



Herramientas no convencionales de política monetaria

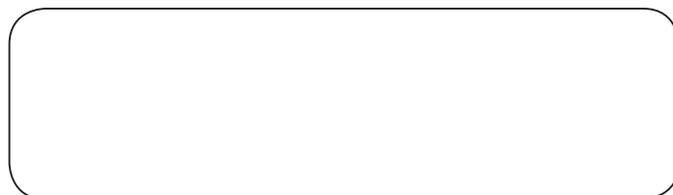
Mariano José Gutiérrez Morales*

I. Introducción

La gran crisis financiera y sus secuelas presentaron grandes retos para los bancos centrales, que se vieron obligados a incluir nuevas herramientas de política monetaria como respuesta. Durante dicha crisis se implementaron diferentes combinaciones de lo que se ha llamado Herramientas No Convencionales de Política Monetaria (HNC), adaptando su operación a las circunstancias y jurisdicciones específicas. Estas herramientas no convencionales ayudaron a los bancos centrales en las circunstancias presentadas por la crisis y la consiguiente desaceleración económica. A pesar de la identificación de efectos secundarios en su utilización (como los desincentivos para el desapalancamiento del sector privado y los efectos derrame hacia otras economías), su magnitud no ha sido tal, que contrarreste los efectos benéficos de la operación de las HNC.

La utilización de las HNC evolucionó en fases durante la crisis y los años posteriores, persiguiendo en general dos objetivos principales: i) abordar las interrupciones en el mecanismo de transmisión de la política monetaria, y ii) proveer de estímulo monetario adicional una vez la herramienta principal de política (la tasa de interés) estuviera cercana a su límite inferior efectivo. La evaluación a posteriori es que las HNC fueron efectivas en términos de estos dos objetivos, pero han tenido limitaciones. Su efectividad es significativamente mayor cuando son desplegadas en un contexto estratégico que incluya otro tipo de políticas económicas, con el fin de mitigar sus posibles efectos secundarios y potenciar su funcionamiento. Las HNC proveyeron a los hacedores de política con espacio y flexibilidad adicional, permitiéndoles abordar de una manera efectiva las peores consecuencias de la crisis, y ayudaron a los bancos centrales en la persecución de sus mandatos, aun cuando la política convencional se encontraba restringida. Esta evaluación positiva está motivada especialmente, por respuesta de las condiciones financieras a las HNC (rendimientos, estructura de términos, volúmenes de crédito, etcétera). Dicha respuesta estabilizó y estimuló la economía, aunque de manera desigual y con algunos rezagos. Los riesgos desinflationarios se evitaron, ya que las expectativas inflacionarias no se anclaron a la baja aun cuando la inflación observada se ha mantenido persistentemente por debajo de los objetivos de los bancos centrales.

En la evaluación realizada por el BIS se analizaron cuatro sets de HNC, las cuales no son fundamentalmente diferentes a otras herramientas



utilizadas por las autoridades monetarias en el pasado. La diferencia fundamental en el período de la gran crisis financiera es el amplio uso de dichas herramientas y la escala en su utilización, lo que marca una importante diferencia en lo que se entendía por política convencional antes de dicha crisis. Las herramientas más utilizadas, y en las que el estudio se enfoca se describen en los siguientes apartados.

A. Políticas de tasa de interés negativa

Al deteriorarse la economía, algunos bancos centrales decidieron establecer tasas de interés de política monetaria negativas, motivados por la necesidad de evitar apreciaciones cambiarias desinflationarias. Se mostró que, en general, esta estrategia fue efectiva para lidiar con los efectos del límite inferior efectivo: los rendimientos de largo plazo se ajustaron a la baja, en línea con las expectativas futuras de las tasas de corto plazo, proveyendo el estímulo expansivo deseado. A pesar de la identificación de efectos secundarios, estos no han representado mayores problemas a la estabilidad del sistema financiero. Dicho esto, los efectos potenciales de largo plazo de un período largo de tasas negativas no puede ser evaluado tomando en cuenta la experiencia actual.

