

**POLITICA MONETARIA ANTES Y DESPUÉS
DE LA CRISIS FINANCIERA**

Alfonso Novales
Departamento de Economía Cuantitativa
Universidad Complutense

Marzo 2010

Introducción

La actual crisis económica no tuvo su origen en una política macroeconómica defectuosa. Pero su profundidad y extensión se han visto beneficiadas por carencias importantes en la concepción y puesta en práctica de la política económica, especialmente en su dimensión monetaria y regulatoria. Es imprescindible, por tanto, corregir algunos aspectos centrales de la puesta en práctica de la política monetaria, pensar en profundidad acerca de la concepción de una regulación eficaz en función de unos objetivos claramente delimitados y, muy especialmente, reconocer la regulación y supervisión del sistema y de las instituciones financieras como parte de la política macroeconómica, un aspecto que ha quedado claramente expuesto durante el desarrollo de la crisis.

Origen y desarrollo de la crisis

La actual crisis resulta de la coincidencia de unos reducidos tipos de interés en los primeros años de este siglo, y el movimiento desregulatorio que comenzó en la década de 1970. Las crisis financieras vividas en los últimos años: la quiebra del fondo Long Term Capital Management (LTCM) en 1998, la crisis de la nueva economía en 2000, los atentados del 11 de septiembre de 2001, se ha solventado aplicando una relajación monetaria mediante reducciones drásticas en los tipos de interés. Estos han podido mantenerse a un nivel reducido gracias al éxito de unas políticas monetarias que han mantenido la tasa de inflación en niveles históricamente bajos en las principales zonas económicas desarrolladas. Tipos de interés reducidos hacen que el endeudamiento sea barato, a la vez que la remuneración de tipos de ahorro seguro, como los certificados de depósito, depósitos bancarios, bonos del Tesoro, disminuye. Como consecuencia, el endeudamiento aumenta y el ahorro disminuye.

El ahorro barato incentiva la adquisición de viviendas; como la oferta de éstas no puede ajustarse a corto plazo, la mayor demanda eleva su precio. Los bajos tipos de interés también estimulan la economía, a través del gasto en consumo y la inversión, y tienden a elevar los precios de las acciones, que pasan a ocupar una mayor posición en las carteras de los pequeños ahorradores, tanto por el mayor apetito por el riesgo como por las mejores expectativas de beneficios futuros de las empresas.

La demanda de crédito se satisface por parte de intermediarios financieros, en gran parte bancos comerciales, que han de pedir prestado a su vez, y que basan su negocio en el diferencial de intereses al que piden prestado y al que prestan. En general, esto hace que deban ofrecer garantías a las personas o instituciones a quienes piden prestado, y asumir algún riesgo en los créditos que conceden. El modo más sencillo de lograrlo consiste en pedir prestado a corto plazo y prestar a largo plazo. La mayor liquidez permite acceder a un tipo de interés más bajo en los préstamos recibidos; por el contrario, el mayor plazo al que prestan implica una menor liquidez, y un mayor riesgo de que algo suceda que ponga en peligro la devolución del préstamo, y ambos efectos hacen que el tipo de interés a largo plazo sea más elevado. La actividad bancaria es inherentemente arriesgada.

Antes de la desregulación, los bancos comerciales tenían los depósitos a corto plazo como principal fuente de capital, sobre los que en EEUU no podían pagar intereses, de modo que podían prestarlos a corto plazo y obtener un beneficio, sin necesidad de asumir riesgos. Por si esto fuera poco, el seguro de depósitos garantizaba el ahorro de los depositantes, lo que estimulaba su demanda a pesar de un rendimiento monetario reducido. El movimiento desregulatorio que se inició en la década de los 70 se aplicó a los bancos como a cualquier otra industria, en busca de una mayor eficiencia, sin tener en cuenta otras consideraciones.¹ Se permitió a otro tipo de intermediarios ofrecer servicios similares a los de la banca comercial, como la emisión de cheques. A la vez, se relajó la regulación de la banca comercial, de modo que pudiera competir con los nuevos intermediarios financieros, pero la mayor competencia hizo que sus préstamos comenzasen a ser a mayor plazo y con mayor nivel de riesgo.

Al reducirse los tipos de interés a comienzos de esta década para atajar la crisis de la Nueva Economía, los bancos y otros intermediarios tuvieron incentivos a satisfacer la mayor demanda de créditos para vivienda y para el consumo de bienes duraderos, pidiendo prestado en grandes cantidades, en lugar de elevar su capital, aumentando con ello muy significativamente su apalancamiento². Al incrementar la competencia, la desregulación estrechó los márgenes de beneficio; el modo de elevarlos es mediante apalancamiento, siempre que no se produzcan impagos. El apalancamiento permite incrementar el beneficio potencial, pero también las pérdidas, ya que la deuda es una obligación fija, a la que hay que hacer frente con independencia del resultado operativo que se produzca. Con el objeto de reducir su nivel de riesgo ante el mayor apalancamiento, los bancos entraron en operaciones de titulización y de compraventa de *credit default swaps*, que permitían sacar activos fuera del balance, dispersando el riesgo por todo el sistema. Sin embargo, también fueron clientes de este tipo de activos, de modo que aseguraban a otras entidades a la vez que eran asegurados por el riesgo en sus balances.

En este contexto, era claro que si el precio de las viviendas caía en un porcentaje significativo habría un alto número de impagos, y que cada banco estaba interconectado de un modo complejo con todos los demás. Con gran probabilidad, un descenso en el precio de las viviendas vendría acompañado de una posible recesión, lo que incrementaría los impagos en otros créditos, mientras que la destrucción de empleo elevaría los impagos de hipotecas. Esto implica que si un banco se enfrenta a una probabilidad de quiebra³ del 1%, muchos otros también lo hacen, de modo que si la quiebra finalmente se produce, todo el sistema crediticio

¹ Como comentaré más adelante, la crisis ha expuesto la diferente naturaleza del sector financiero. Su importancia en la puesta en práctica de la política monetaria hace que no deba ser tratado como un sector de actividad más, y que su regulación deba considerarse parte de la política macroeconómica.

