

NOTA 51. LA POLÍTICA MONETARIA NO CONVENCIONAL

Diciembre 18 de 2013

La Reserva Federal, y otros bancos centrales (Inglaterra, BCE y Japón) implementaron desde 2007, a raíz de la crisis financiera, una política monetaria muy expansiva con el fin de reestablecer la estabilidad de los mercados financieros mediante el aumento de la liquidez y del crédito. Desde 2007 estos bancos han aumentado su balance en más de 4-7 trillones de dólares pasando del 11% al 24% del PIB.

Estas medidas se han denominado como políticas no convencionales. Se siguen aplicando hasta ahora –de modo muy activo especialmente por parte de la FED- para mantener muy bajas las tasas de interés de corto plazo (en niveles cercanos a cero), interviniendo por medio de la compra extensiva de activos (Quantitative Easing) y con lo que se pretende mejorar las expectativas del mercado. El paquete de medidas se complementa con un señalamiento expreso de la política monetaria con las guías hacia adelante (*forward guidance*).

Ben Bernanke, presidente de la FED ha señalado que “por primera vez desde que el comité federal del mercado abierto (FOMC) empezó a utilizar la tasa de fondos federales como instrumento de política, esta tasa se ha situado efectivamente en cero y, por lo tanto, no puede reducirse más allá”¹.

A diferencia de otras experiencias recesivas, en esta ocasión la FED estimó que la crisis de 2008 requería de una política altamente acomodaticia y que se extendiera durante un periodo de varios años. Esta premisa se comprobó por la persistencia del bajo ritmo de expansión del producto y las altas cuotas de desempleo.

La política monetaria en estas circunstancias creaba, según el argumento de Bernanke, una asimetría en las medidas de planeación, ya que si la economía se mantenía en un estado recesivo y no se podía reducir más la tasa de interés se enfrentaba la posibilidad de un escenario deflacionario que impidiera la recuperación. La experiencia japonesa indicaba un escenario posible.

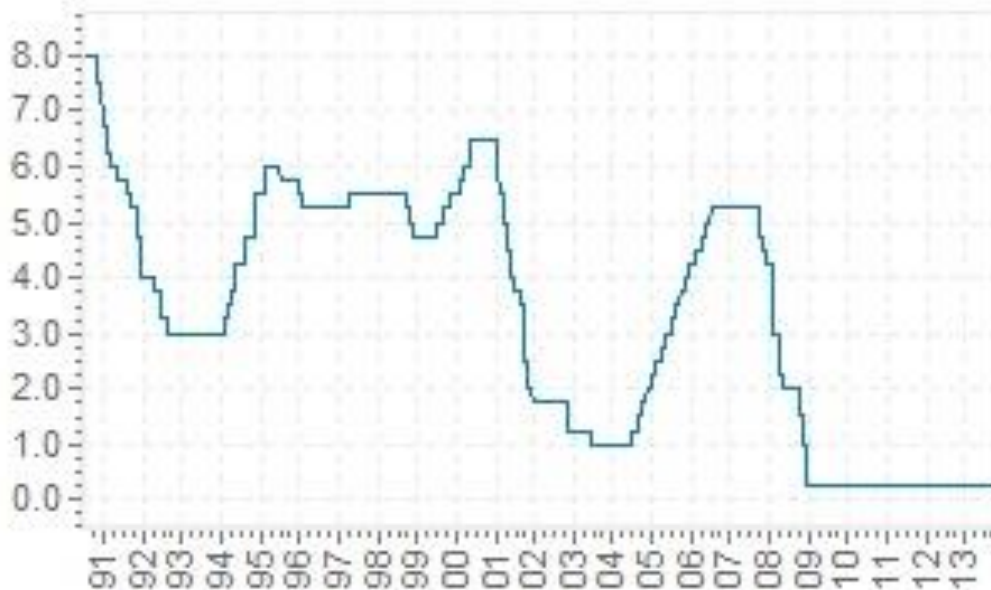
Puesto que los efectos de la política monetaria no solo dependen del valor actual de la tasa de interés sino también de las expectativas de los agentes económicos, el FOMC ató su guía hacia delante respecto de la tasa de modo estrecho con sus objetivos. Por primera vez, también, se anunció que no habría incremento de la tasa de fondos