B. Operaciones de préstamo

Los bancos centrales expandieron sus líneas de liquidez para lidiar con los efectos sobre el mecanismo de transmisión de la política monetaria y con los problemas relacionados al límite inferior efectivo de las tasas de interés. Estas operaciones incluyeron la ampliación de la madurez de las operaciones de préstamo típicas,

Contenido

1. Herramientas no convencionales de política monetariap. 1
2. Choques globales y la economía de los Estados Unidos de Américap. 3

* Analista III del Departamento de Investigaciones Económicas del Banco de Guatemala. Traducción libre y resumen de la publicación: *Unconventional monetary policy tool: a cross-country analysis*. Del Comité sobre el Sistema Financiero Global (CGFS), del Bank for International Settlements (BIS), octubre 2019.

la expansión del *sef* de colaterales e instituciones de contrapartida elegibles, la reestructuración de las condiciones de préstamo y la imposición de condiciones explícitas en los préstamos para asegurar su destino final. Las operaciones de préstamo respaldaron los flujos de crédito al sector privado y ayudaron a estabilizar las expectativas de mercado sobre las tasas de interés. A pesar de esto, las operaciones de préstamo no estuvieron exentas de efectos secundarios, como la distribución ineficiente del crédito y el debilitamiento de los incentivos del sector privado para reducir su excesivo apalancamiento.

C. Programas de compra de activos

En conjunto con las operaciones de préstamo, estos programas constituyen los grandes incrementos en las hojas de balance de los bancos centrales y apuntaron principalmente a reducir los rendimientos de largo plazo y a mejorar las condiciones financieras. En general, estos programas mostraron ser muy efectivos en todas las regiones, aun cuando su desempeño no fue uniforme. Las preocupaciones concernientes al riesgo de debilitar la calidad de las hojas de balance de los bancos centrales, así como otros riesgos relacionados, no fueron evaluados como suficientemente dañinos, tomando en cuenta la contribución positiva de estos programas para abordar el fortalecimiento de la débil demanda agregada.

D. Orientación hacia adelante (*forward guidance*)

En un período de creciente incertidumbre sobre el panorama económico y sobre la habilidad de los bancos centrales para enfrentar la crisis, la orientación hacia adelante jugó un papel indispensable. La orientación hacia adelante sirvió para clarificar las intenciones de los bancos centrales con respecto al futuro de las tasas de política y para comunicar su compromiso en la consecución de sus mandatos. Sirvió, además, para darle sentido a las otras HNC y conectarlas en un solo *sef* de políticas, haciendo más transparentes las intenciones estratégicas de las autoridades monetarias. La experiencia demuestra que, en general, la orientación hacia adelante fue efectiva, aunque su diseño fue desafiante. Un reto clave en condiciones excepcionales ha sido el de encontrar el balance entre la claridad del mensaje, la credibilidad de las acciones posteriores y la flexibilidad de la política futura ante circunstancias cambiantes.

La complejidad de la crisis financiera y el peso de las intervenciones de las HNC requirieron un manejo muy fino de los tiempos por parte de los bancos centrales, diseñando sus operaciones para maximizar sus resultados. Además, el despliegue de diferentes herramientas simultáneamente fue un factor clave en la mitigación de los efectos secundarios que cada herramienta pudo provocar aisladamente. En general, podemos decir que los efectos secundarios han sido limitados a la fecha, aunque es muy pronto para evaluar completamente las implicaciones de largo plazo. En general, las HNC han probado ser un complemento efectivo al *sef* de herramientas de los bancos centrales, abordando con éxito las fallas en los mecanismos de transmisión de la política, así como con las consecuencias de una política cercana al límite efectivo inferior. Muchos bancos centrales aún no han podido detener su uso, dada la necesidad de más estímulos. Esto significa que una evaluación completa de sus efectos puede ser realizado únicamente en el futuro.

La efectividad de las HNC depende de las circunstancias específicas de su utilización, incluyendo la credibilidad de su efectividad, su implementabilidad y su escalabilidad; en otras palabras, depende de la credibilidad del banco central. La mayoría de estas herramientas funcionan por medio de las expectativas del mercado financiero, por lo que el entendimiento de sus propósitos y usos es importante, así como enmarcarlas dentro de un marco legal e institucional específico. Para aumentar la credibilidad general del marco de política monetaria es importante que estas herramientas no convencionales sean utilizadas en una manera acorde a las circunstancias y al contexto de cada país. Esto incluye el marco institucional y legal en el que el banco central opera. Los hacedores de política deben ser conscientes de los riesgos potenciales del uso prolongado de las HNC, incluyendo las implicaciones de política económica y el riesgo moral en los sectores público y privado, y sobre todo las implicaciones en la estabilidad financiera. Como se ha dicho, las herramientas no convencionales son más efectivas cuando se acompañan de una supervisión adecuada, así como de políticas prudenciales y fiscales apropiadas, que eviten una carga desproporcionada sobre los bancos centrales.

