



RECUADRO 5 INSTRUMENTOS NO CONVENCIONALES DE LA POLÍTICA MONETARIA

La reciente crisis financiera internacional ha evidenciado la capacidad de los Bancos Centrales para implementar una política monetaria expansiva aún cuando los mercados de dinero dejan de funcionar apropiadamente, tal respuesta en la mayoría de casos, ha implicado el uso de instrumentos no convencionales de política monetaria. En tiempos normales, cuando los mercados funcionan apropiadamente, 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 arbitraje de mercado y constituyen el instrumento más efectivo de la política monetaria.

Estos mecanismos de transmisión, sin embargo, dejan de operar cuando los mercados pierden liquidez y se segmentan, tal como se observó en el cuarto trimestre de 2008 con el colapso de los mercados interbancarios en los EE.UU y Europa y, con 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 hace imposible comprar o vender activos sin afectar significativamente sus respectivos precios, debido a una mayor percepción de riesgo y contagio. En el caso de los mercados monetarios de economías desarrolladas por ejemplo, los bancos paralizaron los préstamos interbancarios ante la imposibilidad de diferenciar que entidades estaban altamente expuestas a los créditos *subprime*. Algo similar ocurrió luego en las economías emergentes, en las que la mayor aversión al riesgo 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 y ante la necesidad de proveer liquidez al sistema, la mayoría de Bancos Centrales optó por utilizar **instrumentos no convencionales de política monetaria**, que consisten fundamentalmente en operaciones monetarias con instrumentos de mayor riesgo crediticio y/o participar en mercados en los que usualmente los Bancos Centrales no participan⁷. 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. La experiencia internacional, a raíz de la crisis financiera muestra que las economías desarrolladas han sido las que han hecho un mayor uso de estas herramientas y las que por lo tanto, han expandido en mayor medida sus balances, asumiendo un mayor riesgo crediticio.

En el caso de la FED por ejemplo, entre 2007 y 2009 expandió su balance en más de 2 veces⁸. Medidas similares fueron adoptadas por otros Bancos Centrales, como el Banco Central Europeo,

7 Por ejemplo: 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*, buscando evitar un colapso en los precios de estos títulos.

8 Este cambio reflejó la aplicación de 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 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.

el Banco de Inglaterra y el Banco de Japón. Un resumen de estas medidas se presenta en la siguiente tabla.

| RESPUESTA DE LOS BANCOS CENTRALES 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 titulación 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
 Fed: Reserva Federal de EEUU, BCE: Banco Central Europeo, BoE: Banco de Inglaterra, BoJ: Banco de Japón, BoC: Banco de Canadá, RBA: Banco Central de Australia, SNB: Banco Nacional de Suiza.

En todos los casos, los Bancos Centrales remplazaron transitoriamente al mercado. 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 América Latina se priorizó la inyección frente a la reducción en las tasas de política monetaria como primera línea de respuesta a la crisis. Sólo cuando los mercados 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 en los países de la región involucraron el uso de un conjunto amplio de instrumentos no convencionales. 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 manera, asegurar la disponibilidad de liquidez de manera directa a estos segmentos más vulnerables.



