

Trascendiendo la ortodoxia monetaria: La nueva estrategia de la banca central moderna¹

*Transcending monetary orthodoxy:
The new strategy of modern central banking*

Carlos Eduardo Carrasquero Luces*

Código JLE: E52, E58, G10

Recibido: 14/01/2016, Revisado: 18/01/2016, Aceptado: 11/02/2016

Resumen

La crisis financiera mundial acaecida a finales de la primera década del siglo XXI puso de manifiesto la necesidad de trascender el esquema de política que rige a la banca central a nivel mundial, para dar cabida en su instrumental a nuevas medidas de política monetaria. El presente trabajo hace un repaso a las medidas no ortodoxas implementadas por algunas de las mayores economías del mundo en sus esfuerzos por superar dicha crisis, concluyendo que la banca central moderna parece haber comprobado que cuando la tasa de interés pierde la capacidad de influir sobre la economía al haber tocado su límite inferior cero, la liquidez monetaria adquiere la habilidad de actuar a nivel macroeconómico sin desequilibrar la economía real.

Palabras clave: política monetaria, política no ortodoxa, crisis financiera.

Abstract

The global financial crisis which took place at the end of the first decade of the XXI century, revealed the necessity of mending the policy framework that governs central banks worldwide, to accommodate in its toolkit new monetary policy measures. This paper gives an overview of the unorthodox measures implemented by some of the largest economies in the world in their efforts to overcome the crisis, concluding that modern central banks seems to have found that when the interest rate loses the ability to influence the economy by having touched its zero lower bound, monetary liquidity acquires the ability to act at a macroeconomic level without unbalancing the real economy.

Key words: monetary policy, unorthodox policy, financial crisis.

* Universidad de Los Andes. Mérida. Venezuela. Código Postal 5101.
Correo electrónico: carrasquero09@gmail.com.

1. Introducción

Que el capitalismo como sistema económico es fuente inagotable de crisis ha sido mencionado con frecuencia y cabe acotar, con mucho arte, por numerosos y reconocidos autores, Carlos Marx a la cabeza. Si hubiera de defenderse esta afirmación bastaría con enumerar las muchas situaciones críticas acaecidas, por ejemplo, en el siglo XX: la Gran Depresión de 1929, la crisis de los precios del petróleo tras la guerra del Yom Kippur en 1973, el lunes negro de la Bolsa de Valores de Nueva York en 1987, el “efecto tequila” de 1994, y la crisis financiera asiática de 1997, por solo mencionar algunas de las que tuvieron mayor repercusión global.

Sin embargo, no menos cierto es el hecho de que la ciencia económica se ha nutrido sustancialmente de las lecciones que derivan de tales episodios para construir un cuerpo teórico robusto, con lo cual, cada nueva crisis es una oportunidad para probar lo aprendido y continuar asimilando enseñanzas. Es por supuesto desafortunado apelar a las crisis como fuente de conocimiento, y no obstante, sería aun mayor la desventura si debiera atravesarse tales eventos sin derivar de ello algo útil para la sociedad.

Por ello el presente estudio dispone considerar las lecciones que derivan de la más reciente crisis financiera mundial, que inicia a finales de 2008 en los EE.UU. y muestra signos de contagio algunas de las mayores economías del mundo. Como es costumbre en episodios críticos, las características del fenómeno pone en entredicho las respuestas tradicionales obligando al decisor a definir nuevos cursos de acción que permitan hacer frente al suceso. En esta ocasión, habiéndose alcanzado el límite inferior cero en la tasa de interés de referencia, y ante la imposibilidad de confiar en la actividad bancaria como canal de transmisión de la política monetaria, la institucionalidad, y más específicamente la banca central, se vio en la necesidad de apelar a medidas no ortodoxas para enfrentar los desajustes financieros que sacudieron la economía.

La respuesta no convencional de la banca central frente a la más reciente crisis invita a reevaluar los esquemas teóricos de política monetaria que rigen su accionar, a la luz de los retos que supone satisfacer su

mandato fundamental de garantizar la estabilidad de los precios y sostener el valor del signo monetario, en medio de un mercado financiero cada vez más poderoso y globalizado, y cuyo volumen operativo llega incluso a opacar algunas de las economías más grandes del mundo.

La primera sección de este trabajo delinea el consenso general en torno a lo que se considera como ortodoxia monetaria, y finaliza describiendo las razones por las cuales la crisis financiera del 2008 estremeció los cimientos en los cuales se sustentaba la política monetaria contemporánea. La sección número dos detalla los objetivos que persigue la política monetaria no ortodoxa, y que consiguientemente la llevan a trascender las convenciones monetarias vigentes hasta el advenimiento de la crisis financiera. En la sección número tres se contextualiza la implementación de la política monetaria no convencional al describirse las medidas no ortodoxas desplegadas en Japón, EE.UU., Reino Unido y la Unión Europea, producto de la crisis financiera del 2008. Además se refieren las críticas que han surgido en torno a la idea de romper con la ortodoxia monetaria, las cuales finalmente son contrastadas con el costo de oportunidad que habría significado para las economías en crisis limitarse a utilizar las medidas tradicionales del instrumental de la banca central.

La investigación concluye con la confirmación de que la crisis financiera del 2008 ha llevado a la banca central a reconsiderar las bases de la teoría monetaria, con lo cual principios que antes eran incuestionables —como el estricto control de la liquidez monetaria y el límite inferior cero de la tasa de interés— ahora son puestos a prueba en una agresiva estrategia que inaugura una nueva era tanto para el banco central como institución, como para los estudios económicos sobre política monetaria.

2. La política monetaria en la etapa previa a la crisis

Durante décadas se ha dado por descontado que el alcance y potencial que la política monetaria, en tanto instrumento de política económica, puede ejercer sobre el desempeño económico de una nación es materia

ampliamente conocida, suficientemente comprobada y correctamente codificada por los textos académicos que versan sobre la materia. Las escuelas de economía a lo largo y ancho del globo instruyen a sus alumnos sobre la base de las mismas teorías, a saber: 1) la tasa de interés de referencia constituye un mecanismo inequívoco para transmitir a la economía la dirección que debe tomar y 2) la oferta monetaria se debe manipular con una disposición minimalista y siempre respetando una tendencia conservadora en su evolución; como complemento a estas dos nociones se tiene a la política crediticia y la política cambiaria, que ayudan a determinar el margen de maniobra del banco central al intentar influir sobre la tasa de interés y la oferta monetaria. Rara vez la controversia pone en entredicho el conjunto de tales supuestos que rigen la actuación de la banca central a nivel mundial.

