados con este objetivo a la hora de formular sus políticas económicas, ya que ha quedado demostrada la relevancia y el impacto de sus actuaciones. No obstante, las políticas monetarias no serán de forma exclusiva ni principal el instrumento que haga que la próxima crisis económica no genere un impacto tan grande como esta.

Uno de los mayores aprendizajes que debemos obtener de esta crisis es la importancia de la prevención y de las políticas macroprudenciales, limitadoras de los riesgos del sistema y minimizadoras de la inestabilidad que puede generarse en el conjunto de la economía.

Por último, el fortalecimiento del buen gobierno es esencial. La transparencia y la comunicación, unidas a la mayor responsabilidad y a procedimientos adecuados, aumenta la credibilidad y confianza en los mercados, teniendo ello un impacto positivo en la economía. En relación con este objetivo, existe actualmente abundante información sobre los objetivos y actuaciones de las tres instituciones. Es relativamente sencillo saber cómo van a actuar a corto y a medio plazo, favoreciendo, por tanto, la estabilidad del mercado. El inversor puede conocer de primera mano a través de las comunicaciones de las instituciones todo lo que ocurre en el mismo día en el que sucede. Esto es sin duda algo favorable para las instituciones que será agradecido con el paso de los años por el impacto positivo que ello genera.

La experiencia de la crisis global ha probado que, en la práctica, incluso aunque los bancos se hayan tenido que enfrentar a situaciones difíciles, pueden apoyar la actividad económica y mantener la estabilidad de precios a través de sus actuaciones y, principalmente, a través de políticas monetarias no convencionales. Son éstas las que, a pesar de los distintos contextos históricos y políticos de cada uno de los bancos centrales, han hecho que converjan entre sí obteniendo resultados muy positivos para las respectivas economías.

VII. BIBLIOGRAFÍA

- Álvarez Gil, M.J.y González-Páramo, J.M., (2012). La gestión de la crisis financiera global: el papel del Banco Central Europeo. *Revista Asturiana de Economía nº 46*, Asturias.
- Ayuso J. y Malo de Molina J.L. (2011). El papel de los bancos centrales durante la crisis económica: lecciones para el futuro. *Fundación de Estudios Financieros*, Madrid.
- Banco Central Europeo (2009). Política de comunicación de los bancos centrales en períodos de elevada incertidumbre. *Boletín mensual noviembre*, Frankfurt.
- Bernanke, B. (2003). *Some Thoughts on Monetary Policy in Japan*. Comunicación presentada en el congreso anual de Japan Society of Monetary Economics, mayo, Tokyo.
- Blenck, D., Hasko, H., Hilton, S. y Masaki, K., (2002). The main features of the monetary policy frameworks of the Bank of Japan, the Federal Reserve and the Eurosystem. *BIS Papers number 11*, Bank for International Settlements, Basilea.
- Borio C. (2001). A hundred ways to skin a cat: comparing monetary policy operating procedures in the United States, Japan and the euro area. *BIS Papers number 9*, Bank for International Settlements, Basilea.
- Caruana, J. (2011). El papel de los bancos centrales después de la crisis. *Boletín Banco de Pagos Internacionales*, Banco de Pagos Internacionales, Basilea.
- Cecchetti, S.G., (2009). Crisis and responses: The Federal Reserve in the Early Stages of the Financial Crisis. *Journal of Economic Perspectives volume 23*, Washington.
- Corbo, V., (2009). Financial stability in a crisis: What is the role of the central bank?. *Boletín Banco de Pagos Internacionales*, Banco de Pagos Internacionales, Basilea.