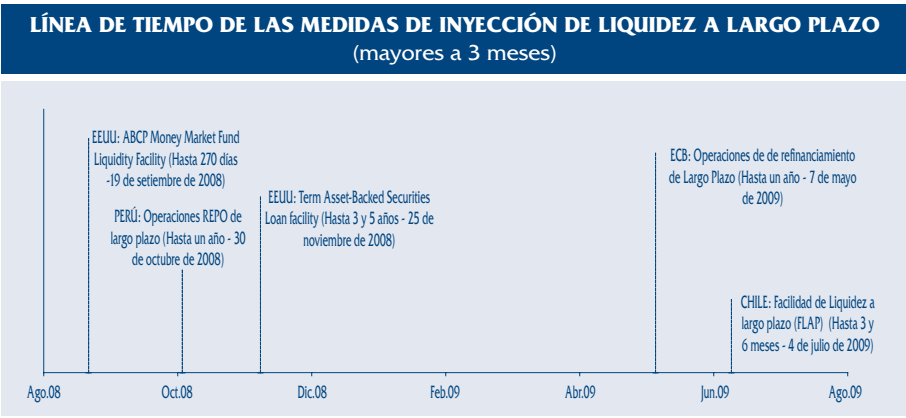


En aquellos países en donde se acortaron significativamente los plazos del fondeo de las entidades financieras, o de segmentos importantes del mercado de bonos, los bancos centrales respondieron alargando el plazo de sus operaciones de reporte y comprando directamente títulos corporativos o de gobierno, de manera que las tasas de interés de estos mercados no subieran abruptamente. En el caso de Perú el plazo de las operaciones de reporte se amplió hasta un año y la lista de colaterales aceptables se amplió a moneda extranjera y títulos valores representativos de cartera.

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 a través del otorgamiento de líneas de crédito especiales, operaciones de repo en dólares y swaps.

| OPERACIONES REPO DE LOS BANCOS CENTRALES | | | | |
|--|---|---|---|---|
| PAÍSES O REGIONES | REPOS REGULARES | REPOS EXCEPCIONALES | | |
| | | DE 1 a 3 MESES | DE 3 a 6 MESES | DE 6 MESES A 1 AÑO |
| Chile ^{1/} | Plazo: de 1 a 14 días | ✓ | ✓ | |
| | Colaterales: Bonos del Tesoro, títulos del Banco Central y letras hipotecarias. | Colaterales: Bonos del Tesoro, títulos del Banco Central y letras hipotecarias. | Colaterales: Bonos del Tesoro, títulos del Banco Central y letras hipotecarias. | |
| Perú ^{2/} | Plazo: de 1 a 14 días | ✓ | ✓ | ✓ |
| | Colaterales: Bonos del Tesoro, Certificados del Banco Central, moneda extranjera y cartera de créditos representada en títulos valores. | Colaterales: Bonos del Tesoro, Certificados del Banco Central, moneda extranjera y cartera de créditos representada en títulos valores. | Colaterales: Bonos del Tesoro, Certificados del Banco Central, moneda extranjera y cartera de créditos representada en títulos valores. | Colaterales: Bonos del Tesoro, Certificados del Banco Central, moneda extranjera y cartera de créditos representada en títulos valores. |
| Estados Unidos ^{3/} | Plazo: de 1 a 14 días | ✓ | | |
| | Colaterales: Bonos del Tesoro, bonos de agencias gubernamentales y títulos respaldados con hipotecas | Colaterales: Bonos del Tesoro, bonos de agencias gubernamentales y títulos respaldados con hipotecas | | |
| Europa ^{4/} | Plazo: de 1 a 14 días | ✓ | ✓ | ✓ |
| | Colaterales: Instrumentos de emisores públicos e instrumentos de emisores privados (de bajo riesgo) | Colaterales: Instrumentos de emisores públicos e instrumentos de emisores privados (de bajo riesgo) | Colaterales: Instrumentos de emisores públicos e instrumentos de emisores privados (de bajo riesgo) | Colaterales: Instrumentos de emisores públicos e instrumentos de emisores privados (de bajo riesgo) |

1/. Las operaciones de repos excepcionales de 3 a 6 meses se implementaron a partir de julio de 2009. Desde marzo de 2006 se aceptan como activos de garantías las letras hipotecarias.
 2/. Las operaciones de repos se implementaron en setiembre de 1997. A partir de octubre de 2008 se realizaron operaciones repos excepcionales con plazos hasta un año. Desde julio de 2009 se aceptan como colaterales la cartera de créditos representada en títulos valores.
 3/. La Reserva Federal de EEUU utilizó otros instrumentos diferentes a las REPO para inyectar liquidez a largo: Term Securities Lending Facility, ABCP Money Market Fund Liquidity Facility, Commercial Paper Funding Facility, Term Asset-Backed Securities Loan Facility.
 4/. El Banco Central Europeo inyectó liquidez a largo plazo a través de las operaciones de refinanciamiento de Largo Plazo (LTRO), en mayo de 2009 se extendió el plazo de estas operaciones hasta un año.



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 doméstica⁹.

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

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.

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

