

# I instrumentos NO CONVENCIONALES de Política Monetaria, ¿CUÁNDO Y POR QUÉ?

PAUL CASTILLO\* Y ALEX CONTRERAS\*\*

La reciente crisis financiera internacional, una de las más severas desde la gran depresión, no sólo ha evidenciado los riesgos que generan la desregulación financiera excesiva y los elevados niveles de deuda pública para la estabilidad macroeconómica, sino también ha mostrado la capacidad de los Bancos Centrales para implementar una política monetaria expansiva aún cuando los mercados de dinero dejan de funcionar apropiadamente. Esta respuesta de los Bancos Centrales, en la mayoría de casos, ha implicado el uso de instrumentos no convencionales de política monetaria. ¿Cuál es la racionalidad de estos instrumentos? ¿En qué medida son complementarios al instrumento principal de política monetaria que es la tasa de referencia? ¿Cuándo deben utilizarse? En este artículo se busca responder preguntas a la luz de la reciente experiencia internacional.

\* Subgerente de Diseño de Política Monetaria del BCRP.  
\*\* Especialista en Política Monetaria del BCRP.

En tiempos normales, cuando los mercados funcionan apropiadamente, son líquidos y forman precios eficientemente, los cambios en la tasa de interés de política monetaria se transmiten de manera efectiva al resto de tasas del sistema financiero a través de un proceso de eliminación de posibilidades de mercado. Bajo estas condiciones, los bancos centrales requieren operar únicamente en el mercado de dinero, dejando que sean las fuerzas del mercado las que transmitan su política monetaria al resto del sistema financiero y del mercado de capitales.

Estos mecanismos de transmisión, sin embargo, dejan de operar cuando los mercados pierden liquidez y se segmentan, haciendo poco efectiva la política monetaria de tasas de interés. Esto último se observó en el cuarto trimestre de 2008 con el colapso de la liquidez de los mercados interbancarios en los EE.UU y en Europa, y la caída abrupta en los precios de la deuda pública y el valor de las monedas en economías emergentes. En todos estos casos, el denominador común de estas fallas de mercado fue la pérdida de liquidez, que hizo difícil comprar o vender activos sin afectar significativamente sus respectivos precios. La oferta y la demanda se desconectan transitoriamente y los precios que se fijan, no reflejan sus determinantes fundamentales. Esto puede ocurrir por problemas de percepción de riesgo o por contagio. En el caso de los mercados monetarios de economías desarrolladas, por ejemplo, los bancos paralizaron los préstamos interbancarios ante la imposibilidad de diferenciar qué entidades estaban altamente expuestas a los créditos subprime, todos querían prestarle a la Reserva Federal de los EE. UU. y no al mercado, exacerbando la presión por liquidez.

Algo similar ocurrió luego en el mercado de pape-

les comerciales, nadie quería comprar, todos vender, y también en economías emergentes, en los que la mayor aversión al riesgo que generó la agudización de la crisis financiera internacional, llevó a un gran número de inversionistas a liquidar sus posiciones en bonos gubernamentales, generando un colapso de sus precios, y con ello, un salto abrupto en las curvas de rendimiento.

Frente a este tipo de escenarios, la mayoría de bancos centrales optó, con la finalidad de proveer liquidez, por utilizar instrumentos no convencionales de política monetaria, que consisten fundamentalmente en operaciones monetarias con instrumentos, y/o en mercados en los que usualmente los bancos centrales no participan. Así la Reserva Federal de los EE.UU (FED) lanzó un agresivo programa de compra de diversos títulos, desde bonos del Tesoro Norteamericano a largo plazo, papeles comerciales, hasta créditos subprime, con ello buscaba evitar un colapso en los precios de estos títulos. De no haber intervenido la FED directamente en estos mercados, la caída de precios de estos títulos hubiera generado un deterioro mayor de los balances de las empresas financieras expuestas a estos valores, y spreads crediticios más elevados, que finalmente se hubieran materializado en una caída aún mayor en la oferta de crédito.

Al utilizar instrumentos no convencionales, los bancos centrales reemplazan temporalmente los mecanismos de transmisión de la tasa de interés participando directamente en los mercados de crédito y de capitales. En este proceso, sin embargo, los bancos centrales pueden exponerse a un mayor riesgo crediticio, dependiendo de la calidad del título que adquieran, o incrementar substancialmente el tamaño de su balance, dependiendo del monto de la