² Medido como la ratio de deuda sobre acciones o , la ratio de deuda sobre activos

³ Si los bancos conceden hipotecas por un 90% del precio de la vivienda, un descenso superior al 10% en el precio genera dificultades financieras a los bancos en caso de impago, al encontrarse con un activo que vale menos que la hipoteca concedida. Si, como sucedió antes de la crisis, los bancos conceden hipotecas por un importe superior al precio de mercado de la vivienda, las dificultades están prácticamente garantizadas.

puede quedar congelado, como sucedió en septiembre de 2008. Pero, simultáneamente, un banco difícilmente podía justificar a sus accionistas quedarse fuera de este juego. Reducir su nivel de riesgo implicaba renunciar al tipo de beneficios que las entidades competidoras estaban generando, con el consiguiente descenso en la distribución de dividendos. Y esta estrategia, colectivamente óptima, es especialmente difícil de justificar porque los riesgos asumidos podrían tardar muchos años en materializarse. Pero lo que puede ser tolerable para una entidad individual, es difícilmente tolerable para la sociedad en su conjunto.⁴ Si el mercado de crédito deja de funcionar, la actividad económica se colapsa porque tanto las actividades comerciales, como el consumo de bienes duraderos y la inversión dependen del crédito. Comienzan a producirse despidos, y aumenta la incertidumbre acerca de las rentas futuras. El temor de las familias con alto endeudamiento a perder su empleo hace que reduzcan su gasto en consumo, lo que refuerza la caída del empleo. Las empresas y los comercios recortan los precios. Si el recorte es sustancial, los consumidores rebajan sus expectativas de descensos adicionales, por lo que retrasan sus decisiones de consumo, para hacerlo cuando resulte más barato. Esto refuerza la caída del consumo y de la demanda de crédito, en un contexto crecientemente deflacionista.

La responsabilidad del sistema financiero y de los gobiernos

Como apunté al inicio, la crisis fue motivada por la coincidencia de dos elementos: por un lado, la actividad empresarial del sector financiero en un entorno de desregulación. Por otro, la laxitud de las políticas monetarias en vigor al menos desde la crisis de la Nueva Economía en 2000. Los gobiernos⁵ de las últimas décadas son responsables de haber desarrollado un largo proceso de desregulación, justificado por el convencimiento acerca de la capacidad de los mercados para autoregularse. Pero no fueron los causantes de la crisis, cuya responsabilidad última reside en las instituciones financieras. Los reducidos tipos de interés y la desregulación fueron el caldo de cultivo, pero las prácticas comerciales de las instituciones financieras, junto con notorias dosis de avaricia, dieron lugar a los excesos que detonaron la crisis financiera.

Pero la abundante disponibilidad de crédito barato, por sí sola, no genera los problemas. Junto con ello, la desregulación de la industria financiera permitió: a) una agresiva comercialización de hipotecas, estimulada por unos incentivos comerciales perversos, excesivamente centrados en los resultados a corto plazo, b) la irracional creencia por parte de los compradores, pero también por parte de algunas de las principales autoridades económicas internacionales acerca de que los precios de las viviendas no podían descender, c) la comercialización de nuevos productos derivados financieros, complejos de entender (si bien no es este el

⁴ No es sino una aplicación del conocido dilema del prisionero en un juego repetido, en el que la imposibilidad de lograr acuerdos cooperativos conduce a los participantes en el juego a tomar decisiones individualmente racionales, pero que conducen a largo plazo a un resultado socialmente subóptimo.

⁵ Si bien es cierto que el movimiento desregulatorio comenzó en Estados Unidos, con la retirada de la Glass-Steagall Act al aprobar el Congreso estadounidense el Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act en 1980, las principales economías desarrolladas, entre ellas, la mayor parte de las europeas, incorporaron progresivamente una buena parte de los elementos desregulatorios.

problema), proporcionando información incompleta acerca de sus características, junto con d) una evaluación del riesgo muy deficiente por parte de las agencias de calificación. Es decir, se dio el caldo de cultivo apropiado para generar un excesivo endeudamiento por parte de consumidores de baja calidad crediticia. Pero para que esto se haga realidad, las propias instituciones financieras deben decidir conceder dichos créditos. Y han de estar dispuestas a asumir una excesiva concentración de riesgos en el sector inmobiliario al satisfacer la elevada demanda de créditos. Así como a elevar su apalancamiento en los propios derivados financieros que estaban creando hasta niveles excesivos, en parte por la desregulación de la banca de inversión.

Los mercados operan de modo que quienes en ellos participan persigan su beneficio. Esto es lo que cabe esperar en una economía de mercado. La teoría económica nos enseña las múltiples situaciones en que las asignaciones de mercado no son eficientes. Cuando esto sucede, ya sea por la presencia de externalidades positivas o negativas, en producción o en consumo, por la existencia de bienes públicos, o por cualquier otra razón, la intervención del sector público, diseñando políticas impositivas o programas de transferencias adecuados puede corregir, al menos parcialmente, las implicaciones de dicha ineficiencia. La asimetría de información que caracteriza los mercados financieros, en los que los distintos agentes tienen diferente información acerca del riesgo inherente a los productos que se negocian, hace imprescindible la existencia de mecanismos como las cámaras de compensación, así como la existencia de instituciones supervisoras, que protejan los intereses de los pequeños inversores, quienes menos acceso tienen a la información relevante. Desde el punto de vista de la teoría económica es incomprensible que se argumente que la autoregulación en este tipo de mercados puede ser eficiente.

Los gobiernos reaccionaron con claridad en las líneas que ya he apuntado antes, facilitando la liquidez del sistema, ante la extendida convicción de que la depresión de 1929 fue causada o agravada al menos en parte por una política monetaria restrictiva. Esto se había aprendido correctamente, y se ha aplicado un tratamiento adecuado. Pero también se han apreciado algunos errores en el proceso, que deberían generar enseñanzas para el futuro. Aparte del contexto desregulatorio y de bajos tipos de interés, conviene repasar los principales errores antes del estallido de la crisis y durante el tratamiento de la misma:

- la existencia de claros fallos de supervisión, posiblemente apoyados en dos creencias: 1) que la capacidad de los mercados financieros de autoregularse impediría asimismo la existencia de prácticas irregulares, y 2) que el éxito LTCM cosechado en resolver crisis financieras menores anteriores, como la quiebra del fondo, la crisis de la Nueva Economía o la resultante de los ataques del 11/9 motivaron la creencia de que se sabía cómo tratar cualquier problema que surgiera. Lamentablemente, se ha visto que no era así ¿Cómo pudo no detectarse el esquema delictivo de Madoff durante tantos años? Especialmente, porque algunos gestores de fondos habían advertido que el volumen de operaciones del fondo era claramente incompatible con la generación de los beneficios que se estaban distribuyendo entre los suscriptores.