Director	Producción
Johny Rubelcy Gramajo M.	Sergio Armando Hernández R. Ronald Vinicio Ruiz Alonzo

Consejeros	Edición
Armando Felipe García Salas A. Edgar Rolando Lemus R.	Juan Francisco Sagúf Argueta

Coordinador	Arte y Diagramación
Ivar Ernesto Romero Ch.	Pedro Santa Cruz

Impresión:
Sergráfica, S.A.

NOTAS MONETARIAS es un órgano divulgativo de información económico-financiera actualizada, de periodicidad bimestral y distribución gratuita. De aparecer colaboraciones especiales, sus autores serán entera y exclusivamente responsables por sus opiniones y, de consiguiente, estas no reflejarían la posición oficial del Banco de Guatemala, a menos que ello se haga constar de modo expreso. Es libre la reproducción de los artículos, gráficas y cifras que figuren en esta publicación, siempre y cuando se mencione la fuente. Toda correspondencia deberá dirigirse a: **NOTAS MONETARIAS** del Banco de Guatemala, 7a. avenida, 22-01, zona 1, Ciudad de Guatemala, Código Postal No. 01001.

Choques globales y la economía de los Estados Unidos de América¹

Juan Carlos Arriaza Herrera²

I. Introducción

Tanto en el ámbito financiero como en el de política internacional se escucha mucho sobre los efectos de la política monetaria de los Estados Unidos (EE UU) en otras economías. Sin embargo, se escucha menos sobre cómo los choques globales afectan la economía de dicho país.³ En el presente documento se analiza cómo la creciente integración de la economía estadounidense con el resto del mundo, la ha hecho estar más expuesta a los choques externos, específicamente se analizarán los canales de transmisión a través de los cuales operan estos choques. Se concluirá la conferencia con algunas palabras sobre las perspectivas actuales, en las cuales las interacciones entre EE UU y los demás países, tanto en el ámbito comercial como financiero, generan desafíos para su economía y política monetaria.

II. Mayor integración entre los Estados Unidos y el resto del mundo

La integración de la economía de EE UU con el resto del mundo, tanto en términos de comercio como de finanzas, ha aumentado sustancialmente en los últimos 60 años. Desde la década de 1960, tanto las exportaciones como las importaciones de este país se han triplicado como una parte del producto interno bruto (PIB), con una suma actual de alrededor del 30% del PIB, todavía relativamente pequeña para los estándares internacionales, pero ciertamente notable. Los vínculos financieros también han crecido enormemente. EE UU ha tenido mercados de capital abiertos durante mucho tiempo, pero la suma de los activos y pasivos externos de Estados Unidos han crecido de alrededor del 25 por ciento del PIB en 1960 a más del 300% en la actualidad. Y, reflejando la mayor integración de los mercados financieros mundiales, la correlación de los mercados de capital y bonos estadounidenses y extranjeros ha tenido una tendencia general al alza durante varias décadas.⁴

III. Canales de transmisión de choques globales a la economía de Estados Unidos

La mayor integración que se ha descrito ha aumentado la exposición de la economía de los EE UU a los choques externos. ¿Pero cuáles son los canales de transmisión de estos choques a dicho país? Consideremos el caso de un choque negativo de demanda que se origina en el extranjero, como una recesión extranjera. En primer lugar, este choque afecta a los Estados Unidos a través de vínculos comerciales directos, lo que reduce la demanda extranjera por exportaciones estadounidenses y, por lo tanto, disminuye el PIB de la Unión Americana.

En segundo lugar, la recesión extranjera conduce a tasas de interés más bajas en el exterior y, manteniendo todo lo demás constante, aumenta el valor del dólar, lo que a su vez reduce las exportaciones y aumenta las importaciones estadounidenses. La apreciación del dólar también ejerce una presión a la baja sobre los precios de importación de los Estados Unidos, y, por lo tanto, la inflación.