**CUADRO 1** Balance de la Reserva Federal de EE.UU.  
(en miles de millones)

PERIODO	Julio- 09	Agosto -07
<b>Activos totales</b>	<b>2 007</b>	<b>869</b>
Programas de préstamos de corto plazo para instituciones financieras	448	0
Programas de préstamos específicos	140	0
Tenencia de títulos	1 224	791
- Títulos del tesoro	663	791
- Títulos relacionados a empresas patrocinadas por el gobierno	560	0
Préstamos de emergencia	106	0
Otros activos (como otras divisas e inmobiliario del banco)	90	78
<b>Pasivos totales</b>	<b>1 959</b>	<b>836</b>
Certificados de la Reserva Federal	871	777
Saldos de reserva	726	13
Depósitos del Tesoro	278	5
Otros (como depósitos en divisas)	83	40
<b>Capital</b>	<b>49</b>	<b>34</b>
<b>Pasivos totales y capital</b>	<b>2 007</b>	<b>869</b>

NOTA: POR REDONDEO, LA SUMA DE LOS DESAGREGADOS NO ES IGUAL AL TOTAL.

intervención. La experiencia internacional a raíz de la crisis financiera muestra que han sido las economías desarrolladas las que mayor uso han hecho de estas herramientas y las que, por lo tanto, en mayor medida han expandido sus balances y han asumido mayor riesgo crediticio.

En el caso de la FED, por ejemplo, entre 2007 y 2009 el total de sus activos pasó de US \$ 869 a US \$ 2 007 miles de millones (cuadro 1), una expansión de más de dos veces. Este cambio reflejó la aplicación del conjunto de sus instrumentos no convencionales de política monetaria, que comprendió programas de préstamos a corto plazo a instituciones financieras, como la ampliación de plazos de sus operaciones de reporte, swaps de monedas, facilidades especiales de liquidez a los mayoristas del mercado monetario, programas de préstamos dirigidos, como los fondos para papeles comerciales, y la facilidad para compra de activos con respaldo en préstamos; y una compra a gran escala de activos, US \$ 1,25 billones de activos con respaldo de hipotecas, US \$ 175 mil millones de deuda de agencias gubernamentales, y hasta US \$ 300 mil millones de bonos del tesoro.

Medidas similares fueron adoptadas por otros bancos centrales, como el Banco Central Europeo, el Banco de Inglaterra y el Banco de Japón. Un resumen de estas medidas se presenta en el Cuadro 2.

En todos los casos, los bancos centrales reemplazaron transitoriamente al mercado. Por la magnitud de estas operaciones, se requiere de una estrategia

de salida que permita restablecer los mecanismos de mercado de manera progresiva y ordenada.

En el caso de las economías emergentes, en particular de América Latina, tanto la escala como el momento en el que se aplicaron las medidas no convencionales de política monetaria difieren de manera importante de lo observado en economías desarrolladas. En esta región, los bancos centrales (Cuadro 2), priorizaron, como primera línea de respuesta a la crisis la inyección de liquidez, tanto en moneda extranjera como en moneda nacional, frente a la reducción en las tasas de política monetaria. Sólo cuando los mercados cambiarios y de dinero se estabilizaron, y las expectativas de inflación mostraron una clara reversión a la baja, los bancos centrales iniciaron reducciones rápidas y significativas en sus tasas de política monetaria.

Las medidas de inyección de liquidez involucraron el uso de un conjunto amplio de instrumentos no convencionales, que abarcó desde el alargamiento del plazo de las operaciones de inyección de liquidez ordinarias, hasta el otorgamiento de líneas de crédito especiales para los sectores más vulnerables al impacto de la crisis. También, en la mayoría de los casos, con mayor énfasis en aquellas economías que muestran todavía elevados niveles de dolarización, la respuesta de política monetaria involucró una participación activa del Banco Central en el mercado cambiario buscando reducir la volatilidad excesiva del valor de sus respectivas monedas. En ninguno de los casos en

**CUADRO 2** ■ Respuesta de los Bancos Centrales de Economías Desarrolladas frente a la crisis

OBJETIVO	MEDIDAS ADOPTADAS	Fed	BCE	BoE	BoJ	BoC	RBA	SNB
Ejecución de la orientación oficial de la Política Monetaria	Operaciones de ajuste excepcionales	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	Variación de los requerimientos de reservas mínimas obligatorias	✓						
	Reducción de la banda de fluctuación de la tasa de interés a un día	✓	✓	✓				
	Remuneración de reservas	✓			✓			
	Aumento de depósitos del Tesoro	✓				✓		
	Depósitos o valores del banco central a corto plazo		✓	✓	✓		✓	✓
Influir en las condiciones del mercado interbancario	Modificación de la facilidad de ventanilla de descuento	✓		✓				
	Operaciones a largo plazo excepcionales	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	Ampliación de las garantías admisibles	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	Ampliación de las contrapartes	✓		✓	✓	✓	✓	
	Líneas de swaps de divisas entre bancos centrales	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	Introducción o relajación de las condiciones de préstamo de valores	✓		✓	✓	✓		
Influir en las condiciones del mercado de crédito y del sistema financiero en general	Redescuento/compra/aceptación en garantía de efectos comerciales (CP)	✓		✓	✓	✓	✓	
	Redescuento/compra/aceptación en garantía de bonos de titulización de activos (ABS)	✓	✓	✓			✓	
	Redescuento/compra/aceptación en garantía de títulos de deuda corporativa			✓	✓	✓		✓
	Compra de títulos de deuda pública	✓		✓	✓			
	Compra de otros títulos de deuda privada				✓			✓

FUENTE: BIS.