- ni la autoridad económica ni los organismos supervisores explicaron de modo suficientemente divulgativo a los potenciales compradores de viviendas la posible evolución posterior del servicio de su deuda hipotecaria. Las hipotecas se contrataban a tipo de interés variable a un nivel de tipos insostenible a medio y largo plazo, lo que aseguraba un encarecimiento del servicio de la deuda hipotecaria.⁶ de interés,
- las autoridades monetarias alertaron repetidamente de la excesiva concentración sectorial de riesgos⁷ pero no llevaron a cabo intervención regulatoria alguna que impidiera este proceso,
- ignorar por completo a quienes denunciaban la posible existencia de una burbuja inmobiliaria.
- la tardanza de las autoridades en reconocer la existencia de una crisis sistémica, frente a una crisis limitada a unas pocas entidades debido a características muy específicas de las mismas,
- la dificultad para identificar si estábamos ante una crisis de liquidez o una crisis de solvencia,
- haber tratado de distinto modo a distintas instituciones financieras, permitiendo la caída de Lehman Brothers, a la vez que se salvaba de la quiebra a otras entidades. También es cierto que muchos partidarios de continuar con la desregulación proponían abiertamente su preferencia porque cayeran todas las entidades que debían caer. Hemos aprendido que esto no es una alternativa real, aunque al hacerlo hemos identificado una fuente permanente de *riesgo moral*. Es esta una situación de fallo de mercado, cuyo tratamiento requerirá del diseño de alguna herramienta institucional, como puede ser la constitución de un fondo de salvamento para situaciones análogas, financiado por los beneficios de las entidades financieras, o la capacidad de imponer un impuesto extraordinario sobre los beneficios futuros, si estos se producen, de aquellas entidades que son salvadas mediante la concesión de una ayuda pública. No debemos ignorar los elementos básicos de la gestión de riesgos: no basta con que dichas entidades devuelvan el capital recibido una vez que retornan a una situación saneada, porque existe la posibilidad de que este hecho nunca se produzca; es decir, existe un riesgo de que el capital aportado por el gobierno, es decir, por los contribuyentes, nunca se restaure. Y las entidades beneficiarias del mismo deben abonar la correspondiente prima de riesgo. La teoría económica nos enseña que el riesgo moral se reduce cuando se hace explícito un acuerdo de seguro, con una prima suficientemente alta, como sucede con el seguro de incendios de una vivienda,

⁶ La extrema relajación de la política monetaria tras el estallido de la crisis ha evitado males mayores, que comenzaron a aflorar al inicio de ésta. Pero una eventual recuperación económica, si requiriese elevaciones de tipos de interés, podría volver a generar dificultades financieras en muchas familias.

⁷ Las llamadas de atención especialmente acerca de la concentración de riesgos de las cajas de ahorro fue constante en los informes del Banco de España.

En definitiva la crisis fue motivada por un fallo de mercado, consistente en un conjunto de incentivos perversos, favorecidos por un contexto desregulatorio y una excesiva permisividad supervisora, junto con una política monetaria muy laxa.

Política económica en tiempos de crisis financiera

Nadie quiere que una crisis financiera del calibre de la actual vuelva a suceder, pero no queremos volver a cometer el error de pensar que estamos en condiciones de evitarlo. Se trata, por tanto, de analizar los acontecimientos que estamos viviendo y las actuaciones, correctas o erróneas, de las autoridades económicas para extraer enseñanzas para el futuro. Conviene examinar a) el papel que han de jugar las autoridades públicas: bancos centrales, organismos supervisores y gobiernos, para asegurar la estabilidad financiera, b) la efectividad del actual contexto institucional, c) los instrumentos de política monetaria disponibles para alcanzar dicho objetivo, y d) el funcionamiento de los mercados financieros y las instituciones y, en particular, su capacidad para formar precios, y para asignar y gestionar el riesgo eficientemente. Se han tomado medidas excepcionales porque, a pesar de que inicialmente los bancos centrales y los gobiernos quisieron creer que la crisis tenía una naturaleza sectorial y geográfica, cuyos efectos no era previsible que se extendieran ni en una dimensión ni en la otra, resultó evidente, tras una primera fase, que el contexto era excepcional. Revisamos en esta sección las principales actuaciones de política monetaria y sus efectos, para comentar en la sección siguiente acerca de las cuestiones que hemos aprendido en el proceso.

Los principales bancos centrales (BCE y la Reserva Federal de EEUU) han actuado tanto con medidas habituales, principalmente la reducción de tipos de interés, tan eficaz en las crisis recientes, como con medidas no habituales, encaminadas a mantener el funcionamiento de los mercados de crédito.

Desde agosto de 2007 a octubre de 2008 el BCE no relajó su política monetaria e incluso elevó su tipo de interés de intervención en 25 puntos básicos (p.b.) en julio 2008 por la apreciación de posibles tensiones inflacionistas, medida que ha sido muy criticada posteriormente. Sin embargo, desde agosto de 2007, el BCE proporcionó liquidez al mercado interbancario, ampliando los vencimientos en las operaciones a 3 y 6 meses y reduciéndola en las habituales operaciones de refinanciación a una semana, sin aumentar su provisión monetaria. Por consiguiente, en la fase inicial de la crisis se produjo en Europa una cierta dualidad en la política monetaria.

Al inicio de la crisis de las hipotecas *subprime* el gobierno estadounidense diseñó un programa de ayudas comprando activos tóxicos, en el entendimiento de que se hallaba frente a una crisis de liquidez. Se pensaba que las entidades financieras eran solventes, solo que el colapso de la burbuja inmobiliaria impedía conocer el precio de los activos respaldados por hipotecas (*mortgage backed securities*). Posteriormente, el descenso en el precio de las viviendas fue creando problemas de solvencia en algunas entidades y el gobierno decidió invertir directamente, aumentando con ello la solvencia de las entidades mediante inyecciones de capital a cambio de acciones preferentes. Estas son deuda, más que acciones, y al emitirlas aumenta el apalancamiento, pero no el nivel de riesgo, pues carecen de fecha de vencimiento. El problema fue que al estar los bancos al límite de solvencia, debieron endurecer los

requisitos para la concesión de créditos, no solo por su propia situación, sino porque la percepción de riesgo en los solicitantes era mayor en un período ya claramente recesivo. Además, al estar descendiendo los precios de los activos, los bancos podían pensar en comprarlos más baratos en el futuro si mantenían liquidez. La alternativa habría sido aumentar el capital comprando acciones, como los gobiernos estadounidense y británico se vieron obligados a hacer en algunos casos, pero esto hace al Estado propietario de los bancos, situación no deseable a medio plazo. Otra alternativa inicialmente considerada pero que se comprobó no factible fue crear un “banco malo”, comprando todos los activos tóxicos y créditos malos, pero esta opción es muy cara y tiene dificultades de valoración de dichos activos, al haber desaparecido su mercado.