Finalmente, hay contagio hacia los mercados financieros de EE UU. Primero se analizará el canal del tipo de cambio. Los determinantes tradicionales del tipo de cambio, es decir, las diferencias en las tasas de retorno esperadas, se aplican a los Estados Unidos como a otros países. Sin embargo, la economía estadounidense es diferente debido al papel especial que poseen los bonos del Tesoro, como activos globales considerados libres de riesgo. Como consecuencia, se esperaría que un choque negativo adverso que amortiguara la demanda de activos riesgosos, desencadenaría el ingreso de flujos de capital a Estados Unidos, lo que apreciaría el dólar, generando un efecto negativo en su economía.⁵ La propagación de la aversión al riesgo al mercado estadounidense también podría hacer bajar los precios de las acciones y ampliar el *spread* en el crédito corporativo, lo que se suma a las presiones contractivas. Sin embargo, el ingreso de flujos de capital con fines de inversión en los bonos del Tesoro causaría la caída de los rendimientos a largo plazo, mitigando estos efectos adversos sobre la demanda y la actividad doméstica.⁶

IV. Experiencia histórica

Consideremos algunos ejemplos históricos del efecto de los choques extranjeros adversos en la economía estadounidense. La crisis del peso mexicano entre 1994-1995 y la crisis financiera asiática entre 1997 y 1998 resultaron en impactos sustanciales para el crecimiento agregado en las economías de mercados emergentes, pero tuvieron efectos mínimos en el crecimiento de los EE UU.⁷ En parte, esta respuesta limitada en décadas anteriores, reflejó la menor participación de las economías de mercado emergente en la economía global y en el comercio estadounidense. Además, el peso de las economías de mercado emergente en el sistema financiero mundial fue menor en las décadas anteriores, por lo que sus crisis fueron menos perjudiciales para los mercados mundiales.⁸ Finalmente, incluso en aquel entonces, los flujos de capital de inversión en activos en dólares, que se mencionaron, fueron un factor mitigante importante, que redujo los rendimientos a largo plazo de los Estados Unidos. Sin duda, el incumplimiento de Rusia de su deuda en agosto de 1998, seguida del colapso del manejo de

¹ Resumen y traducción libre del discurso dictado por Richard H. Clarida, en la conferencia "The Euro Area: Staying the Course through Uncertainties, BDF Symposium and 34th SUERF Colloquium", con el auspicio de the Banque de France and the European Money and Finance Forum, Paris, France. Richard H. Clarida es Vice Chair, Board of Governors of the Federal Reserve System.

² Analista de la Sección de Modelos Macroeconómicos del Departamento de Investigaciones Económicas del Banco de Guatemala

³ Una excepción reciente es Ferrara y Teuf (2018), quienes construyen un indicador ambiental internacional, basado en un análisis textual de las actas del Comité Federal de Mercado Abierto, y examinan la conexión entre este indicador y la política monetaria de los Estados Unidos.

⁴ Entre otros, Kohn (2008) documenta el aumento de las recientes caídas de los vínculos comerciales de los Estados Unidos con el resto del mundo, incluso a través de la producción integrada internacionalmente, así como el aumento de los vínculos financieros de la Unión Americana con el resto del mundo.

⁵ Otros países que también reciben flujos de capital que buscan un lugar seguro para sus inversiones son Japón y Suiza.

⁶ Un canal adicional que se ha resumido aquí es el de los precios de los productos básicos, que a menudo se mueven significativamente en respuesta a factores extranjeros. Dado que Estados Unidos es tanto un gran exportador de algunos productos básicos como un gran importador de otros, es probable que las implicaciones generales para la actividad económica sean mixtas. En particular, los efectos de los precios del petróleo en la economía estadounidense se han estudiado ampliamente.

⁷ La mayoría de los estudios que discuten los efectos del contagio de la crisis del peso mexicano, se centran en los efectos sobre otros países latinoamericanos, y no destacan los efectos sobre el crecimiento de los Estados Unidos. Los estudios sobre los efectos de las crisis financieras asiáticas, en la actividad de los EE UU, generalmente encuentran desde efectos adversos mínimos, incluso ligeramente positivos.

