

# Comportamiento no convencional

**Las innovadoras políticas de balance de los bancos centrales fueron útiles durante la recesión, pero deberían ser empleadas solo en circunstancias excepcionales**

Mark Stone, Kenji Fujita y Kotaro Ishi

**A**COMIENZOS de 2009 a la Reserva Federal se le planteó un conflicto: Estados Unidos seguía atrapado por segundo año en una recesión y las cosas no mejoraban. Lo normal habría sido reducir las tasas de interés a corto plazo para estimular la demanda de consumidores y empresas, pero la crisis las había llevado a un nivel cercano a cero y no podían caer más.

El banco central de Estados Unidos —la Fed— recurrió entonces a una política que no había usado desde la Segunda Guerra Mundial: compró bonos públicos de largo plazo directamente para su cartera a cambio de una expansión de la base monetaria, ampliando su balance para combatir la recesión (véase “Terreno desconocido”, *F&D*, junio de 2009).

Un programa de compra de bonos a gran escala, o expansión cuantitativa, era quizá la más conocida de una serie de formas no convencionales en que los bancos centrales de economías avanzadas usaron sus balances durante la crisis mundial para contener un importante riesgo de deflación cuando la política monetaria no podía seguir bajando las tasas. Ante las profundas y variadas perturbaciones que sufrían los mercados financieros y la economía real, varios de esos bancos centrales también adoptaron diversos programas de provisión de liquidez, para mantener abiertos los mercados, rescatar bancos e instituciones financieras no bancarias y proveer las divisas necesarias. Esas políticas expandieron los balances de los bancos centrales a niveles sin precedentes.

En general, las políticas de balance fueron exitosas, al menos para impedir que se agudizaran las crisis financiera y económica. Aunque a un ritmo muy flojo en la mayoría de las economías avanzadas, el crecimiento se ha reanudado. Pero esto no significa que tales políticas deban incorporarse al arsenal habitual de herramientas de un banco central. La crisis exigió medidas que plantean a los mercados financieros e incluso a los mismos bancos centrales riesgos demasiosos grandes de asumir, salvo en circunstancias excepcionales.

## Políticas para la estabilidad macroeconómica

Durante al menos una generación, la Fed había usado su capacidad de controlar las tasas de interés a corto plazo para moderar las fluctuaciones de la economía estadounidense. Controlaba la tasa de corto plazo vigente en los mercados monetarios retirando o inyectando base monetaria, o sea, reservas que los bancos están obligados a mantener depositadas en la Fed. Las variaciones de la tasa de fondos federales se traducen en variaciones de otras tasas de interés de corto plazo, y también de largo plazo, que afectan el costo de endeudamiento de los hogares y las empresas.

Pero con la tasa de fondos federales próxima a cero, la Fed había agotado las alternativas tradicionales, de modo que compró bonos públicos de largo plazo a fin de impulsar la economía reduciendo directamente las tasas de interés a largo plazo. Cuando la Fed compra bonos de largo plazo a cambio de dinero nuevo (en forma de reservas), reduce la oferta de esos bonos en el mercado, con lo cual sube el precio de los bonos que quedan en el mercado y cae su rendimiento. El rendimiento de otros títulos a largo plazo baja en consonancia con el de los bonos del Estado. El objetivo es elevar la capacidad crediticia de los bancos y aumentar el valor de los activos, impulsando así la demanda interna y el crecimiento. La Fed llevó a cabo dos rondas de compras de bonos a gran escala: una entre marzo de 2009 y mayo de 2010 y otra entre noviembre de 2010 y junio de 2011. Hay

evidencias sólidas de que el programa de compra de bonos (al menos la primera ronda) redujo los rendimientos y probablemente promovió la recuperación de la economía, lo cual seguramente contribuyó a moderar la contracción mundial. El Banco de Inglaterra también emprendió un programa de compra de bonos.

El impacto del programa de compra de bonos en los activos de la Fed es mucho más significativo que el de sus operaciones convencionales. El monto global de reservas no varía mucho en las operaciones monetarias tradicionales de la Fed orientadas a la tasa de fondos federales, pero en este caso la Fed compró cientos de miles de millones de bonos del Estado, modificando el tamaño y la composición de su balance.

### Políticas para la estabilidad financiera

La facultad que tienen los bancos centrales de crear montos ilimitados de reservas —el más líquido de todos los activos— es lo que les permite impedir que los problemas de liquidez del sector financiero se trasladen a la economía real. Tradicionalmente, los bancos centrales han funcionado como prestamistas de última instancia para los bancos solventes pero faltos de efectivo y, de ser necesario, para el sistema bancario en su conjunto. Durante la última crisis se amplió la función del banco central como proveedor de liquidez para garantizar la estabilidad financiera. Los bancos centrales no solo ayudaron a los bancos comerciales, sino también a grandes instituciones financieras no bancarias. Algunos bancos centrales importantes —especialmente la Fed— también actuaron como *creadores de mercado de última instancia* al aceptar como garantía títulos que no podían venderse en el mercado (a una valoración adecuada) a cambio de préstamos del banco central. En otra intervención aún más excepcional, muchos bancos centrales proporcionaron divisas, principalmente dólares de EE.UU., a bancos locales con dificultades para captar fondos en moneda extranjera. Estas medidas efectivamente aliviaron las restricciones de liquidez y apuntalaron el precio de los activos.