¹ “Con el debilitamiento de la economía durante 2008 se recortaron repetidamente las metas de la tasa de fondos federales...En diciembre de ese año la meta se redujo a una banda de cero a 0.25% y las tasas del mercado de dinero bajaron a cerca de cero. Así que una mayor relajación de la política monetaria bajando el objetivo de la tasa de interés, no era ya posible”. B. Bernanke, Communication and Monetary Policy, Speech at the National Economist Club, noviembre 19, 2013.

federales mientras el desempleo permaneciera arriba de 6.5% y la inflación se mantuviera estable y cerca del nivel fijado como objetivo².

En la gráfica que sigue se muestra la evolución de las tasas de fondos federales durante un largo periodo que va de 1991 a 2013. En los cuadros que se adjuntan se indican las fechas de los ajustes hasta llegar al nivel de 0.25% en el que se ha mantenido. Se comparan esas tasas con las correspondientes en otros países, lo que constituye un indicador de las discrepancias de los efectos de la crisis y del flujo de capitales entre países, ocasionado con la afluencia registrada en las economías emergentes. Finalmente se presenta la evolución de la inflación en Estados Unidos en diversos periodos que se pueden referir a las políticas monetarias que se han aplicado.

Gráfico Interés estadounidense FED - tipos a largo plazo



Últimas variaciones de los tipos del FED

fecha de modificación	porcentaje
16 diciembre 2008	0,250 %
29 octubre 2008	1,000 %
08 octubre 2008	1,500 %
30 abril 2008	2,000 %
18 marzo 2008	2,250 %
30 enero 2008	3,000 %
22 enero 2008	3,500 %
11 diciembre 2007	4,250 %

² Ibid.

31 octubre 2007	4,500 %
18 septiembre 2007	4,750 %

Relación de los tipos de otros bancos centrales

tipo de interés	región	porcentaje	fecha
Interés RBA	Australia	2,500 %	06-08-2013
Interés BACEN	Brasil	10,000 %	27-11-2013
Interés BOC	Canadá	1,000 %	08-09-2010
Interés PBC	China	6,000 %	06-07-2012
Interés FED	Estados Unidos	0,250 %	16-12-2008
Interés BCE	Europa	0,250 %	07-11-2013
Interés BoE	Gran Bretaña	0,500 %	05-03-2009
Interés BoJ	Japón	0,100 %	05-10-2010
Interés CBR	Rusia	8,250 %	14-09-2012
Interés SARB	Sudáfrica	5,000 %	19-07-2012

IPC US últimos meses

período	inflación
octubre 2013	0,964 %
septiembre 2013	1,185 %
agosto 2013	1,518 %
julio 2013	1,961 %
junio 2013	1,754 %
mayo 2013	1,362 %
abril 2013	1,063 %
marzo 2013	1,474 %
febrero 2013	1,978 %
enero 2013	1,595 %

IPC US últimos años

período	inflación
octubre 2013	0,964 %
octubre 2012	2,162 %
octubre 2011	3,525 %
octubre 2010	1,172 %
octubre 2009	-0,183 %
octubre 2008	3,655 %
octubre 2007	3,536 %
octubre 2006	1,305 %
octubre 2005	4,348 %
octubre 2004	3,189 %

Los activos totales en el balance de la FED han crecido de manera notoria desde el inicio de la crisis, sobre todo desde septiembre de 2008; a principios de ese mes los activos sumaban 905 billones (en la nomenclatura estadounidense), a mediados de diciembre llegaron a 2.5 trillones, en noviembre de 2012 a 2.8 trillones y el 13 de diciembre de 2013 a 3.9 trillones de dólares. De esta manera el banco central influye decisivamente en la cantidad de dinero, en su valor, en la capacidad de generar crédito e incidir en la actividad económica. Las dos gráficas que siguen muestran, primero, el aumento de los activos totales en el balance y su participación en el producto interno

bruto de ese país pues ha pasado de poco más de 8% en septiembre de 2008 a 24% en diciembre de 2013.