América Latina, estas medidas implicaron un incremento sustancial en el tamaño de los balances de los respectivos bancos centrales. Asimismo, estos bancos no asumieron un incremento sustancial de riesgo crediticio por estas operaciones. Esto se explica, en parte, porque el impacto de la crisis en los mercados de crédito de la región fue menor y también, porque los sistemas financieros se encontraban más sólidos y líquidos.

El tipo particular de instrumento no convencional utilizado estuvo asociado a los segmentos de mercado más vulnerables frente a la crisis. Así, en economías con mercados de dinero no colateralizados, y en donde frente a la crisis, se observó un proceso de segmentación importante, que redujo el flujo de fondos a entidades de menor tamaño o mayor riesgo, los bancos centrales respondieron incrementando tanto el número de participantes permitidos para las facilidades de inyección de liquidez, como el tipo de activos aceptables como colaterales, buscando, de esta forma, asegurar la disponibilidad de liquidez de manera directa a estos segmentos más vulnerables. En el caso del Perú, por ejemplo, se extendieron los colaterales aceptados para las operaciones de reporte hasta títulos representativos de créditos de alta calificación crediticia; en Chile temporalmente se aceptaron Certificados de Depósito Bancarios; y en Paraguay, bonos de la Agencia Financiera de Desarrollo.

En aquellos países en donde se acortaron significativamente los plazos del fondeo de las entidades financieras, o de segmentos importantes del mercado de bonos, los bancos centrales respondieron alargando el plazo de sus operaciones de reporte y comprando directamente títulos corporativos o de gobierno, de manera que las tasas de interés de estos mercados no subieran abruptamente.

En aquellas economías de la región en donde la disponibilidad de financiamiento externo para los bancos y empresas exportadoras se restringió fuertemente, los bancos centrales respondieron incrementando la disponibilidad de liquidez internacional, ya sea mediante reducciones de encaje, o como en el caso de Brasil, a través del otorgamiento de líneas de crédito especiales, operaciones de repo en dólares y swaps.

También, principalmente en economías con alta dolarización, parte importante de la respuesta de los bancos centrales se reflejó en intervenciones en el mercado cambiario, mediante la venta directa de moneda extranjera, o la emisión de títulos indexados, con la finalidad de evitar depreciaciones abruptas de la moneda doméstica. En estos casos, esta respuesta fue posible gracias a una elevada disponibilidad de liquidez internacional, que permitió a los bancos centrales enfrentar tanto salidas de capitales, y el recorte de financiamiento a bancos locales, como presiones depreciatorias abruptas, inyectando rápida y efectivamente liquidez en moneda extranjera, a través de diversos mecanismos. Estos elevados niveles de



## El BCRP ha utilizado instrumentos no convencionales de política monetaria para reforzar la potencia de su política monetaria con la tasa de referencia



reservas internacionales se acumularon en los años previos a la crisis gracias a los elevados términos de intercambio y al fortalecimiento de la posición fiscal.

En el caso del Perú, las acciones de política monetaria frente a la crisis financiera internacional se dieron en tres etapas bien marcadas, en todas ellas, el BCRP ha utilizado instrumentos no convencionales de política monetaria para reforzar la potencia de su política monetaria con la tasa de referencia.

La primera etapa, entre el IV trimestre de 2007 y el III trimestre de 2008, en la que el BCRP enfrentó un escenario de fuertes inlfujos de capitales de corto plazo y de rápido crecimiento de la demanda interna, el BCRP elevó su tasa de referencia de 5,0 por ciento en enero a 6,5 por ciento en setiembre 2008, y de manera complementaria, con la finalidad de esterilizar parte de los inlfujos de capitales y reforzar la transmisión de la elevación de la tasa de interés, se incrementaron los encajes tanto en moneda nacional como en moneda extranjera. En el primer caso de 0 a 25 por ciento y en el segundo de 30 a 49 por ciento. También, de manera preventiva, el BCRP intervino en el mercado cambiario con la finalidad de reducir la volatilidad del tipo de cambio, lo que le permitió acumular reservas internacionales por US \$ 8 263 millones.