Tras el colapso de Lehman Brothers en septiembre de 2008, la crisis entra en una nueva fase, intensificándose, extendiéndose a otros sectores así como geográficamente, y afectando a economías desarrolladas, en desarrollo y emergentes. La confianza de empresarios y consumidores se desplomó en todos los países, mientras la percepción de riesgo aumentaba drásticamente, apareciendo tensiones en los mercados financieros. Los mercados monetarios dejaron de funcionar, y la actividad económica sufrió en todo el mundo un brusco freno, con un fuerte descenso en el comercio internacional y una fuerte caída en los precios de las materias primas. Esto redujo los riesgos de inflación a la vez que aumentaban los riesgos de desestabilización financiera. De hecho, el frenazo en actividad y en inflación fue tan brusco que provocaron una probabilidad no nula de deflación. En Europa, el BCE redujo su tipo de intervención en 325 puntos básicos, hasta el 1,0%. Pero el colapso de Lehman Brothers motivó que los bancos privados tuvieran fuerte reticencia a prestarse unos a otros, al elevarse drásticamente la percepción de riesgo de contrapartida, en un contexto de falta de transparencia acerca de la calidad de los activos del balance.

Los bancos centrales pasaron entonces a aplicar un fuerte aumento en la oferta monetaria en circulación (el denominado *quantitative easing*), mediante la compra de deuda privada, esencialmente bonos de empresa, lo que se hizo en Estados Unidos en una cuantía de 800 m.m. de dólares. El BCE pasó a proporcionar una cantidad ilimitada de liquidez a tipo de interés fijo contra una lista aumentada de activos como colateral en operaciones de refinanciación en el Eurosistema, así como liquidez en otras divisas mediante operaciones *swap*. Ello condujo a una fuerte expansión del balance del BCE por unos 600 m.m. de euros hasta abril⁸ de 2009, hasta 1,51 billones de euros, el 16% del PIB nominal de la zona euro. En EEUU, la Reserva Federal aumentó su balance hasta un porcentaje similar del PIB. Posteriormente (mayo 2009) el BCE acordó la compra de cédulas (*covered bonds*) denominados en euros, proporcionando al sistema bancario de la eurozona financiación a 12 meses.

El aumento en la cantidad de dinero en circulación trata de evitar la caída del consumo privado y de la actividad económica. La intención es que las entidades utilicen este dinero para conceder créditos nuevos; la diferencia respecto a comprar activos titulizados es que el mercado de estos últimos estaba congelado, por lo que no se producirían nuevas emisiones, a

⁸ Papademos (2009)

diferencia del crédito a empresas, para el que ha continuado existiendo existe demanda, a tipos de interés más altos, que permitían aumentar la rentabilidad de los bancos, especialmente porque se creó también un programa de garantías. Desde este punto de vista, no se percibe que las inyecciones de dinero creen necesariamente inflación futura, pues pueden retirarse vendiendo los activos que se han comprado. Pero las cosas no son tan sencillas: las reservas bancarias ya se han multiplicado por factores importantes, pero la situación del crédito no ha mejorado apreciablemente. Esencialmente porque el mayor riesgo y las expectativas de posible inflación futura llevarían a ofrecer muy altos tipos de interés, para lo que no existe demanda. Y si los bancos centrales prometen retirar rápidamente la liquidez ante la posibilidad de tensiones inflacionistas, el anuncio generaría expectativas de un fuerte descenso drástico en liquidez en algún momento futuro, lo que elevaría súbitamente los tipos de interés y podría llevar a la economía a una recesión. En definitiva, la disposición a prestar no depende de la cantidad de dinero, sino también de otros factores adicionales, entre ellos, de modo muy importante, la percepción de riesgo. En una fase de fuerte recesión, dicha percepción es alta, y solo un tipo de interés elevado podría compensar a los bancos, pero precisamente la percepción de riesgo de los solicitantes estuviesen dispuestos a aceptar dichos tipos de interés sería asimismo muy alta. Es claro que la política monetaria por sí sola no sirve en un contexto de crisis financiera como el actual.

Otras actuaciones se refieren a las ayudas a sectores en crisis como ha sido el caso de la industria automovilística, especialmente en Estados Unidos. En una situación de caída generalizada de la actividad económica, es difícil justificar tales ayudas sectoriales. Inevitablemente, hay que manejar la creencia de que la importancia en términos de empleo, y de la interconexión con otras industrias es demasiado intensa como para dejar quebrar a la industria del automóvil.⁹ Entra en este epígrafe también la toma de participaciones, o la práctica nacionalización en algunos casos, de empresas que como la aseguradora AIG, o aseguradoras de hipotecas como Freddie Mae y Freddie Mac, o bancos como Citigroup, habían asumido niveles de riesgo inapropiados, que hubiesen resultado inaceptables en instituciones financieras tradicionales, sujetas a una más estricta supervisión financiera. La salvación de estas entidades ha tenido un enorme coste presupuestario que el Tesoro estadounidense espera recuperar vendiendo posteriormente sus participaciones.

Las medidas adoptadas parecen ser eficaces, aunque lenta y parcialmente. Las condiciones en los mercados monetarios han mejorado gradualmente, contribuyendo a normalizar la financiación de la actividad económica y aminorando el impacto real de la crisis. El diferencial entre el Euribor y el tipo swap a 3 meses en euros, una medida habitual de tensiones en el mercado interbancario, se ha reducido gradualmente desde los 200 puntos básicos de octubre de 2008 hasta los actuales 25 p.b. (final de marzo de 2010). Además, los niveles de tipos en el mercado monetario han caído incluso más: el tipo Euribor a 3 meses descendió rápidamente desde 5,39% en octubre 2008 a 0,75% en septiembre de 2009 y, más lentamente, hasta 0,65%

⁹ Una interpretación más escéptica vería estas ayudas como una actuación inevitable para evitar la quiebra de estas empresas en un momento en que es imposible de asumir, aunque sólo sirvan para diferir la quiebra a una coyuntura futura algo menos desfavorable.

actualmente. Acontecimientos similares se han observado en EEUU. El precio de los seguros de impago sobre deuda pública (*credit default swap*) descendió para España desde 150 puntos básicos (p.b.) en enero de 2009 a sólo 50 p.b. en julio de dicho año, aunque volvió a aumentar gradualmente desde el verano hasta los actuales 120 p.b..¹⁰

A pesar de todo, las condiciones de financiación han continuado tensas y el crédito al sector privado se ha desacelerado fuertemente, en parte como consecuencia del desapalancamiento¹¹ bancario y de las tensiones en el mercado mayorista de financiación bancaria. Para apoyar el proceso de desapalancamiento y fortalecer el balance, los gobiernos han aportado inyecciones significativas de capital a bancos en dificultades, proporcionando garantías sobre emisiones de deuda y programas de rescate de activos (*asset relief*) para sacar los activos tóxicos de los balances bancarios. Los objetivos perseguidos son: salvaguardar la estabilidad financiera, restaurar la provisión de crédito en la economía y potenciar la confianza en la solidez del sistema financiero y en las posibilidades de la economía.