Existen además, suficientes elementos para considerar que este fenómeno ha trascendido el ámbito académico y se ha instalado entre los decisores políticos y económicos. Un claro ejemplo de ello se manifiesta en lo que Bean *et al.* (2010) han denominado el “Consenso de Jackson Hole”, en honor a la conferencia anual que celebra la Reserva Federal en Jackson Hole, Wyoming, EE.UU. En palabras de estos autores:

Mientras que las causas de la Gran Moderación siguen abiertas al debate, la mayoría de los hacedores de política probablemente atribuyan algo de ese desempeño macroeconómico mejorado a una mejor política. Ello fue reflejado en un consenso —al menos en el mundo Anglosajón— respecto a los ingredientes de un esquema de política exitoso y se replicó en un consenso equivalente en la literatura académica sobre política monetaria, sintetizando el rigor del modelado dinámico del equilibrio general con el realismo empírico de la rigidez de los precios del pensamiento Keynesiano [...] Este conjunto de creencias previas a la crisis se manifestaron en muchas de las contribuciones a esta conferencia anual en los años anteriores a la crisis y pueden ser aptamente denominadas como el consenso de “Jackson Hole” (Bean *et al.*, 2010, p. 3)².

La crisis a la cual se refieren los autores es por supuesto la crisis financiera inaugurada por la declaración de quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008; acontecimiento que reavivó entre las economías

desarrolladas los fantasmas de la Gran Depresión de 1929 y, alentó una profunda revisión de los supuestos que hasta este punto habían orientado el diseño e implementación de la política monetaria a nivel mundial. Siguiendo a Bean *et al.* (2010) es posible repasar concienzudamente el conjunto de tales supuestos:

- 1) Dejando de lado los estabilizadores automáticos, la política fiscal es un instrumento inadecuado para gestionar la demanda macroeconómica. Ello fue justificado teóricamente apelando a la ventaja comparativa de la política monetaria sobre la fiscal en el control de la demanda nominal o a la Equivalencia Ricardiana o al argumento de que las expansiones fiscales eran más difíciles de revertir que de iniciar.
- 2) A la política monetaria le fue por tanto asignado el rol primario en la gestión de la demanda agregada de corto plazo, cuya política se conducía a través de la manipulación oportuna de la tasa de interés de corto plazo.
- 3) El mecanismo de transmisión monetaria opera principalmente a través de las tasas de interés de largo plazo, los precios de los bienes y las expectativas sobre la inflación futura. Las expectativas sobre el futuro de las tasas [de interés] eran centrales y la credibilidad era clave. Estos canales podrían ser aumentados por un canal crediticio débil pero el sector bancario generalmente brillaba por su ausencia, particularmente en las síntesis de modelos Neo Keynesianos, los cuales también dominaban el pensamiento de la banca central. La importancia otorgada a las expectativas llevo naturalmente a incrementar el foco en las comunicaciones y la transparencia.
- 4) La conducción de la política monetaria se encuentra mejor delegada a un banco central independiente, libre de consideraciones políticas de corto plazo. Esto fue apuntalado por el pensamiento académico el cual dirigió la atención hacia las posibles inconsistencias temporales de la política óptima cuando las expectativas sobre la política futura importaban y lo cual sugería que la política monetaria se encontraba mejor delegada a banqueros conservadores con perspectivas de largo plazo.

- 5) Los objetivos monetarios intermedios no eran útiles, debido a su vínculo inestable con las metas de política (aunque eso no impedía que fueran de utilidad por momentos como indicadores de la demanda y la inflación futuras). Para jurisdicciones con un tipo de cambio flotante, la política monetaria debía en cambio enfocarse en la única cosa que puede determinar con seguridad en el largo plazo, a saber, el nivel de precios. En muchos países, esto fue codificado en un objetivo de inflación de valor explícito; en otros, el objetivo fue dejado algo difuso. Al enfocar la política en la meta de estabilidad de los precios, en lugar de una variable intermedia, se ofrecía un esquema de política que era mucho más claro para el público y potencialmente más durable. Pero la rigidez de salarios y precios a corto plazo, sumada al deseo de evitar las fluctuaciones excesivas en la actividad, implicaba que algo de “discreción restringida” en la búsqueda de la estabilidad de los precios era apropiada; esta flexibilidad era usualmente incorporada explícitamente en los mandatos del banco central de una manera u otra.
- 6) Se pensaba que los mercados de bienes eran eficientes en la distribución y valoración del riesgo y las innovaciones financieras mejoraban normalmente el bienestar. Mientras que los precios de los bienes podrían estar sujetos a arranques de “exuberancia” por parte de los inversores, existía muy poco que la política monetaria pudiera hacer al respecto. Lo mejor que la política monetaria podía hacer era limitar la caída cuando el sentimiento cambiaba.
- 7) Las crisis financieras sistémicas solo eran encontradas en los libros de historia y los mercados emergentes; su ocurrencia era improbable en los mercados financieros avanzados y bien regulados. Más aún, la estabilidad financiera y de los precios eran compañeros habituales, y la consecución exitosa de una facilitaba el logro de la otra (Bean *et al.*, 2010, pp. 4-5).

Los mismos, si bien encontraron diversos grados de aceptación entre las autoridades monetarias a nivel mundial, alcanzaron tal difusión que aún hoy conforman un conjunto cuasi-axiomático que funge como regla de decisión para los hacedores de política. La confianza en este conjunto de supuestos se ha visto ampliamente reforzada por el extenso periodo

de estabilidad macroeconómica global que ha dado en llamarse la Gran Moderación, hasta el punto de considerarlos actualmente como parte de la ortodoxia en política monetaria.

Volviendo sobre el tercero de tales supuestos es posible observar el resquicio por el cual se cuele y germina la actual crisis financiera mundial, esto es, una franca subestimación del papel que juega la banca en general, y particularmente el canal crediticio, en la transmisión y eficacia de la política monetaria para cumplir con sus objetivos. En condiciones normales, ante elevados índices de desempleo y signos de ralentización del crecimiento económico, la banca central pondría en marcha la recompra de bonos de la deuda con vencimientos a corto plazo, con miras a reducir las tasas de interés y consiguientemente incentivar la contratación de préstamos y el consumo, proceso en el cual resulta evidente el rol de intermediario que juega la banca privada a la hora de comunicar la institucionalidad con la economía real.

Ahora bien, ¿qué ocurre cuando la banca privada diversifica su cartera de inversiones restando preponderancia al otorgamiento de préstamos? Esencialmente, la política monetaria tradicional pierde su capacidad de influir sobre las tasas de interés, restringiendo la posibilidad de que el gobierno influya sobre el desempeño económico cuando este se aleja de los objetivos de política económica. Fisher y Rosenblum (2009) describen en los siguientes términos la experiencia estadounidense frente a este fenómeno:

Con los mercados financieros en problemas y la economía tambaleándose, la Reserva Federal comenzó a bajar su tasa de interés de referencia hace dos años, acercándola a cero en diciembre de 2008. Otros bancos centrales le siguieron. Basados en la experiencia reciente, políticas tan agresivas debieron haber restaurado la estabilidad y el crecimiento de forma rápida. Desafortunadamente, la burbuja ya estaba bloqueando los canales que la política monetaria utiliza para influenciar la economía real.