- Eijffinger, S. y Geraats, P. (2002). *How Transparent are Central Banks?*. Centre for Economic Policy Research, Tillburg University, Tillburg.
- Fox S., Álvarez S. y Braunstein S. (2005). *The Federal Reserve System: purposes & functions*. Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, D.C.
- García Herrero A., Martín Machuca C. (2003). *La política monetaria en Japón: lecciones a extraer en la comparación con la de los EE.UU.* Banco de España, Madrid, pp.7.
- Gesdesmeier D., Mongelli F. y Roffia B. (2007). The Eurosystem, the US Federal Reserve and the Bank of Japan. Similarities and differences. *Working Paper Series*, European Central Bank, Frankfurt.
- Institute for Monetary and Economic Studies (2012). *Functions and Operations of the Bank of Japan*. Bank of Japan, Tokio.
- Jonhson R. T. (2010). *Historical Beginnings, the Federal Reserve*. Public and Community Affairs Department, Federal Reserve Bank of Boston, pp. 5-7.
- Krishnamurthy, A., Vissing-Jorgensen, A., (2011). The Effects of Quantitative Easing On Interest Rates: Channels And Implications For Policy. *NBER Working Paper 17555*, National Bureau of Economic Research, Cambridge.
- Kuroda, H., (2014). *The Practice and Theory of Unconventional Monetary Policy*. World Congress Hosted by the International Economic Association, Bank of Japan, Tokio.
- Linde L. (2014). *La política monetaria en las economías avanzadas*. Foro de la Nueva Economía, Banco de España, Madrid.
- López Escudero M. (2008). El Banco Central Europeo en el Tratado de Lisboa. *Revista de Derecho Constitucional Europeo*, nº 9, pp. 151.

- Malo De Molina, J.L., (2013). La respuesta del Banco Central Europeo a la crisis. *Boletín económico Banco de España julio-agosto 2013*, Banco de España, Madrid.
- Negrea A. y Munteanu I. (2008). *The Eurosystem, the Federal Reserve and the Bank of Japan. Constrated study*. University of Constanta, Craiova.
- *Reglamento (UE) No 469/2014 del Banco Central Europeo* de 16 de abril de 2014, «DOUE» núm. 267, de 6 de septiembre de 2014, pp. 27 a 29.
- *Reglamento (UE) n° 1024/2013 del Consejo, de 15 de octubre de 2013, que encomienda al Banco Central Europeo tareas específicas respecto de políticas relacionadas con la supervisión prudencial de las entidades de crédito*, DOUE núm. 287, de 29 de octubre de 2013, pp. 63 a 89.
- *Reglamento (UE) n° 1024/2013 del Consejo, de 15 de octubre de 2013, que encomienda al Banco Central Europeo tareas específicas respecto de políticas relacionadas con la supervisión prudencial de las entidades de crédito*, DOUE núm. 287, de 29 de octubre de 2013, pp. 63 a 89.
- Rogers J., Scotti C. y Wright J. (2014). Evaluating Asset-Market Effects of Unconventional Monetary Policy: a Cross Country Comparison. *International Finance Discussion Papers*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington D.C.
- Scheller H. K. (2006). *Historia, misión y funciones del Banco Central Europeo*. Banco Central Europeo, Frankfurt, pp. 12.
- *Tratado Constitutivo de la Comunidad Europea*, DOCE C 325/33, de 24 de diciembre de 2002. (Vigente hasta el 1 de diciembre de 2009).
- *Tratado de la Unión Europea*, DOUE núm. 83, de 30 de marzo de 2010, pp. 13 a 46.
- Todd T. (2012). *The balance of power: The Political Fight for an Independent Central Bank, 1790 – present*. Public and Community Affairs Department, Federal Reserve Bank of Kansas City, pp. 11.

- Vollmer, U., Bebenroth, R., (2012). The Financial Crisis in Japan: Causes and Policy Reactions by the Bank of Japan. *The European Journal of Comparative Economics* Vol. 9, n. 1, University Carlo Cattaneo, Castellanza.
- Williams, J.C., (2012). The Federal Reserve's Unconventional Policies. *Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter*, November 2012, San Francisco.
- Woodward, M. (2003). *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*. Princeton University Press, Princeton, New Jersey.
- Yoshino T. (1977). The creation of the Bank of Japan. Its western origin and adaptation. *The Developing Economies*, volume 15, pp. 382-401.
- Banco Central Europeo.
[https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/facts/monpol/html/mp_015.en.html].
(Visitado el 22 de enero de 2015)
- Google. "The main features of the monetary policy framework of Bank of Japan, the Federal Reserve and the Eurosystem". Extraído el 11 de octubre de 2014 desde <http://bis.hasbeenforeclosed.com/publ/bppdf/bispap09b.pdf>.
- Google. Bank of Japan. Extraído el 21 de enero de 2015 desde <https://www.boj.or.jp/en/about/outline/history/index.htm>.
- Google. "El Banco Central Europeo". Extraído el 17 de enero de 2015 desde <http://www.europarl.europa.eu/aboutparliament/es>.