⁸ El apoyo oficial brindado por la comunidad financiera internacional también ayudó a silenciar las interrupciones del mercado global durante estas crisis.

capital a largo plazo, tuvo efectos más importantes en los mercados mundiales y planteó un mayor riesgo para la economía de los EE UU, lo que desencadenó una respuesta de política de la Reserva Federal en la que la tasa de fondos federales se redujo 75 puntos básicos entre septiembre y noviembre de ese año.⁹ Cabe destacar que, después que las perspectivas económicas parecieran estabilizarse, la Reserva Federal revirtió dichas reducciones en 1999.

En tiempos recientes, los choques globales también han sido consecuencia de las perspectivas económicas y la política monetaria de los Estados Unidos. Ejemplos, incluyen la recesión de la Euro Zona del 2011 al 2013 y la devaluación china y la consecuente salida de capitales del 2015 y 2016, cuando preocupaciones sobre una desaceleración económica –luego de un período de rápido crecimiento– y la depreciación del renminbi, respectivamente, sacudieron los mercados mundiales. Ambas perturbaciones se originaron en economías con gran impacto en la economía global y el sistema financiero y, como resultado, generaron interrupciones sustanciales en los mercados financieros mundiales. Durante ambos episodios, los mercados bursátiles de Estados Unidos cayeron y el dólar se apreció, especialmente durante 2015 y 2016. Como siempre, estos choques negativos se asociaron con el ingreso de flujos de capital que empujaron a la baja los rendimientos de los bonos del tesoro estadounidenses. A pesar de la caída en los rendimientos, las condiciones financieras internas se endurecieron, impactando la demanda agregada.¹⁰

Sin embargo, en estos episodios, las respuestas de política acomodaticia de los Estados Unidos ayudaron a evitar las contracciones reales en la actividad económica estadounidense. Durante la recesión de la Euro Zona del 2011 al 2013, la Unión Americana ya utilizaba políticas acomodaticias a raíz de la crisis global financiera, pero el tiempo de extensión en los plazos de vencimiento y la tercera fase de la flexibilización cuantitativa¹¹ sugieren que fueron respuestas útiles para contrarrestar los efectos indirectos de esta recesión.¹² Para el episodio de China entre 2015 y 2016, las declaraciones del Comité Federal de Mercado Abierto de la época indicaban que las preocupaciones sobre los acontecimientos en el extranjero y su efecto en las condiciones financieras de los Estados Unidos fueron un factor que contribuyó a la demora en los aumentos de tasas de política previstos, apoyando así a la economía. El mensaje de estos episodios recientes no es solo sobre la importancia de los ajustes oportunos de las políticas por parte del banco central. También se trata de la importancia de la mayor capacidad de recuperación de las instituciones financieras, que se ha logrado desde la crisis global financiera. Sin lugar a dudas, esta resistencia ayudó a evitar que los choques financieros adversos contribuyeran a una desaceleración más grave.

V. Perspectivas

Estados Unidos y otros mercados financieros están en sintonía con una serie de riesgos globales prominentes, que incluyen *Brexit*, una fuerte desaceleración en las perspectivas de crecimiento global y tensiones comerciales. A pesar de que la Reserva Federal está comprometida a lograr un nivel de empleo máximo y estabilidad de precios, en el mundo actual, los hacedores de política estadounidenses apenas pueden ignorar estos riesgos, y tres de las declaraciones más recientes del

Comité Federal de Mercado Abierto han resaltado la preocupación por la economía mundial y el desarrollo global financiero. Además, en los informes de política, así como en otras comunicaciones de la Reserva Federal, se ha indicado que, en presencia de estos riesgos y con las presiones de inflación controladas, se puede ser paciente y dependiente de los datos estadísticos, a medida que se evalúa en futuras reuniones qué ajustes en la tasa de política podrían ser necesarios para mantener el crecimiento, el empleo y la estabilidad de precios en la economía.