Muchos bancos ‘Demasiado Grandes Para Caer’ relajaron su posición frente al riesgo en la medida en que perseguían mayores rendimientos a través de inversiones exóticas y complejas —mismas que ahora se clasifican como “activos tóxicos”. Mientras la crisis financiera surgía,

estos bancos veían erosionarse su capital y temían que los mercados financieros les hicieran pagar caro por capital adicional para apuntalar sus balances.

En este contexto, el canal ‘tasa de interés’ de la política monetaria operaba de manera perversa. Las tasas más importantes para la recuperación de la economía —aquellas que pagan los negocios y los hogares— aumentaron en lugar de bajar. Los bancos con las mayores pérdidas relacionadas con activos tóxicos fueron los primeros en congelar o reducir su actividad crediticia. Sus prestatarios enfrentaron tasas de interés más altas y acceso restringido a los fondos cuando estos bancos elevaron sus márgenes para racionar los limitados préstamos disponibles o para reflejar sus altos costos de financiación a medida que los mercados comenzaban a reconocer el amplio riesgo que los bancos ‘Demasiado Grandes Para Caer’ representaban (Fisher y Rosenblum, 2009, pp. 1-2).

La denominación ‘Demasiado Grande Para Caer’, habla de la importancia relativa que tales entidades bancarias guardan respecto al resto, en términos de la porción de mercado a la que sirven. En este sentido, la condición de crisis se agravaba ante la incapacidad de los pequeños bancos de reemplazar la actividad crediticia que las grandes instituciones abandonaban. Adicionalmente, el alza en las tasa de interés impulso a los acreedores a reducir su deuda en momentos en que la banca necesitaba de ellos, al tiempo que propició una apreciación del dólar respecto al euro y la libra, mermando el volumen de exportaciones (Fisher y Rosenblum, 2009); luego:

Las obstrucciones en los canales [de transmisión] de la política monetaria empeoraron una recesión que había demostrado ser más larga, y de acuerdo con muchas mediciones, más dolorosa que ninguna depresión posterior a la Segunda Guerra Mundial. Con sus herramientas de política convencionales bloqueadas, la Reserva Federal ha recurrido a medidas sin precedentes durante los últimos dos años, abriendo nuevos canales para rodear los [canales] bloqueados y restaurar el flujo crediticio en la economía (Fisher y Rosenblum, 2009, p. 2).

En esta sección se ha repasado el consenso general respecto a los elementos que constituyen una política monetaria ortodoxa, no obstante,

se ha reconocido igualmente la necesidad de trascender las estrategias monetarias tradicionales en atención a las condiciones extraordinarias generadas por la crisis financiera mundial que se pone de manifiesto hacia finales de 2008.

3. Medidas no convencionales de política monetaria

El despliegue de las medidas de política monetaria no convencionales ha seguido diferentes estrategias según sea el objetivo que persigue el banco central en cuestión, a los efectos de esta investigación sirva la clasificación propuesta por Krekó *et al.* (2013):

Se distinguen tres tipos [de estrategias] de acuerdo con los modos de intervención: Las estrategias que proveen liquidez a los bancos y las transacciones de refinanciamiento, las intervenciones directas en el mercado de crédito y la compra de grandes volúmenes de bonos gubernamentales (p. 6).

Las primeras persiguen incrementar el volumen de préstamos en momentos en que los bancos enfrentan dificultades para financiarse, bien sea por los altos costos de obtener fondos o por problemas de liquidez en su balance contable. Por su parte, la intervención directa busca ejercer influjo en la prima de riesgo que pagan los entes privados en momentos en que la intermediación financiera juega un rol secundario en el financiamiento del sector privado y consiguientemente los instrumentos de política monetaria tradicional no son efectivos. Finalmente, la última de las estrategias se limita al instrumental de la banca central con alta credibilidad, desenvolviéndose como último recurso en ocasiones en que se ha alcanzado el límite inferior cero en la tasa de interés de referencia (Krekó *et al.*, 2013).

Los mismos autores ofrecen además una clasificación estilizada siguiendo los elementos técnicos que caracterizan a las medidas no ortodoxas, a saber:

Los instrumentos no convencionales pueden ser clasificados en dos tipos básicos, de acuerdo con dos dimensiones (la maduración y la extensión del riesgo crediticio).

El objetivo de uno de los grupos de instrumentos es reducir y achatar la curva de rendimiento libre de riesgo. Además de las compras de bonos gubernamentales de largo plazo, también pertenecen a esta categoría las medidas de provisión de liquidez por parte de la banca central en las cuales el banco central se compromete a mantener una tasa de interés fija por un periodo largo de tiempo. [...] Se espera que el extremo más largo de la curva de rendimiento sea influenciado expresamente por los bancos centrales de aquellos países en los cuales —debido al nivel demasiado cercano a cero de la tasa de interés de corto plazo (por ejemplo el Banco de Inglaterra, el Banco de Japón y la Reserva Federal)— un impulso monetario significativo solo pudiera ser generado reduciendo los rendimientos a largo plazo.

El objetivo del otro grupo de medidas era reducir la prima de riesgo vigente en uno de los mercados crediticios en un segmento de la curva de rendimiento. Por ejemplo, este grupo comprende la compra de bonos corporativos desarrollada para reducir el riesgo crediticio corporativo, las medidas de provisión de liquidez para ayudar a reducir los rendimientos del mercado interbancario que presentaron incrementos agudos debido a la falta de confianza y también la compra de bonos gubernamentales, si su objetivo es reducir las primas de riesgo soberano que se manifiestan ‘más altas de lo debido’ (ejemplo, el caso del Banco Central Europeo) (Krekó *et al.*, 2013, p. 10).

La implementación de medidas tan agresivas, por el volumen del esfuerzo desplegado, podrían llevar a pensar que el desarrollo sin precedentes de estrategias que se apartan intencionadamente de la convención no puede sino ser el resultado de innovaciones recientes en las técnicas de modelado de la política económica en general, y particularmente en avances en el diseño de la política monetaria; no obstante, como nota interesante destaca el hecho de que las medidas implementadas primero por el Banco de Japón, y posteriormente por la Reserva Federal, el Banco Central Europeo y el Banco de Inglaterra, por solo mencionar algunos, fueron planteadas originalmente en la década de 1930 por el insigne economista John Maynard Keynes.