Activos totales de la FED
Enero 8, 2007 – diciembre 13, 2013

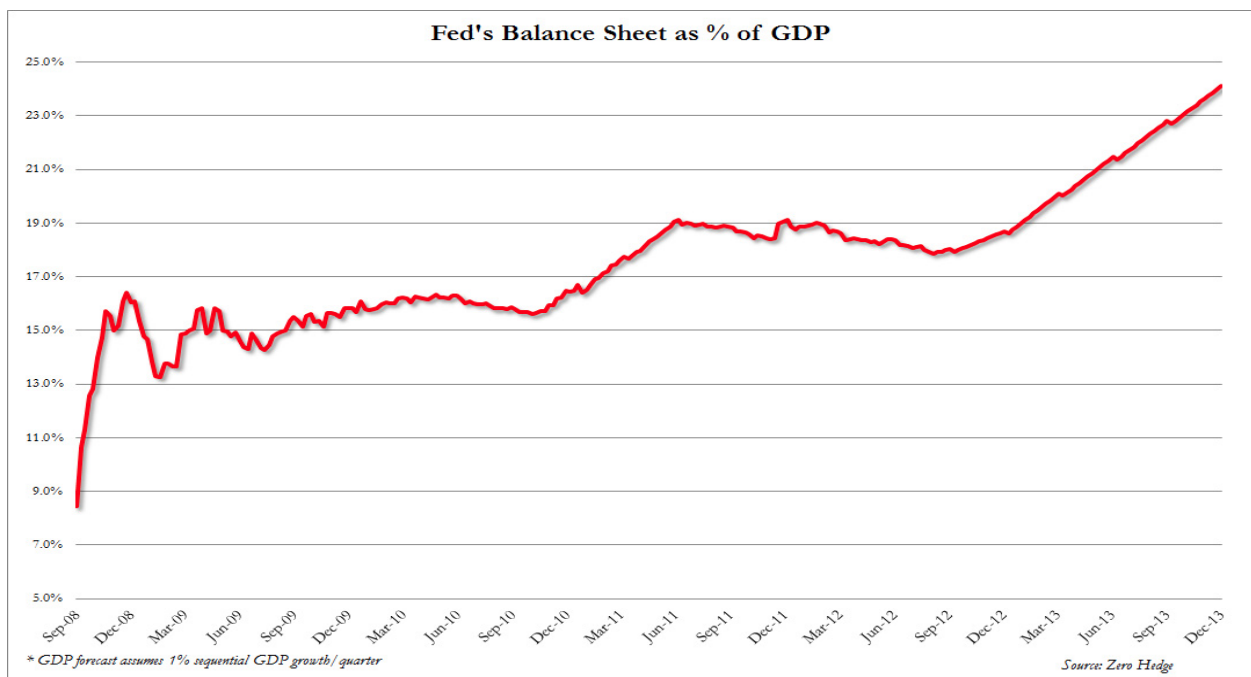
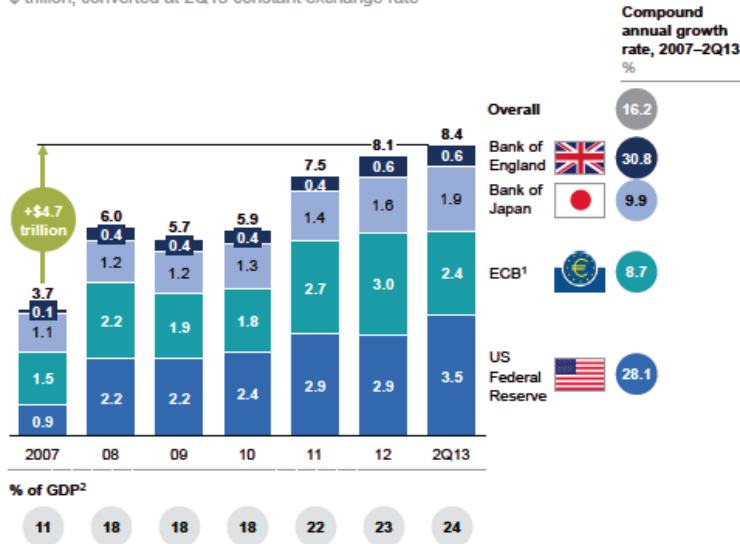