Al ir cediendo la crisis, los bancos centrales comenzaron a deshacer muchas de las operaciones de balance no convencionales, pero algunos —en particular, la Reserva Federal, el Banco de Inglaterra y el Banco de Japón— siguen teniendo balances voluminosos.

### Evaluación de las políticas

Si bien las políticas de balance no convencionales de los bancos centrales parecen haber contribuido a la recuperación de Estados Unidos y otras economías avanzadas, también pueden haber provocado consecuencias no deseadas: algunos sostienen que indujeron flujos excesivos de capital hacia algunas economías de mercados emergentes y contribuyeron a generar inflación de precios de las materias primas. Pero también crearon riesgos para el banco central y para los mercados.

La inyección de dinero para sostener los mercados implica de por sí un riesgo crediticio que podría causar pérdidas al banco central. Si este otorga un amplio respaldo de liquidez podría generar expectativas de que también lo hará en el futuro e inducir a los participantes del mercado a tomar decisiones más riesgosas. Una abundante inyección de liquidez en el mercado monetario también podría reducir los incentivos para que sus participantes negocien entre sí, con lo cual los mercados monetario e interban-

cario se reducirían y, en última instancia, perderían componentes importantes, como operadores experimentados, fondos mutuos de inversión y recursos competentes en la gestión de liquidez bancaria.

El banco central puede minimizar esos riesgos. Para contener el riesgo de crédito, por ejemplo, puede valorar las garantías que acepta en función del riesgo correspondiente. Las políticas de balance también pueden implementarse en forma condicional, por un término limitado y con una estrategia de salida claramente comunicada para evitar efectos colaterales no deseados.

La compra de bonos a gran escala también conlleva costos y riesgos potencialmente graves. Si aumenta el rendimiento de los bonos, el banco central sufrirá pérdidas por sus tenencias de valores. También podría verse expuesto a presiones provenientes de quienes se beneficiarían con tales compras. Además, la estrategia para vender los bonos o reducir su tenencia debe ser diseñada cuidadosamente. Quizá lo más importante es que estos programas pueden crear la percepción de que en realidad el banco central está “monetizando” deuda pública, es decir, canjeando permanentemente dinero nuevo por bonos del Estado. A su inicio el programa podría favorecer al gobierno, pero cuando la política del banco central gira hacia el ajuste, podría surgir un conflicto de intereses entre el banco y el gobierno.

Para abordar esos riesgos es conveniente que en una etapa temprana se fijen los objetivos y el marco general del programa de compra de bonos. En particular, debe respetarse plenamente la autonomía del banco central, y las autoridades deben comprender claramente que tales compras no forman parte de las políticas de gasto e impuestos del gobierno y que el banco las interrumpirá y, en última instancia, procederá a deshacerlas una vez alcanzados los objetivos de política monetaria.

Por todo lo expuesto, las políticas de balance no constituirán una nueva forma de funcionamiento de la banca central en épocas normales. No es coincidencia que solo bancos centrales de alta credibilidad hayan recurrido mucho a esas medidas. Aun tratándose de entidades sumamente creíbles, las políticas de balance deben ser empleadas solo en circunstancias especiales, cuando la economía enfrenta problemas financieros suficientemente graves como para perturbar el sector real y la tasa de interés de política monetaria está atascada en su límite más bajo.

Las políticas de balance no convencionales probablemente cumplieron un papel importante en la recuperación de las economías tras su caída más grave desde la Gran Depresión. Los bancos centrales demostraron creatividad y no poca audacia. Aunque en tal situación quizás era conveniente asumir riesgos, estas políticas deben ser empleadas solo por los bancos centrales más creíbles, y solo en raras ocasiones. Finalmente, es importante recordar que las políticas del banco central no son una panacea. También existe el riesgo de que tales políticas reduzcan los incentivos para que las autoridades encaren cualquier problema de solvencia subyacente. ■

*Mark Stone es Subjefe de División y Kenji Fujita Economista Principal del Departamento de Mercados Monetarios y de Capital del FMI. Kotaro Ishi es Economista Principal del Departamento de Europa del FMI.*

*Este artículo se basa en el estudio “Should Unconventional Balance Sheet Policies be Added to the Central Bank Toolkit? A Review of the Experience So Far”, de Mark Stone, Kenji Fujita, y Kotaro Ishi, publicado en junio de 2011.*