Así por ejemplo, en su *Tratado sobre el dinero* —de 1930— Keynes presentó de manera franca su opinión profesional respecto a la hi-

potética necesidad de trascender las medidas convencionales de política monetaria, refiriéndose al uso de medidas no ortodoxas:

Estos métodos extraordinarios son, no más que una intensificación del procedimiento normal de operaciones de mercado abierto. No conozco ningún caso en el cual los métodos de operaciones de mercado abierto hayan sido implementados a ultranza. La banca central siempre se ha mostrado hasta este punto demasiado nerviosa —en parte, quizás bajo la influencia de versiones inacabadas de la teoría cuantitativa— respecto a tomar medidas que tendrían el efecto de causar que el volumen total de dinero se aleje ampliamente de su valor normal, ya sea en exceso o por defecto. Pero esta actitud olvida, considero, la parte que juegan las expectativas “alcistas” o “bajistas” del público en la demanda de dinero; se olvida de la circulación financiera en medio de sus preocupaciones por la circulación industrial, y pasa por alto el hecho estadístico de que la primera puede ser tan grande como la última y mucho más propensa a variaciones agudas. [...] En tales ocasiones el banco central debe desplegar sus operaciones de mercado abierto hasta el punto de satisfacer hasta la saturación el deseo del público de mantener ahorros en depósitos, o de agotar la oferta de tales depósitos en caso contrario (Keynes en Kregel, 2011, p. 5).

Dicha afirmación, además, es acompañada por la descripción del método extraordinario que el autor considera apropiado para superar una situación de crisis:

Mi remedio en el evento de una persistencia obstinada de la recesión, consiste, por tanto, en la compra de títulos por el banco central hasta que la tasa de interés de mercado de largo plazo haya sido reducida hasta su punto límite, el cual habremos de admitir algunos párrafos más adelante. No debe estar fuera del alcance del banco central (haciendo a un lado las complicaciones internacionales) reducir la tasa de interés de mercado de largo plazo a cualquier valor al cual esté preparado para comprar títulos de largo plazo. Dado que la expectativa bajista del público capitalista nunca es demasiado obstinada, y cuando la tasa de interés sobre los depósitos se acerque a nada, el punto de saturación puede ser alcanzado rápidamente. Si el banco central

ofrece a los bancos miembros más fondos de los que pueden prestar a corto plazo, en principio la tasa de interés a corto plazo declinará a cero, y seguidamente los bancos miembros comenzarán, siquiera para mantener sus ingresos, a secundar los esfuerzos del banco central comprando títulos por sí mismos. Esto significa que el precio de los bonos aumentará hasta que existan muchas personas dispuestas, a medida que observan los precios de los bonos a largo plazo aumentar, que prefieran venderlos y conservar la liquidez resultante a una tasa de interés muy baja (Keynes en Kregel, 2011, p. 5).

La perspectiva Keynesiana de las medidas no convencionales como una intensificación del procedimiento normal es compartida por numerosos autores y hacedores de política, considerando una secuencia lógica el que una vez agotados los medios tradicionales se proceda a implementar medidas no tradicionales, tras las cuales, restablecido el equilibrio se relajan paulatinamente los esfuerzos extraordinarios y se restablece la práctica estándar; en tono casual ha llegado a expresarse que “es similar a —una vez alcanzado el final del camino— activar la tracción todoterreno”(Trichet, 2012, p. 231).

Por su parte, una visión alterna del proceso defiende la independencia de las políticas ortodoxas y no ortodoxas, en este caso las medidas no tradicionales actúan como mecanismo de soporte a la política regular cuando existen problemas de transmisión de la política monetaria. En palabras de Trichet (2012):

Un conjunto de medidas —las llamadas estándar— dependen de las perspectivas a mediano y largo plazo de la estabilidad de precios; las otras —las no estándar— dependen del grado de disfuncionalidad de la transmisión de la política monetaria a través del sistema financiero y los mercados financieros (p. 232).

Luego, la filosofía del decisor económico respecto a las medidas no estándar es, junto a los objetivos de política económica que persiga el banco central de acuerdo con el desempeño macroeconómico en tiempos de crisis, lo que en última instancia determina la escogencia de las estrategias a desplegar. En este sentido, resulta pertinente pasar revista a las diversas prácticas no ortodoxas implementadas por la banca central de las economías desarrolladas durante la reciente crisis financiera mundial.

4. Prácticas monetarias no ortodoxas durante la crisis financiera mundial

De acuerdo con English *et al.* (2013) el esquema de política monetaria de un banco central se compone de cuatro elementos: 1) la meta o metas de la política y el período de tiempo previsto para alcanzarlas, 2) las herramientas de que dispone el banco para intentar conseguir sus metas, 3) la estrategia mediante la cual persigue sus metas y 4) el despliegue comunicacional que utiliza para transmitir al público sus objetivos e intenciones. Todos estos elementos sufrieron modificaciones como consecuencia de la crisis, lo cual pone de manifiesto dos posibilidades: en primer lugar, si la crisis prueba ser transitoria, las medidas extraordinarias podrán ser revertidas y se volverá al tradicional esquema monetario, acompañado de algunos ajustes fiscales y macro prudenciales que garanticen la sostenibilidad del estado de equilibrio; sin embargo, si el riesgo sistémico que obligó a implementar las medidas no convencionales prueba ser una característica estructural del sistema financiero, la intermediación de la banca central se convertirá en una necesidad y las medidas no ortodoxas pasarán a formar parte del nuevo estándar (Trichet, 2012).

En este sentido, el instrumental de la banca central pasaría a incluir la flexibilización crediticia, la flexibilización cualitativa, la flexibilización cuantitativa y la orientación de expectativas como herramientas de política monetaria. Dichos términos, acuñados en años recientes y cuyo origen, cuando menos respecto a la flexibilización cuantitativa, se atribuye a un artículo publicado a mediados de los años noventa por el profesor Richard Werner (BBC, 2013), responden a los efectos de esta investigación a las siguientes definiciones:

Se entiende por *flexibilización crediticia* al instrumento que persigue expresamente mejorar las condiciones de contratación de préstamos para el sector privado. Ello puede incluir desde el préstamo directo, hasta medidas indirectas como la compra de bonos gubernamentales, pasando por la adquisición de bonos corporativos e hipotecarios (Krekó, 2013).

Por su parte la *flexibilización cuantitativa* se refiere en términos generales a la compra de bonos gubernamentales de largo plazo; de manera más específica puede afirmarse que se trata de una estrategia que busca incrementar la liquidez de la economía condicionada únicamente en términos del riesgo que asume el banco central, con lo cual la composición de los bienes que pasan a formar parte del balance contable del banco se consideran incidentales (Krekó, 2013). En oposición al anterior, el término *flexibilización cualitativa* hace referencia a un mecanismo de reestructuración de la composición del balance contable del banco central, por tanto, la adquisición de activos financieros en este caso no lleva por objeto la expansión en términos netos del volumen de activos que posee el banco (Krekó, 2013).