Exhibit 2

Central bank balance sheets in the United States, the United Kingdom, the Eurozone, and Japan have expanded by \$4.7 trillion since 2007

Total assets on central bank balance sheets (end-of-period values)

\$ trillion, converted at 2Q13 constant exchange rate



1 European Central Bank; excludes gold and foreign currency.

2 Total assets as share of combined GDP.

NOTE: Numbers may not sum due to rounding.

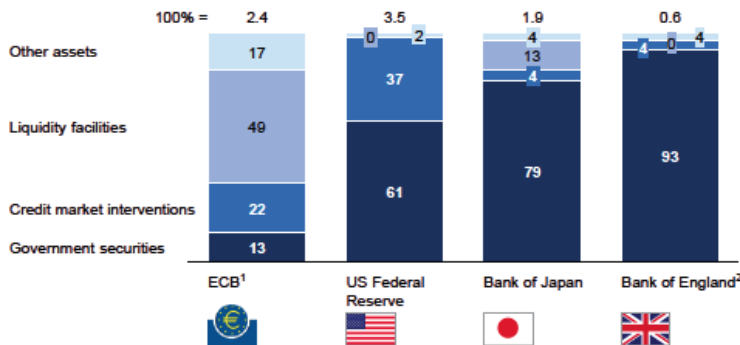
SOURCE: US Federal Reserve; European Central Bank; Bank of England; Bank of Japan; McKinsey Global Institute analysis

Exhibit 3

Central banks have used significantly different tools to achieve financial stabilization and monetary stimulus

Central bank balance sheet assets, 2Q13

% of total balance central bank sheet; \$ trillion



1 Includes Eurozone national central banks and the European Central Bank. Excludes gold and foreign currency holdings.

2 Other assets include assets purchased by the Asset Purchase Facility (subsidiary of the Bank of England).

NOTE: Numbers may not sum due to rounding.

SOURCE: US Federal Reserve; European Central Bank; Bank of England; Bank of Japan; International Monetary Fund; McKinsey Global Institute analysis

La política de compra de activos ha pretendido estimular la demanda agregada al reducir el costo del crédito y elevar las expectativas de inflación. Ha habido bastante resistencia en los mercados y las condiciones recesivas han amainado pero no ceden por completo. En este marco es en el que ocurren los anuncios de la FED para ir acabando con la enorme expansión de sus activos y de la liquidez y, así, normalizar la acción de las tasas de interés en la economía. Estas acciones se han ido posponiendo hasta ahora.

Las políticas monetarias no convencionales provocan efectos macroeconómicos sesgados. Ha acrecentado significativamente la base monetaria, pero no así la oferta de dinero que jala a la demanda agregada; inyecta dinero a los tenedores de activos que se benefician del alza de los precios. La expansión no alcanza a la población en general con mayor propensión a consumir y, además, los priva de un rendimiento sobre sus ahorros, afectados además por los menores ingresos derivados de la recesión y ante una perspectiva de alza de los precios. Esto quiere decir que el *Quantitative Easing* tiene fuertes efectos distributivos³.

Las menores tasas de interés han mejorado las finanzas gubernamentales. A pesar del aumento de los costos que representan los paquetes de salvamento de las instituciones financieras y los estímulos al gasto y los menores ingresos derivados del cobro de impuestos debido al menor nivel de actividad económica, el costo del financiamiento se ha reducido significativamente⁴.