Referencias

- Board of Governors of the Federal Reserve System (2018). "The Recent Rise in Oil Prices," *Monetary Policy Report*. Washington: Board of Governors, July 13, https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/20180713_mprfullreport.pdf.
- Bodenstein, Martin, Christopher J. Erceg, and Luca Guerrieri (2009). Tobias, y Nellie Liang (2018). "The effects of Foreign Shocks When Interest Rates Are at Zero," *International Finance Discussion Papers* 983. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, October, <https://www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/2009/983/ifdp983.pdf>.
- Clarida, Richard H. (2012). "The Euro Crisis and the U. S. Economy," interview by Christopher Alessi, Council on Foreign Relations, Washington, D.C., May 25, <https://www.cfr.org/interview/euro-crisis-and-us-economy>.
- Dell'Ariccia, Giovanni, Jeronimo Zettelmeyer, and Isabel Schnabel (2002). "Moral Hazard and International Crisis Lending: A Test," IMF Working Paper WP/02/181. Washington: International Monetary Fund, October, <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/30/Moral-Hazard-and-International-Crisis-Lending-A-Test-16125>.
- Duca, John V., David M. Gould, and Lori L. Taylor (1998). "What Does the Asian Crisis Mean for the U. S. Economy?" Federal Reserve Bank of Dallas, *Southwest Economy*, March / April, pp. 1-7, <https://www.dallasfed.org/~media/documents/research/swe/1998/swe9802a.pdf>.
- Economist (2015). "The Causes and Consequences of China's Market Crash," *Market Turmoil*, *Economist*, April 24.
- Ferrara, Laurent, and Charles-Emmanuel Teuf (2018). "International Environment and U. S. Monetary Policy: A Textual Analysis," Banque of France, Eco Notepad, September 25, <https://blocnotesdeleco.banque-france.fr/en/blog-entry/international-environment-and-us-monetary-policy-textual-analysis>.
- Harrigan, James (2000). "The Impact of the Asian Crisis on U. S. Industry: An almost Free Lunch?" Federal Reserve Bank of New York, FRBNY Economy Policy Review, vol. 6 (September), pp. 71-81.
- Killian, Lutz (2008). "The Economic Effects of Energy Price Shocks," *Journal of Economic Literature*, vol. 46 (December), pp. 871-909.
- Killian, Lutz, and Robert J. Vigfusson (2017). "The Role of Oil Price Shocks in Causing U. S. Recessions," *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 49 (December), pp. 1747-76.
- Kohn, Donald L. (2008). "Global Economic Integration and Decoupling," speech delivered at the International Research Forum on Monetary Policy, Frankfurt, Germany, June 26, <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/kohn20080626a.htm>
- Pollard, Patricia S., and Cletus C. Coughlin (1999). "Going Down: The Asian Crisis and U. S. Exports," Federal Reserve Bank of St. Louis, *Review*, vol. 81 (March/April), <https://files.stlouisfed.org/files/htdocs/publications/review/99/03/9903pp.pdf>
- Van Wincoop, Eric, and Kei-Mu Yi (2000). "Asian Crisis Postmortem: Where Did the Money Go and Did the United States Benefit?" Federal Reserve Bank of New York, *FRBNY Economic Policy Review*, vol. 6 (September), <https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/epr/00v06n3/0009vanw.pdf>

⁹ Dell'Ariccia, Zettelmeyer, y Schanabel (2002) argumentan que la respuesta más sustancial de los mercados financieros mundiales, al incumplimiento de la deuda de Rusia, fue porque los inversores esperaban que el Fondo Monetario Internacional rescatara a Rusia de tener que incumplir su deuda, y hubo una retirada mundial del riesgo cuando eso no sucedió.

¹⁰ En mayo de 2012, el autor dio una entrevista en el Consejo de Relaciones Exteriores destacando el riesgo potencial para la frágil recuperación económica de los Estados Unidos que representaba la crisis de la deuda soberana de la zona europea (ver Clarida, 2012).

¹¹ *Quantitative Easing* por su acrónimo en inglés.

¹² La flexibilización cuantitativa fue importante ya que Estados Unidos ya había reducido la tasa de política a cero y, como se argumenta, por ejemplo, en Bodenstein, Erceg y Guerrieri (2009), los efectos indirectos de los choques adversos de la demanda extranjera en la economía estadounidense se amplifican significativamente en límite inferior cero para la tasa de política en ausencia de otras políticas expansivas.