Finalmente la *orientación de expectativas* es la utilización de la política comunicacional para transmitir al público y los mercados financieros tanto domésticos como internacionales, el juicio colectivo del órgano responsable de la planificación monetaria respecto a las perspectivas de la economía, los objetivos del hacedor de política y las futuras acciones a tomar de tal manera que pueda evitarse reacciones volátiles en la economía ante las medidas a ejecutar (Issing, 2013).

Tales herramientas fueron desplegadas en combinaciones diversas y con distinto énfasis en algunas de las mayores economías del globo, muchas de las cuales aún mantienen vigentes sus programas de flexibilización monetaria y orientación de expectativas a la espera de confirmar que la amenaza de crisis ha cesado. A continuación se presenta un recuento detallado de las principales acciones de política monetaria implementadas en el marco de la crisis financiera por los Estados pioneros en estrategias monetarias no ortodoxas.

4.1. Japón

La experiencia japonesa puede considerarse la primera entre las grandes economías, y es que, los problemas de liquidez en el sistema bancario del país asiático se manifestaron a finales de los años 90. De acuerdo con Yamaoka y Syed (2010) la flexibilización monetaria inicia en esta época principalmente con la compra de títulos colateralizados por un fondo de

bienes y a través de acuerdos de reparto; posteriormente la estrategia fue ampliada para incluir un espectro más amplio de participantes, maduraciones más largas y un rango más amplio de colaterales. Entre febrero de 1999 y Agosto del 2000 fue decretada la política de tasa de interés cero, con la cual efectivamente se fijaba la tasa de interés a un día en valores muy cercanos a cero. Entre marzo de 2001 y marzo de 2006 se implementó una política de flexibilización cuantitativa que llevó el balance contable del Banco de Japón desde ¥ 91 billones o 18 % del PIB en 1998, hasta ¥ 155 billones o 30 % del PIB hacia el final de la medida, cuya culminación se hallaba atada a la consecución de una tasa de inflación positiva estable. El cuadro 1 resume con mayor detalle la cronología de esta primera ronda de flexibilización monetaria.

Tras la culminación de esta primera ronda de medidas no convencionales, el Banco de Japón enfrentó en 2010 la necesidad de intervenir en el mercado para reducir la prima de riesgo comercial y generar estabilidad de los precios en torno al 1 % a mediano y largo plazo. Esto fue implementado a través de un programa de compra de bienes que estuvo

Cuadro 1. Ejecución y repliegue de la política monetaria no ortodoxa en Japón.

19 de marzo de 2001	Introducción de la flexibilización cuantitativa
29 de noviembre de 2002	Introducción del Programa de Compra de Acciones
28 de julio de 2003	Introducción del Esquema de Compra de TRB* y PCR B**
10 de octubre de 2003	Anuncio de la “Descripción detallada del compromiso de mantener la política de flexibilización cuantitativa”
30 de septiembre de 2004	Vencimiento del Programa de Compra de Acciones
9 de marzo de 2006	Finalización de la flexibilización monetaria Reinicio de la política de tasa de interés cero
31 de marzo de 2006	Vencimiento del Esquema de Compra de TRB* y PCR B**
Marzo 2006 – julio 2006	Reducción del balance contable del Banco de Japón
14 de julio de 2006	Alza de la tasa de interés de referencia a 0.25 %
31 de julio de 2007	Publicación del procedimiento para la colocación de las acciones compradas por el Banco de Japón

*Títulos Respaldados por Bienes. **Papeles Comerciales Respaldados por Bienes. Fuente: Yamaoka y Syed (2010, p. 4).

en vigencia hasta 2012. También en 2010 se puso en marcha un programa de soporte al crédito por un monto superior al 1 % del PIB del país, el cual se proyecta que continúe hasta marzo de 2018. Finalmente en 2013 se relanzó la flexibilización cuantitativa, acompañada en esta ocasión de flexibilización cualitativa, con un horizonte explícito de dos años para alcanzar la meta de inflación del 2 % (English, 2013), pero a medida que se acerca el vencimiento del plazo se ha insinuado su extensión en un intento por alcanzar dicha cota.

4.2. Estados Unidos

El punto de quiebre en la crisis financiera norteamericana y, en general, el síntoma más evidente del advenimiento de la crisis mundial, fue ciertamente la declaración de quiebra del poderoso banco de inversión Lehman Brothers, sin embargo, los problemas crediticios y de liquidez en la economía norteamericana contaban un desarrollo de larga data. En dicho contexto, tras comprobar la ineficacia en las medidas convencionales, hacia finales de 2007 la Reserva Federal implementó un programa que denominó flexibilización crediticia, en un intento por diferenciarse de los esfuerzos japoneses de provisión de liquidez, los cuales eran objetos de críticas al no discriminar los activos que adquiriría el Banco de Japón.

El objetivo de esta política era reducir la prima de riesgo del mercado en determinados segmentos, al tiempo que se atendían los problemas de liquidez, con miras a mejorar el acceso al crédito del sector privado en momentos en que la tasa de interés había alcanzado su límite inferior cero. Krekó *et al.* (2013) destacan que en diciembre de 2007 entró en vigencia el esquema de subastas temporales, el cual ofrecía préstamos a 28 y 84 días a instituciones depositarias respaldados contra un colateral, mismo que mantuvo su vigencia hasta marzo de 2010. Al agravarse la crisis dicha medida fue sustituida por el esquema de préstamos temporales con títulos respaldados por bienes (TRB), el cual fue implementado el 25 de noviembre de 2008 por un monto original de US\$ 200 mil millones destinados a soportar la emisión de TRB, estos últimos no eran adquiridos por la autoridad monetaria sino que eran aceptados como colateral por los préstamos otorgados. El programa tuvo tal efectividad

que logró cumplir con su cometido con una erogación de tan solo US\$ 48 mil millones, no obstante, detrás del buen resultado de esta medida se encontraba la adquisición por parte del tesoro norteamericano de los bienes de las compañías y entidades financieras en riesgo por su participación en el mercado hipotecario, lo cual fue con toda seguridad la iniciativa que generó la mayor controversia en el marco de las medidas monetarias no ortodoxas desplegadas por los Estados Unidos.