En las empresas no financieras, los intereses de sus pasivos rebasan a los que generan sus activos: en el caso estadounidense el valor de las deudas era del orden de 15 trillones en 2012 y el de los activos que causan intereses de 6 trillones. Las bajas tasas de interés han repercutido de modo favorable en términos netos reduciendo el servicio de la deuda y permitiendo emitir nueva deuda a tasas reducidas. Por el lado de los bancos, el ingreso neto total por intereses creció 85 billones de dólares (28%) entre 2007 y 2012. La diferencia entre los intereses pagados por sus pasivos (depósitos y deuda) y aquellos recibidos por sus activos (préstamos y activos mantenidos en balance), o sea, el margen neto aumentó 63 puntos base en el mismo periodo. Los

³ Biagio Bossone, Unconventional monetary policies revisited, Vox, 4, octubre de 2013. Entre los efectos redistributivos de la expansión monetaria están, por ejemplo: la elevación de los precios de las acciones, de modo que grandes empresas utilizan la liquidez para recomprar sus propios activos con un efecto pequeño en la producción y el empleo. En el caso de las empresas más pequeñas, estas siguen enfrentando restricciones en el crédito. Cuando la expansión aplana la curva de rendimiento, la valoración del riesgo se distorsiona. El capital se destina a usos improductivos. Se tiende a provocar burbujas en los precios de los activos y surgen instrumentos de estructuración de alto riesgo. La permanencia o no de la política no convencional provoca mayor incertidumbre respecto del futuro de las tasas. Finalmente, se destaca la interacción de la expansión monetaria con la política fiscal en un entorno de crecimiento del déficit.

⁴ En el caso de Estados Unidos se estima que el costo efectivo de financiamiento de la deuda gubernamental pasó de 4.8% en 2007 a 2.4% en 2012. Richard Dobbs, et.al. QE and ultra-low interest rates: Distributional effects and risks. Discussion paper. McKinsey Global Institute, noviembre de 2013.