El problema a corto plazo estriba en la realimentación que se produce entre una economía débil, con un desempleo elevado y posiblemente en aumento, y el proceso de desapalancamiento de los balances bancarios y las tensiones en los mercados de financiación bancaria. La debilidad de la actividad puede deteriorar el balance de los bancos aún más, prolongando el proceso de desapalancamiento. Esto limitaría la disposición de los bancos a conceder crédito, lo que podría afectar negativamente la actividad económica, aumentando la probabilidad de que las instituciones financieras experimenten pérdidas en su cartera de créditos y tensionando aún más los criterios de concesión de préstamos. De aquí la imperiosa necesidad de que las intervenciones de los gobiernos en el fortalecimiento de los balances sean eficaces y, en definitiva, de lograr un rápido saneamiento del sector financiero.

En algún momento se ha de reducir progresivamente la dependencia del sistema bancario, el sector financiero y la economía en su conjunto, respecto de las medidas de naturaleza excepcional que se han adoptado. Y para ello es preciso un regreso al normal funcionamiento del mercado monetario, transparencia y fiabilidad en los balances bancarios; en particular, en la exposición a activos tóxicos y a créditos de alto riesgo. Los bancos centrales deben diseñar el modo adecuado de retirar gradualmente la liquidez añadida, una vez que se juzgue, como comienza a pasar, que el sistema financiero puede funcionar por sí sólo, sin que se perciban indicios de inestabilidad de precios.

¿Qué hemos aprendido?

La estabilidad macroeconómica alcanzada desde los años 80 hizo pensar que la política monetaria se reducía a controlar la tasa de inflación utilizando un tipo de interés de

¹⁰ Los máximos para Italia fueron de 200 p.b., pero desde el verano de 2009 está al mismo nivel que la deuda española. La cotización de los CDS para Francia y EEUU es similar, con un máximo en torno a 100 p.b. en febrero de 2009, descendiendo en verano a 25 p.b., y repuntando hasta los actuales 50 p.b.

¹¹ Es decir, el proceso de reducir endeudamiento por parte de las instituciones financieras, que utilizan parte de la liquidez que reciben de los bancos centrales por la venta de activos para amortizar deuda.

intervención del banco central. Con una inflación contenida, el output gap sería reducido y estable, al igual que la tasa de desempleo. La política fiscal jugaba entonces un papel secundario, potencialmente condicionada por el ciclo electoral y los vaivenes políticos. Y la regulación financiera era un elemento separado de análisis industrial, muy lejano a la política macroeconómica. Estas tres concepciones han cambiado por completo tras la crisis.

El énfasis en el control de la inflación encuentra su justificación en modelos teóricos que explican que la búsqueda una tasa de inflación constante, al eliminar el output gap, constituye una política monetaria óptima.¹² Adicionalmente, existía consenso acerca de que la inflación debía ser no solo constante, sino además reducida, en torno al 2%.

La utilización del tipo de interés de intervención como instrumento descansa en dos supuestos: 1) los efectos reales de la política monetaria se dejan sentir a través de los tipos de interés y de los precios de los activos, más que de los agregados monetarios, 2) los tipos de interés a distintos vencimientos y en diferentes mercados, así como los precios de los activos, están conectados entre sí y con los tipos de intervención de la política monetaria mediante condiciones de arbitraje.¹³ Siendo así, bastaría con actuar sobre el tipo de interés de intervención para lograr los efectos deseados, lo cual puede hacerse mediante un mecanismo implícito o explícito, como la regla de Taylor. En este contexto, la banca comercial requiere una especial atención; en primer lugar, por su necesaria implicación en lo que se conoce como el “canal crediticio”, que transmite al sector privado los efectos de la política monetaria. En segundo lugar, por el proceso de transformación que origina entre los depósitos y los créditos y la posibilidad de retirada masiva de depósitos, lo que requiere la existencia de un seguro de depósitos y justifica la regulación y supervisión bancarias.

La política fiscal cedió su preeminencia durante la década de los 60 y 70 a la política monetaria por varias razones: a) la creencia en la validez de la doctrina Ricardiana, que sugiere la irrelevancia del modo de financiación del gasto,¹⁴ b) si la política monetaria es capaz de mantener un output gap estable, entonces no es preciso utilizar instrumentos adicionales, c) los retardos inherentes a la aprobación de las normas fiscales hacen que su ayuda llegue tarde, d) la política fiscal está sujeta a las distorsiones políticas. En consecuencia, se encomendó a la política fiscal el objetivo de sanear el sector público reduciendo los niveles de endeudamiento, en las economías emergentes para tener una mayor defensa ante posibles situaciones de crisis externas, y en las economías por factores importantes que ahora han quedado en segundo plano, como el proceso de envejecimiento de las sociedades desarrolladas, que va a requerir una fuerte financiación de sus sistemas de pensiones.

¹² Blanchard y Gali (2007)

¹³ Los tipos de interés a largo plazo serían un promedio de las expectativas de tipos de interés a corto plazo futuros, lo que se conoce como la Hipótesis de las Expectativas, mientras que los precios de las acciones reflejarían el valor presente de los flujos de dividendos futuros.

¹⁴ Los consumidores reconocen que la financiación del gasto mediante deuda requerirá una elevación de impuestos en el futuro y se preparan para ello aumentando su ahorro actual, en una cuantía igual (en valor presente) a la que habría requerido la financiación del gasto mediante impuestos.

La intermediación financiera se ha entendido tradicionalmente como la actividad económica propia de un determinado sector productivo. De este modo, la regulación y supervisión financieras forman parte de la política industrial, sin una conexión evidente con la política macroeconómica y apenas se ha considerado la posibilidad de utilizar la regulación sobre los ratios de capital o sobre la ratio de la cuantía del préstamo sobre el valor del colateral (*loan-to-value*) como parte de una política procíclica, aunque España ha sido adelantada en este sentido. Al contrario, dado el entusiasmo generalizado por la desregulación, lo anterior se consideraba una intromisión en el funcionamiento de los mercados de crédito.