Otras medidas incluyeron la compra de papeles comerciales de corto plazo, la cual operó entre 2008 y 2010 con el objeto de restaurar la confianza en el mercado de papeles comerciales con madurez superior a un año; igualmente, desde septiembre de 2008 se ofreció liquidez a los bancos comerciales que estaban otorgando créditos y se les permitió usar estos fondos para comprar papeles comerciales respaldados por bienes (PCRB) con la finalidad de restaurar la demanda por este tipo de activos. Una medida adicional fue la compra a gran escala de activos financieros, con esta, hacia el final de la primera ronda de medidas no convencionales en marzo de 2010, la Reserva Federal había adquirido un total de US\$ 1.400 millones en títulos respaldados por hipotecas y alrededor de US\$ 300 mil millones en bonos gubernamentales. Ante la débil perspectiva económica una segunda ronda de flexibilización cuantitativa fue lanzada entre noviembre de 2010 y junio de 2011 por un monto de US\$ 600 mil millones, asimismo, los bonos hipotecarios que alcanzaron su madurez en esta etapa fueron reinvertidos en bonos gubernamentales (Krekó *et al.*, 2013).

En septiembre de 2012 se puso en marcha la tercera ronda de flexibilización cuantitativa, la cual dispensa US\$ 85 mil millones al mes en la compra de bonos y títulos respaldados por hipotecas, sin un compromiso definitivo respecto a la fecha de culminación (Lachman, 2013). Para compensar las perspectivas del mercado respecto al compromiso difuso de la Reserva Federal de mantener su intermediación financiera, esta institución presenta desde noviembre de 2007 el resumen de proyecciones económicas del comité a cargo de la planificación monetaria, publicación que fue ampliada en 2009 para incluir proyecciones a largo plazo, y en 2012 para ofrecer también la tasa de fondos federales. Desde abril de 2011, además, ofrece conferencias de prensa tras sus reuniones,

y en enero de 2012 se introdujo la declaración de metas a largo plazo y estrategias de política, la cual incluye definiciones explícitas de la meta de inflación y la tasa de desempleo a largo plazo (English, 2013). Dicha política de orientación de expectativas ha reafirmado recientemente su compromiso de mantener la tasa de interés de referencia en valores cercanos a cero hasta tanto la tasa de desempleo permanezca por encima de 6,5 % y las expectativas de inflación no sean estables (Lachman, 2013).

4.3. Reino Unido

En marzo de 2009, una vez alcanzado el límite inferior cero en su tasa de interés de referencia, la cual fue fijada en 0,5 %, el Banco de Inglaterra lanzó un programa de flexibilización cuantitativa en un esfuerzo por cumplir su meta de inflación del 2 %. La estrategia se basó en la compra de bonos gubernamentales y títulos corporativos, atendiendo a múltiples objetivos intermedios entre los cuales se incluyen: incrementar la oferta de dinero, disminuir el rendimiento de los bonos del gobierno, mejorar el funcionamiento del mercado de bonos corporativos, influir en el precio y emisión de los activos financieros, y en el consumo de los hogares (Krekó, 2013).

A medida que se incrementó la liquidez y creció el volumen de dinero en manos del banco central, este suspendió el sistema de reservas mínimas opcionales y anunció que todas las reservas serían remuneradas de acuerdo con la tasa de referencia. Adicionalmente, la tasa de interés del esquema de depósitos fue fijada en cero por ciento, y la tasa de interés en préstamos a un día se estableció en +25 puntos base (Krekó, 2013).

Tras un año de funcionamiento, las compras de activos del programan totalizaban cerca del 14 % del PIB británico, causando que el balance contable del Banco de Inglaterra triplicara su tamaño. Una vez más, tales medidas buscaron alejarse del modelo japonés de compras indiscriminadas, con lo cual la adquisición de activos se enfocó en los bonos gubernamentales de largo plazo para obligar a los inversores privados a pujar por los instrumentos de mayor riesgo. En principio los títulos que se adquirían oscilaban en el rango de los 5 a los 25 años de maduración, posteriormente este espectro fue ampliado y el límite inferior se redujo a 3 años (Krekó, 2013). En la actualidad el total de

compras realizadas por el programa de flexibilización cuantitativa han alcanzado el 25 % del PIB, y esta medida ha sido complementada con un esquema de fondos por préstamos, el cual busca incentivar el mercado crediticio a través de la reducción de los costos de financiamiento de los bancos comerciales (Lachman, 2013).

4.4. Unión Europea

Tras haberse manifestado la existencia de una burbuja hipotecaria en el mercado norteamericano, y una vez identificado el foco de la titularización que degeneró en la crisis, fue notorio que la contraparte de un gran volumen del comercio de activos tóxicos pertenecía al sistema bancario europeo. En este contexto, la desconfianza hizo presa a la banca europea y el mercado interbancario disminuyó sus operaciones hasta niveles preocupantes. Así, el Banco Central Europeo puso en marcha en 2008 la oferta de instrumentos de refinanciamiento en cantidades ilimitadas para plazos de una semana, ampliando rápidamente la duración de los mismos sin conseguir los resultados esperados; resulta notorio que ya para diciembre de 2011 se encontraba ofertando tal esquema por una duración de hasta 3 años, con la esperanza de proveer garantías de refinanciamiento a largo plazo (Lachman, 2013).

La política de refinanciamiento fue seguida por el programa de compra de bonos cubiertos en 2009, donde al igual que en el resto de los países que implementaron medidas no ortodoxas, se buscaba incentivar nuevas emisiones y reducir la prima de riesgo en este segmento del mercado en particular. De acuerdo con Krekó *et al.* (2013) el éxito de la política en el logro de sus objetivos incentivó el lanzamiento de una nueva ronda del programa en 2011, que funcionó hasta octubre de 2012 en condiciones similares a la primera. En 2010 las compras se extendieron al mercado de títulos, donde llegó a rumorearse que en ocasiones el único comprador de ciertos bonos gubernamentales era el Banco Central Europeo (BCE), no obstante este último no publicó los detalles de los títulos que adquirió y consiguientemente no existe información oficial al respecto. Si se conoce, en cambio que el BCE intentó compensar las inyecciones de liquidez a través de la utilización de esquemas de reporto de una semana (Lachman, 2013).

En la actualidad continúa vigente la oferta de instrumentos de refinanciamiento a tres años sobre una amplia base de colaterales y además, desde agosto de 2012 el Banco Central Europeo ofrece comprar cantidades ilimitadas de los bonos soberanos de cualquier país miembro de la unión bajo dos condiciones: que los bonos posean una madurez superior a los tres años, y que el país en cuestión se someta a un programa de ajuste económico diseñado por el mecanismo de estabilidad europeo (Lachman, 2013).

El cuadro 2 permite realizar un breve recuento de las políticas no convencionales desplegadas en el marco de la crisis mundial en ocho de las mayores economías que se vieron involucradas en aprietos financieros.

Cuadro 2. Acciones de política monetaria a nivel mundial durante la crisis.