La mayor disponibilidad de liquidez en el BCRP y en la banca fue fundamental para hacer frente el impacto de la crisis financiera a partir de la quincena de setiembre de 2008, luego de la quiebra de Lehman Brothers. En este nuevo contexto de salida de capitales, y de segmentación de los mercados de dinero, el BCRP revertió inmediatamente las medidas de encaje tomadas anteriormente con la finalidad de inyectar liquidez de manera rápida y efectiva. Asimismo, el BCRP acompañó estas medidas con la ampliación hasta el plazo de un año de las operaciones de reporte y hasta tres meses de las operaciones swaps,

se aumentó el número de partícipes a las subastas de liquidez del BCRP, y se amplió la posibilidad de colaterales para acceder a las operaciones de reporte, incluyendo títulos representativos de créditos.

En el mercado de capitales, el BCRP participó con propuestas de demanda de bonos gubernamentales, acción que fue efectiva en restaurar la liquidez en este mercado, lo que se reflejó en una caída importante de las tasas de interés de largo plazo, de niveles cercanos al 10 por ciento en octubre de 2008, a 8 por ciento en enero de 2009. Una vez que los mercados monetario y cambiario se estabilizaron y las expectativas de inflación comenzaron a revertirse, el BCRP redujo rápidamente su tasa de interés de 6,5 por ciento en febrero 2009 a 1,25 por ciento en agosto del mismo año. La reducción en la tasa de referencia se transmitió de manera rápida y efectiva al resto de tasas del sistema financiero, en parte gracias a que las medidas de inyección de liquidez que se adoptaron previamente, que permitieron mantener inalterados los mecanismos de transmisión de la tasa de interés.

En la tercera etapa, de agosto 2008 a diciembre 2009, la reducción de la tasa de referencia se acompañó con operaciones swap hasta un año y el acortamiento de los plazos de las colocaciones de los CDBCRP, que tuvieron el objetivo de aplanar la curva de rendimiento de corto plazo y de esta manera, amplificar el impacto de la política monetaria expansiva del BCRP.

En resumen, la experiencia reciente de los bancos centrales muestra que los instrumentos no convencionales de política monetaria han sido efectivos y han permitido hacer una política monetaria expansiva cuando los mercados financieros dejaron de operar apropiadamente. En el caso de las economías

de la región, el uso de la intervención cambiaria y de la inyección masiva de liquidez, permitió a los bancos centrales aislar, al menos parcialmente, a los mercados crediticios domésticos del deterioro de los mercados financieros internacionales. En el caso de economías desarrolladas, se evitó un colapso mayor de los mercados financieros situación que hubiera implicado, pasar de la gran recesión que se observó en el mundo en 2009 a una situación de gran depresión.

Quedan sin embargo algunas preguntas pendientes por responder, ¿Cuál debe ser la estrategia de salida para las economías desarrolladas? ¿Deben utilizarse estos instrumentos cuando los mercados operan normalmente? ¿Qué tanto se han dañado los incentivos de los participantes de los mercados financieros por la provisión de liquidez masiva de los bancos centrales? En los últimos meses se han producido una gran cantidad de trabajos de investigación buscando responder éstas preguntas<sup>1</sup>, la discusión preliminar parece indicar que la estrategia de salida apropiada debe ser tal que permita a los mercados volver a operar normalmente sin el apoyo de la política monetaria, pero que, al mismo tiempo, el retiro de este apoyo no signifique un deterioro en las condiciones de mercado. Asimismo, parece existir cierto consenso respecto a que los bancos centrales deberían reservar el uso de estos instrumentos para situaciones de clara emergencia, esto es, cuando los mercados no operen eficientemente, y que en la medida de lo posible deben ser de muy corto plazo. Finalmente, sobre la última interrogante, quizás sea todavía prematuro intentar adelantar alguna respuesta. ■

CUADRO 3 | Respuesta de los Bancos Centrales de América Latina frente a la crisis

MEDIDAS ADOPTADAS	Argentina	Brasil	Bolivia	Chile	Paraguay	Perú	Uruguay
Adquisición y propuestas de adquisición de deuda pública			✓			✓	✓
Creación de nuevos mecanismos o instrumentos	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Ampliación de colaterales		✓		✓	✓	✓	
Ampliación de plazos				✓	✓	✓	
Ampliación de contrapartes						✓	
Intervención en el mercado cambiario	✓	✓	✓		✓	✓	✓
Políticas de encaje	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓

FUENTE: "ENCUESTA SOBRE INSTRUMENTOS NO CONVENCIONALES DE POLÍTICA MONETARIA EN LOS PAÍSES DE MERCOSUR, BOLIVIA, CHILE, PERÚ Y VENEZUELA FRENTE A LA CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL"

<sup>1</sup> Nobuhiro Kiyotaki y Mark Gertler, 2009, "Financial Intermediation and Credit Policy in Business Cycle Analysis".  
 Mark Gertler y Peter Karadi, 2009, "A Model of Unconventional Monetary Policy".  
 Vasco Curdia y Michael Woodford, 2009, "Conventional and Unconventional Monetary Policy".