La irrupción de la crisis mostró que el mantenimiento de una tasa estable de inflación no es garantía de estabilidad macroeconómica, ni inmuniza a la economía frente a shocks externos ni internos, ni anula el output gap, como predicen modelos macroeconómicos en boga. Muy posiblemente, esto no refleja una carencia un error en la modelización, sino que los estilizados modelos macroeconómicos son excesivamente sencillos en cuanto a no considerar la variedad de precios existentes en la economía, o los diferentes mercados de activos y vencimientos, la relevancia de la composición del gasto o del producto, por lo que la propiedad citada es demasiado simple para ser tomada como principio absoluto.

También hemos comprobado que los mercados financieros no están tan integrados como se creía. La transmisión de precios entre mercados no es evidente, como no lo es la transmisión de efectos de política monetaria desde los tipos de intervención, a muy corto plazo, a los tipos a largo plazo, relevantes para la financiación del consumo y la inversión, ni de la creación de base monetaria al crédito al sector privado. Esto implica, por un lado, que la autoridad monetaria debe prestar atención a señales recibidas de distintos mercados, en la forma de un excesivo crecimiento de los precios y cantidades, la volatilidad o la evolución de las primas de riesgo. Por otro, que intervenciones del tipo de las realizadas en la crisis, como la ampliación de activos admitidos como colateral en las subastas monetarias, o la adquisición de activos pueden ser elementos que influyan sobre los tipos cotizados en distintos mercados, y una herramienta que puede ser conveniente utilizar en momentos puntuales.

Las burbujas en los precios de los activos existen. Hay periodos en que los precios de determinados activos se separan significativamente de sus fundamentales. La teoría económica tiene aquí cierta dificultad, pues no es fácil acomodar la potencial existencia de burbujas con los modelos actualmente existentes de valoración de activos financieros, que generalmente implican que, en mercados suficientemente líquidos, y en el que todos los participantes cuentan con la misma información, el precio de un activo resume toda la información actualmente disponible acerca de su posible precio en un instante futuro. Es decir, el precio actual sería, en tal contexto, el mejor predictor posible acerca del precio en un instante futuro¹⁵. Y no hay posibilidad de batir al mercado diseñando estrategias de

¹⁵ Pero hay que recordar que la teoría económica no dice que el precio actual sea un buen predictor del precio futuro, sino tan sólo que resume eficientemente la información actualmente disponible acerca del precio futuro. Ahora bien, la desviación del precio futuro respecto del precio actual puede ser arbitrariamente grande, y de signo positivo o negativo. Esto es coherente con la noción de riesgo que, a pesar de la negativa acepción gramatical, implica la posibilidad de obtener no sólo pérdidas, sino también beneficios, tanto mayores cuanto mayor sea el nivel de riesgo, solo que imposibles de predecir

negociación basadas en información disponible, al contrario de lo que sucede durante una burbuja de precios. Necesitamos entender mejor el modo en que la psicología de los agentes económicos, o los mecanismos de formación de expectativas, si se quiere, generan burbujas. Mientras esto sucede, la política monetaria debe considerar la posibilidad de evitar su pleno desarrollo, como luego comentaré.

La crisis ha servido también para devolver la política fiscal a primer plano, al quedar claros los límites de la política monetaria. Además, fue también evidente desde muy pronto que la crisis sería duradera, por lo que había suficiente tiempo para la puesta en práctica de una apropiada intervención fiscal. Ha quedado más claro que nunca la necesidad de tener un sector público saneado, que conceda margen de maniobra a la expansión fiscal en períodos de crisis. Pero hay todavía mucho que desconocemos acerca de la política fiscal, tanto en lo relativo a la composición de los distintos impuestos, como la composición del gasto, la preferencia por un estímulo a través del gasto frente a una reducción de impuestos o mayores transferencias, así como sobre la sostenibilidad de la deuda.

La regulación del sector financiero

Estamos percibiendo actualmente los inmensos costes que tiene tratar de limitar los daños producidos por la longitud y la severidad de la crisis. Se han llevado a cabo salvamentos de entidades financieras (*bailouts*), se ha relajado la política monetaria (*quantitative easing*), se han introducido estímulos y se han garantizado emisiones de deuda. Necesitamos, por tanto, diseñar mecanismos que reduzcan la probabilidad de que se vuelva a producir una nueva crisis financiera en el futuro. Una buena parte del problema ha estribado en la excesiva indulgencia con que hemos contemplado la posibilidad de una crisis financiera, dado el tiempo transcurrido desde la de Depresión de 1929 y la creencia en que el éxito en la resolución de recientes crisis menores probaba nuestra ilimitada capacidad para negociar con ellas.

Ha habido tres claros fallos de prevención: una excesiva desregulación, un descuido de algunos indicios de peligro, así como una excesiva indiferencia acerca del notable descenso en la tasa de ahorro y en el nivel de riesgo asumido por dicho ahorro. Para evitarlos, es importante que la regulación y supervisión no estén excesivamente fragmentadas; en Europa es fácil pensar en la conveniencia de una agencia europea de supervisión bancaria. Es asimismo importante que la información fluya entre las agencias responsables. Por el contrario, ahora hemos debido aprender que precisamos de planes contingentes por parte de los bancos centrales y los gobiernos, que se revisen periódicamente en función de los acontecimientos macroeconómicos y financieros. Es decir, que se ponga en marcha un sistema de evaluación de riesgo sistémico, lo que se conoce como la supervisión macroprudencial

Además de esta supervisión macroeconómica, debe establecerse una regulación microeconómica, basada en aspectos como:

a priori. La cuestión es que un inversor adverso al riesgo no va a ser indiferente a esta posibilidad, y preferirá un resultado seguro a entrar en un juego en el que es posible obtener ganancias, pero también pérdidas. Estará dispuesto a entrar en tal juego sólo si se le compensa con una prima de riesgo suficiente.