	Reserva Federal Norteamericana	Banco Central Europeo	Banco de Inglaterra	Banco de Japón	Banco de Canadá	Banco de la Reserva de Australia	Banco Nacional Suizo	Banco de Suecia
Medidas de provisión de liquidez								
Modificaciones a la ventana de descuentos	X		X					X
Operaciones excepcionalmente largas	X	X	X	X	X	X	X	X
Ampliación de los colaterales aceptados	X	X	X	X	X	X	X	X
Ampliación del espectro de contrapartes	X		X	X	X	X		X
Líneas de Permutas Cambiarias	X	X	X	X	X	X	X	
Orientación de la tasa de política								
Senda de política indicativa	X				X			X
Compra/Financiación de activos								
Bonos gubernamentales	X	X	X	X				
Títulos en moneda extranjera							X	
Papeles comerciales	X		X	X				
Títulos respaldados por bienes	X							
Bonos corporativos			X	X			X	
Otros títulos	X	X		X			X	

Fuente: Bean *et al.* (2010, p. 50).

Ahora bien, desde sus inicios la política monetaria no convencional ha estado sujeta a numerosas críticas, entre las cuales la más difundida es el temor a que las presiones inflacionarias por efectos de liquidez se salieran de control, degenerando en una espiral inflacionaria que agravara la condición de crisis. Tras más de seis años de prácticas monetarias no ortodoxas en las principales economías del hemisferio occidental, y más de una década de experiencia en Japón, es posible afirmar que tales temores eran infundados, siendo que, en ocasiones luego de ingentes esfuerzos la inflación resultante apenas se ha acercado a la meta de la política.

Por su parte, autores como Otmar Issing (2013) señalan que la consecuencia inmediata del largo periodo de estrategias no convencionales será paradójicamente el menoscabo de la capacidad de la política monetaria tradicional para responder a los retos futuros que presente la economía. En palabras del autor:

Un periodo extendido de tasas de interés muy bajas hace al sector financiero más y más vulnerable a un cambio de régimen. El banco central tendrá que considerar estos riesgos a la hora de salir del límite [inferior] cero y de las medidas no ortodoxas. Las tasas de interés extremadamente bajas también tienen un efecto en el gobierno. Estas difícilmente propician la disciplina fiscal. Y grandes existencias de bonos gubernamentales exponen al banco central a riesgo económico y presiones políticas. Por paradójico que parezca, la consecuencia misma de las medidas no ortodoxas a gran escala por parte del banco central podría ser contribuir a, o incluso crear una situación de dominancia fiscal (Sargent y Wallace 1981), donde los objetivos tradicionales de política monetaria se vuelvan de importancia secundaria para los objetivos fiscales.

En definitiva, la política monetaria podría ser “arrinconada” por el sector financiero y las autoridades fiscales (Issing, 2013, p. 5).

A los riesgos ya expresados se suma: 1) la posibilidad de que las políticas no convencionales supongan la aceptación de demasiados riesgos y consiguientemente la creación de burbujas en el mercado crediticio y en el mercado de bienes, 2) el contagio de los desajustes macroeconómicos a otras economías a través de los flujos de capital y las variaciones en el tipo de cambio, 3) el riesgo moral que genera la intervención del

gobierno y el potencial aumento de la resistencia a las reformas económicas, y 4) el peligro de que la salida de estas medidas pueda causar perturbaciones en el mercado financiero global (Lachman, 2013).

No obstante, de no haberse implementado las medidas de política monetaria no convencional, el sistema bancario y el sistema financiero de las economías golpeadas por la crisis del 2008 —con EE.UU., Unión Europea, y Reino Unido a la cabeza—, corrían el riesgo de sufrir una debacle que impactaría el ahorro, la inversión, y por ende la capacidad de crecimiento económico de estos países. Esfuerzos preliminares por cuantificar el costo de oportunidad que habría significado para dichas economías limitarse al uso de la política monetaria ortodoxa han encontrado que:

En los EEUU sin el programa de flexibilización cuantitativa en su primera ronda, el PIB resultante podría haber estado entre 2 y 3 puntos porcentuales por debajo del observado, el desempleo se habría ubicado un punto porcentual más alto hasta el 2012 y la inflación pudo haber registrado hasta 0,7 puntos porcentuales menos de lo observado hasta 2011 (Baumeister y Benati, y Chung *et al.* en Krekó, 2013, p. 28).

En los EEUU producto de la segunda ronda de flexibilización cuantitativa el PIB subió 0,3 puntos porcentuales, y la inflación registró un aumento de hasta 0,2 puntos porcentuales por dos años, todo ello respecto al resultado que se obtendría sin la política. Por su parte el desempleo es hasta 0,5 puntos porcentuales más bajo dos años después de implementado el programa (Deutsche Bank en Krekó, 2013, p. 28).

En el Reino Unido sin la política de flexibilización cuantitativa el PIB pudo haber sido hasta 4 puntos porcentuales más bajo que el observado, y la inflación 4 puntos porcentuales más alta en el primer trimestre del 2009, y alrededor de 1 % más alta el resto del año (Baumeister y Benati en Krekó, 2013, p. 28).

En la Unión Europea sin la provisión de liquidez el PIB habría sido un punto porcentual menos de lo observado y se habría sufrido una deflación hasta la primera mitad de 2010. Además el programa aumentó el crédito al sector privado en 1,5 % y redujo el desempleo en 0,5 puntos porcentuales (Fahr *et al.*, y Lenza *et al.* en Krekó, 2013, p. 28).

Desde sus inicios, las prácticas monetarias no ortodoxas encontraron resistencia fundamentalmente desde el ámbito académico, pero también desde algunos sectores institucionales y ciudadanos cuya relativa incomprensión de las medidas los llevaba a subestimar la necesidad de trascender los canales regulares. Cerca de tres lustros después de la iniciativa pionera de Japón de poner en marcha estrategias no convencionales, existe una mejor comprensión por parte de todos los segmentos de la sociedad del desempeño de tales políticas y las consecuencias que pudo haber dejado la inacción. No obstante queda por delante el reto de reconocer el momento apropiado para regresar a la política estándar así como también la obligación de asumir las reformas necesarias para hacer de la banca central una institución más robusta y mejor preparada para afrontar potenciales situaciones críticas.

El hecho de que la crisis se haya originado en el mercado financiero significó por supuesto la aparición de numerosos reclamos que apuntaban a la necesidad de implementar más y mejores regulaciones a su actividad, y sin embargo resulta claro que tales medidas en sí mismas no habrían resultado en una solución siquiera parcial a dicho episodio. Antes bien, es de destacar la capacidad de los hacedores de políticas para en tal circunstancia romper con el molde e innovar en sus tácticas sin transgredir el marco de legalidad que regula su actuación. Asimismo, la experiencia de Japón, EE.UU., Reino Unido y Unión Europea demuestra el hecho de que una crisis prolongada no quebró la resolución de sostener las políticas no ortodoxas tanto tiempo como fuese necesario para obtener resultados, escenario que en otras circunstancias pudo haber sido considerado como un síntoma de contumacia, pero que en esta ocasión demuestra disciplina y compromiso institucional con el logro de una meta.