1. límites al crecimiento rápido del crédito y a la concentración de riesgos. Estos últimos existen pero es un aspecto en el que claramente, los bancos centrales podían haber hecho más. El crecimiento del crédito en sus diversas finalidades debe ser un objetivo intermedio de la política monetaria,
2. limitar el apalancamiento de las instituciones financieras y el establecimiento de estándares de rating por tipos de crédito,
3. el sistema de pago a las agencias de rating debe cambiar siendo los inversores, y no los emisores, quienes lo hagan,
4. debe prohibirse la toma de posiciones propias¹⁶ (*proprietary trading*) por parte de las entidades financieras, por el conflicto de intereses que genera respecto de la toma de posiciones en nombre de clientes y por el riesgo que entraña para el capital de la institución,
5. quizá sea conveniente ajustar los requisitos de reservas al nivel de riesgo incorporado en la estructura de capital del banco,
6. asimismo, es preciso requerir una mayor difusión de información por parte de *hedge funds* y fondos de inversión privada. La regla debe ser que los agentes a quienes se ofrezca un instrumento financiero deben estar en condiciones de comprender perfectamente su naturaleza, y el riesgo que asumen,
7. derivados complejos como los *credit default swaps* deberían ser negociados en mercados organizados con cámaras de compensación y plenamente respaldados por una garantía colateral,
8. deben eliminarse los incentivos a la compra de viviendas, que se han mantenido por demasiado tiempo por parte de distintos gobiernos. Un subsidio fuerte a la compra de viviendas, que implica una transferencia de renta entre contribuyentes,

Todo esto son elementos para proteger al pequeño inversor, pero también son instrumentos de política macroeconómica.

Dos elementos regulatorios merecen consideración aparte. Por un lado, el tratamiento de las compensaciones salariales (*bonus*) a los altos ejecutivos de entidades financieras, algunas de las cuales han estado en el centro de las irregulares prácticas causantes de la crisis, por lo que han creado una justificada alarma social. Por otro, el diseño que queremos para el sector financiero futuro; en particular, si es posible y conveniente mantener un grado de

¹⁶ El gobierno de EEUU propuso inicialmente la prohibición de estas prácticas, pero luego dio marcha atrás, sustituyendo por un incremento de las reservas requeridas a los bancos que hagan *proprietary trading*

heterogeneidad regulatoria compatible con un grado suficiente de competencia y con la estabilidad financiera.

- Limitar el nivel y estructura de la compensación a los altos ejecutivos puede dar pie a todo tipo de escapatorias legales, a la vez que puede distorsionar el mercado. Por otro lado, cualquier intervención de este tipo debería llevarse al nivel de quienes llevan a cabo la negociación de activos, pues son quienes asumen posiciones de riesgo, por lo que deben tener los incentivos adecuados y mecanismos de supervisión de riesgos adecuados. Las verdaderamente ingentes cifras de compensación salarial a empleados no corresponden sólo a altos ejecutivos. Pero es imposible que el gobierno regule la remuneración de todos los empleados de una institución financiera. Es cierto que en algunos casos son alarmantes, pero es preferible potenciar que los accionistas dispongan de información detallada al respecto y que puedan presentar sus reclamaciones en los foros apropiados.¹⁷ Son razones que hacen pensar que no procede tratar de regular el nivel salarial de ningún colectivo profesional, lo cual no es incompatible con una elevación drástica de los tipos impositivos para rentas muy altas.

En todo caso, la teoría económica nos enseña que unos incentivos adecuados requieren que la compensación salarial a) sea simétrica, es decir, dependiente de los resultados tanto cuando son buenos como cuando son malos, b) esté basada en los resultados derivados para la empresa a largo plazo de la actuación profesional. Para ello, las compensaciones anuales deberían mantenerse en un fondo que va acumulando resultados, y del que solo pueden extraerse con una fuerte penalización si el trabajador abandona la empresa. O puede pagarse la compensación en acciones de la empresa que no pueden venderse hasta transcurrido un tiempo suficiente para aflorar los resultados de la gestión del trabajador. Y, en todo caso, sería conveniente extremar la transparencia en la evaluación económica de todas las formas de remuneración de los ejecutivos.

- Uno de los grandes interrogantes que surgen al plantear reformas regulatorias es el tratamiento que se debe dar a las instituciones que no son bancos comerciales, como algunos *hedge funds* o la banca de inversión antes de la crisis, pero que ofrecen servicios comparables a los de la banca comercial tradicional, como la emisión de cheques. El mundo de la intermediación financiera es extremadamente complejo en la actualidad, y la banca tradicional llevaba a cabo sólo un porcentaje del mismo antes de la crisis. Si se somete a todas estas instituciones al mismo régimen regulatorio que la banca comercial, puede representar el fin de las mismas, como es el caso de la banca de inversión. Por otra parte, si se permite una brecha regulatoria entre distintos tipos de instituciones se distorsiona la competencia entre ellas. Precisamente la enorme heterogeneidad de la industria financiera magnifica la dificultad de diseñar y poner en práctica un sistema regulatorio universal. Podríamos pensar en volver a la tradicional banca comercial financiada mediante depósitos y emisora de préstamos comerciales a corto plazo. Pero este tipo de banca no es viable si se permite otro tipo de intermediario financiero con

¹⁷ La escasa repercusión que los pequeños accionistas pueden tener en las Juntas de Accionistas es sin duda un elemento institucional preocupante.

productos sustitutivos. ¿Debemos entonces de obligar a los *hedge funds*, *money market funds* y bancos no comerciales a cumplir requisitos de reservas? Este es un problema de difícil solución, que requerirá un análisis muy cuidadoso en los próximos años.

Una reconsideración de la política macroeconómica

Parece claro que la política monetaria ha de ser uno de los elementos que prevenga de la ocurrencia de crisis financieras futuras. Específicamente, debe prevenir excesos en los mercados de activos y los posibles riesgos sistémicos asociados. La política monetaria debe vigilar la ocurrencia de burbujas y tratar de evitarlas, para lo cual dispone de distintos instrumentos regulatorios a los que puede dotar de una naturaleza cíclica: ratios de capital, posibles ratios de liquidez, *loan-to-value* ratios [Bank of England (2009)]. Es claro que la política regulatoria es complementaria de la política macroeconómica. Habrá que aprender a diseñar reglas operativas que reflejen las condiciones cíclicas de cada momento a nivel de todo el sistema, que complementen la tradicional tarea de supervisión a las instituciones individuales, y que puedan ser presentadas de modo comprensible y creíble.

El argumento a favor de la intervención contra potenciales burbujas se basa en que un comportamiento tendencial en los precios de activos financieros o reales constituye una amenaza futura para la estabilidad de precios, que es el principal mandato de los bancos centrales en la actualidad. Cuando los precios de los activos experimentan un drástico descenso, una expansión monetaria no sólo ayuda a sostener la estabilidad financiera, sino que facilita el objetivo de estabilidad de precios. Por otro lado, existe evidencia empírica¹⁸ acerca de que los bancos toman más riesgos en un contexto de reducidos tipos de interés, especialmente por el riesgo moral que se ha generado al reconocer la práctica imposibilidad de permitir la caída de algún intermediario financiero. Para aminorar los efectos de una fuerte provisión de liquidez y bajos tipos de interés, la política monetaria debería ser claramente restrictiva durante la fase de elevaciones de precios. Por un lado, porque al elevar el descuento aplicado a los flujos futuros, el precio de los activos disminuiría; por otro, porque las expectativas de tal respuesta desincentivaría la formación de la burbuja, al reducir el nivel de riesgo asumido por los intermediarios financieros en sus préstamos.

El sistema seguido por el BCE parece adecuado para este fin.¹⁹ Por un lado, el objetivo de inflación del 2% permite ser suficientemente restrictivo en un contexto de elevaciones de precios de activos, incluso en ausencia de tensiones inflacionistas de consumo, impidiendo la formación de burbujas y la consiguiente deflación. Por otro, existe evidencia acerca de que los indicadores monetarios y de crédito proporcionan información relevante acerca de la formación de burbujas. El principal argumento contra este tipo de intervenciones reside en que las elevaciones de tipos de interés precisas para impedir el pleno desarrollo de una burbuja financiera necesitarían suficientemente elevadas y afectarían muy negativamente a la

¹⁸ Jimenez et al. (2007)

¹⁹ Papademos (2009) y González-Páramo (2010)

actividad económica. Lo cual no es evidente,²⁰ porque 1) la evidencia disponible sugiere la gran sensibilidad de la rentabilidad de las estructuras financieras basadas en un alto apalancamiento a variaciones incluso pequeñas en el diferencial entre tipos de interés a corto y a largo plazo, 2) un ligero cambio en el tipo de intervención acompañando a advertencias del supervisor podría indicar claramente su decidida intención de tomar medidas correctivas de la posible burbuja, y 3) un encarecimiento regulatorio del apalancamiento de las instituciones financiera dificultaría la demanda excesiva del activo en cuestión.

En todo caso, es claro que la efectividad de la política monetaria simétrica precisa ser evaluada en su aplicación práctica, y es este un importante reto pendiente.

Pero conviene considerar si la tasa de inflación del 2% que se ha fijado como referencia no es excesivamente reducida. De acuerdo con la hipótesis de Fisher, un objetivo inflación reducido para la política monetaria conducirá, si se alcanza, a tipos nominales de interés excesivamente bajos, que dejan poco margen para el relajamiento de la política monetaria en un contexto recesivo. Al igual que a lo largo de 2009 durante la actual crisis, tal objetivo nos acerca a una posible trampa de liquidez, igual a la acaecida en la depresión de 1930. Es preciso en tal caso confiar en que, en la medida en que los bancos centrales pueden anunciar políticas expansivas creíbles, las expectativas de inflación aumentarían, reduciendo el tipo de interés real y estimulando la actividad económica. Lo que es evidente es que, bajo el actual diseño de política monetaria, la política fiscal es más necesaria para sacar a la economía de la recesión, que si contásemos con tipos de interés más elevados.

La ocurrencia de la actual crisis y la puesta en práctica de excepcionales medidas de salvamento han aflorado múltiples cuestiones en las que el mundo académico debe hacer claros progresos. Comenté antes acerca de la excesiva simplicidad que aún presentan los modelos monetarios que actualmente sirven de referencia en los principales bancos centrales, especialmente por la gran complejidad que ha adquirido muy rápidamente el sector financiero, y por su definitivo entronque con la economía real, aspectos estos apenas incorporados en los modelos mencionados. También es importante que avancemos en entender la relevancia que para la política fiscal tiene la composición del gasto, las distorsiones creadas por distintos impuestos, y cuál es la eficacia relativa de las políticas de gasto respecto de las políticas impositivas o de transferencias. En el diseño de políticas fiscales de expansivas, es importante que entendamos los condicionantes que determinadas medidas a corto plazo tienen sobre el crecimiento a largo plazo. Una caída transitoria del producto, incluso si es cuantiosa, puede tener menor coste social que una medida que limite en una pequeña cuantía el crecimiento durante un número de períodos. Este es uno de los principales argumentos por los que las políticas de gasto deben diseñarse cuidadosamente en función de su efecto sobre el crecimiento. La acumulación de capital productivo, la inversión en nuevas tecnologías, la innovación, la acumulación de capital humano y la educación deben tener carácter prioritario, frente a subvenciones no finalistas. Es imprescindible progresar definitivamente en una regulación de los mercados de trabajo que evite sus ineficiencias, especialmente en países como España, y que permita reducir la volatilidad del empleo a lo largo del ciclo económico. En

²⁰ Papademos (2009)

Europa, sería deseable que tal legislación pudiera adoptarse a nivel del área monetaria, lo cual no es sino síntoma de la conveniencia de disponer de un área económica y financiera común en apoyo de una moneda única.

Conclusiones

La política monetaria debe perseguir la estabilidad de precios como elemento necesario, aunque no suficiente, para lograr un crecimiento sostenido y el mantenimiento de un desempleo reducido. La política fiscal debe perseguir el mayor saneamiento posible del sector público, reduciendo la ratio deuda sobre PIB, lo que permitirá mayor margen de maniobra cuando surjan posibles dificultades. La política monetaria debe prestar atención a múltiples indicadores de distintos mercados, como los niveles de apalancamiento o el comportamiento de los precios de determinados activos financieros y reales, abandonando la idea de que la conexión entre mercados permite, mediante arbitraje, la simplificación al máximo del diseño de política monetaria. Tiene a su alcance una multiplicidad de elementos regulatorios que puede utilizar discrecionalmente para evitar la ocurrencia de burbujas en los precios de activos financieros y reales. La regulación financiera debe insertarse como componente indispensable de la política monetaria. En modo alguno podemos volver a caer en el error de identificar mercados libres con mercados desregulados.

Referencias

1. Bank of England, 2009, "The Role of Macroprudential Policy", Discussion paper, November.
2. Blanchard, O., G. Dell'Ariccia, and P. Mauro, 2010, "Rethinking Macroeconomic Policy"
3. Blanchard, O. y J. Galí, 2007, "Real Wage Rigidities and the New Keynesian Model", *Journal of Money, Credit and Banking*, 39, 1, supplement, 36-65.
4. Papademos, L., 2009, Speech at the conference "Beyond the Crisis: Economic Policy in a New Macroeconomic Environment", 14 de mayo de 2009.
5. González-Páramo, J.M., 2010, "Estrategias económicas de salida de la crisis", conferencia impartida en la Fundación Ramón Areces, marzo 2010, manuscrito.
6. Jiménez, J., S. Ongena, J.L. Peydró-Alcalde y J.Saurina, 2007, "Hazardous Times for Monetary Policy: What do Twenty-Three Million Bank Loans Say About the Effects of Monetary Policy on Credit Risk, CEPR Discussion Paper 6514.