Luego, además de las significativas lecciones respecto a las alternativas que enfrenta la política monetaria tradicional en una situación límite —en lo cual es particularmente interesante el reconocimiento de que existen modalidades de incremento de la masa monetaria de una economía, en condiciones extremadamente particulares, sin que ello afecte de manera negativa la estabilidad de los precios— se deriva de esta experiencia la obligación de reconocer la importancia de mantener

una banca central altamente profesional y con libertad de acción, instrumentalización y estrategia, para garantizar un desempeño económico equilibrado tanto en épocas de calma como de tempestad.

5. Conclusiones

La crisis financiera del 2008, que arrancó en los EE.UU. y se propagó rápidamente al viejo continente, obligó a la banca central como institución a repensar los cánones que tradicionalmente han guiado su accionar. Ello se debió al hecho de que los canales regulares de transmisión de la política monetaria se encontraban obstaculizados, y por ende, medidas habituales como la reducción de las tasas de interés para incentivar la actividad crediticia resultaron absolutamente ineficaces, en vista de que el sistema bancario había aprovechado los resquicios en las regulaciones financieras para participar de actividades especulativas, relegando a un segundo plano su rol de intermediación crediticia.

En este sentido los bancos centrales de las economías golpeadas por la crisis se vieron en la necesidad de probar los límites de la ortodoxia monetaria, y cuando ello resultó insuficiente, los hacedores de política no dudaron en implementar prácticas no convencionales. De esta manera surge una nueva concepción sobre la administración de la liquidez monetaria, que implica una inyección de recursos a un volumen sin precedentes en la historia económica, utilizando para ello la adquisición de bonos gubernamentales y títulos corporativos que eran seleccionados a través de metodologías que iban desde estrictos requerimientos de calificación crediticia hasta la indiscriminación total en la definición de los colaterales que se consideraban aceptables. Es precisamente esta característica lo que diferencia a las políticas de flexibilización cuantitativa, flexibilización cualitativa y flexibilización crediticia entre sí.

El despliegue de estas medidas fue recibido con recelo por parte de los economistas a lo largo y ancho del globo, pues en atención a los preceptos de la teoría monetaria se temía que esta nueva política inaugurara una nueva era de alta inflación que escapara al control de las autoridades. En cambio, tras más de un lustro de iniciado el experimen-

to —más de una década en el caso de Japón— ha quedado demostrado que bajo una circunstancia sumamente específica, esto es, una vez se ha alcanzado el límite inferior cero en la tasa de interés de referencia, es posible relajar los supuestos conservadores según los cuales se administra la liquidez monetaria en condiciones normales. En otras palabras, la banca central moderna parece haber comprobado que cuando la tasa de interés pierde su capacidad de influir sobre la economía al haber tocado su margen inferior, la liquidez monetaria adquiere la habilidad de actuar a nivel macroeconómico sin desequilibrar la economía real.

Dicha hipótesis abre una ventana de oportunidad para la investigación académica en materia de teoría monetaria, la cual en última instancia permitiría revisar los principios que constituyen la base de esta rama de la ciencia económica, redefiniendo en adelante el diseño de la política monetaria. En este sentido, la reciente crisis financiera se ha convertido en un catalizador importantísimo para la evolución de la actuación de la banca central moderna, que al trascender lo que hasta ahora constituía la convención monetaria, ha ganado nuevas herramientas que enriquecen su instrumental.

6. Notas

1. Este trabajo fue desarrollado en el marco del Programa Piloto ULA-BCV de ayudas económicas para estudiantes de la Maestría en Economía.
2. Cita textual referenciada según traducción propia. En adelante toda cita extraída de una obra original en idioma inglés será reportada de acuerdo con traducción propia.

7. Bibliografía

BBC (21/10/2013). *UK QE has failed, says quantitative easing inventor*. Consultado en Septiembre 16, 2014. Disponible (on line): <http://www.bbc.com/news/business-24614016>.

- Bean, Charles., Matthias Paustian, Adrian Peñalver, y Tim Taylor (2010). *Monetary policy after the fall*. Consultado en Agosto 18, 2014. Disponible (on line): https://www.kansascityfed.org/publicat/sympos/2010/Bean_final.pdf.
- English, William., J. David López-Salido, y Robert Tetlow (2013). *The Federal Reserve's Framework for Monetary Policy – Recent Changes and New Questions*. Consultado en Agosto 15, 2014. Disponible en: <http://www.imf.org/external/np/res/seminars/2013/arc/pdf/english.pdf>.
- Fisher, Richard. y Harvey Rosenblum (27/09/2009). *The Blob that ate monetary policy*. En The Wall Street Journal. Consultado en Agosto 13, 2014. Disponible en: http://relooney.fatcow.com/0_New_5770.pdf.
- Issing, Otmar (2013). *A new paradigm for monetary policy?* Consultado en Agosto 20, 2014. Disponible en: <http://econstor.eu/bitstream/10419/73859/1/74634550X.pdf>.
- Kregel, Jan (2011). *Was Keynes' monetary policy, à outrance in the Treatise, a forerunner of ZIRP and QE? Did he change his mind in The General Theory?* Consultado en Agosto 15, 2014. Disponible en: http://www.levyinstitute.org/pubs/pn_11_04.pdf.
- Krekó, Judit., Csaba Balogh, Kristóf Lehmann, Róbert Mátrai, György Pulai, y Balázs Vonnák (2013). *International experiences and domestic opportunities of applying unconventional monetary policy tools*. Consultado en Agosto 17, 2014. Disponible en: http://english.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/ENMNB/Kiadvanyok/mnben_muhelytanulmanyok/OP100.pdf.
- Lachman, Desmond (2013). *Global effects of unorthodox monetary policies*. Consultado en Agosto 17, 2014. Disponible en: http://www.aei.org/files/2013/11/12/-economic-perspectivenovember-2013_095601399271.pdf.
- Trichet, Jean-Claude (2012). *Unconventional monetary policy measures: principles-conditions - raison d'être*. Consultado en Agosto 20, 2014. Disponible en: <http://www.ijcb.org/journal/ijcb13q0a11.pdf>.
- Yamaoka, Hiromi., y Murtaza Syed (2010). *Managing the exit: Lessons from Japan's reversal of unconventional monetary policy*. Consultado en Agosto 13, 2014. Disponible en: http://treasury-world.at/sites/default/files/IMF_Working%20Paper%2010114_05-2010.pdf. DOI: 10.5089/9781455200733.001.