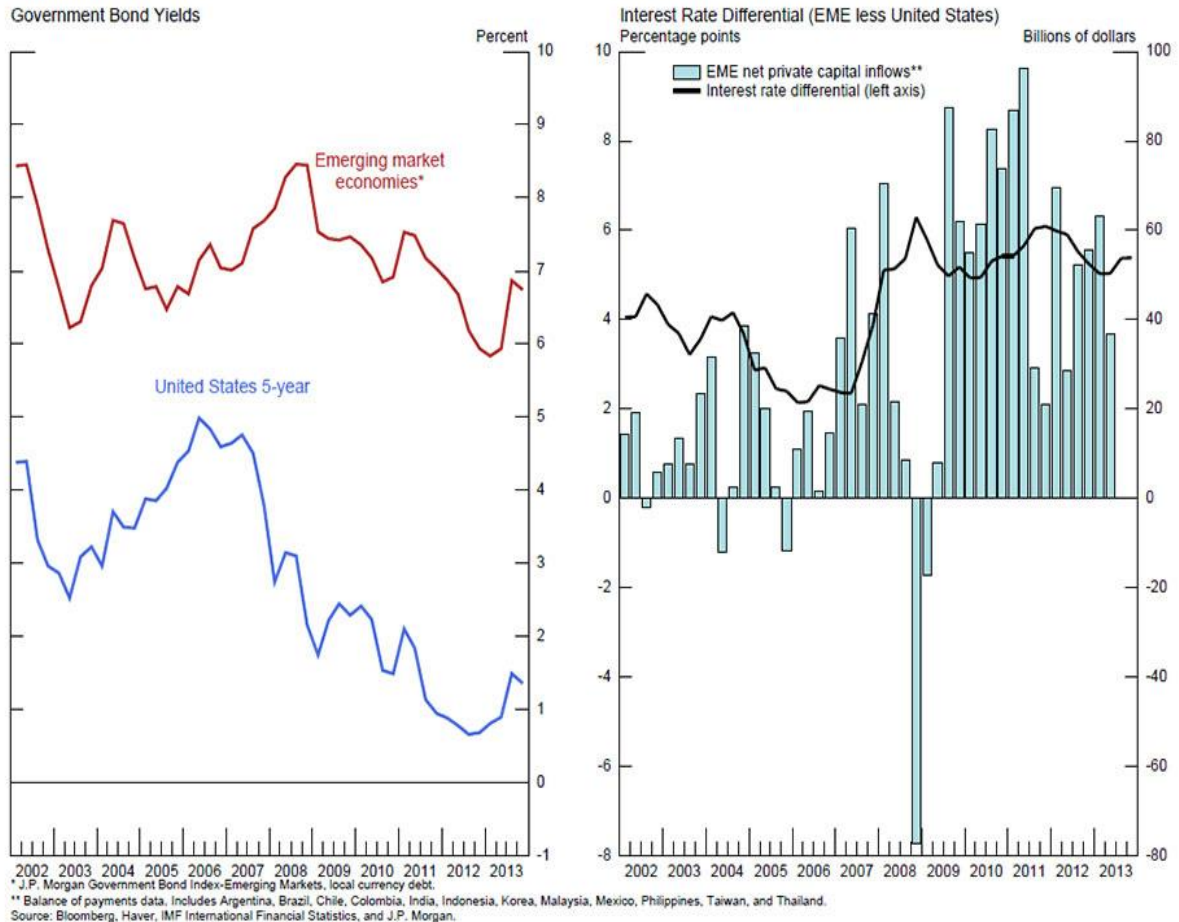
hogares, en cambio, han perdido ingresos netos derivados de intereses. Los activos y pasivos afectados por las menores tasas de rendimiento incluyen depósitos, fondos de mercado de dinero, pólizas de seguros y tenencia de bonos en las cuentas de retiro. En conjunto, los hogares mantienen una mayor cantidad de activos que generan intereses que pasivos. Las bajas tasas han reducido el ingreso por intereses en una mayor proporción de lo que han reducido el pago de servicio de sus deudas. Este efecto agregado, no obstante, cambia al considerar los tipos de hogares, lo que depende de factores demográficos como el perfil de edades y el nivel de los ingresos recibidos. Se estima que en 2012, en Estados Unidos, la pérdida neta de ingresos por intereses de los hogares es del orden de 55 billones, manteniendo los niveles de activos y pasivos de 2007. Los hogares con rangos menores de edad (menor de 45 años) tienden a ser deudores netos y se benefician más de las bajas tasas⁵.

La política monetaria aplicada a partir de la crisis de 2007 en Estados Unidos ha sido señalada como detonadora de flujos de capital a las economías emergentes, lo que expresa la búsqueda de mayores rendimientos por parte de los inversionistas. Esto puede advertirse en la siguiente gráfica que muestra la diferencia en la evolución de los rendimientos de los bonos gubernamentales y le diferencial de tasas de interés en relación con las entradas de capital privado en los países receptores. Esto ha provocado un acomodo de las políticas monetarias y financieras en estos países, en donde los resultados han tenido diferencias perceptibles⁶.

⁵ Ibid.

⁶ Parte de la discusión se ha planteado en los siguientes términos: “Las economías emergentes enfrentan riesgos por la volatilidad de los flujos de capital y su efecto en el movimiento de los precios de los activos. Los ajustes en las políticas monetarias de las economías avanzadas han probablemente contribuido con esos flujos y las presiones sobre los precios y con algunas vulnerabilidades del sistema financiero en algunos mercados emergentes: pero otros factores parecen haber sido aun más relevantes. Así, la expansión monetaria en las economías avanzadas han soportado el crecimiento global beneficiando tanto a esas economías como a las emergentes. Governor Jerome H. Powell, Advanced Economy Monetary Policy and Emerging Market Economies, noviembre 4 de 2013.

Chart 1

Interest Rates and EME Capital Inflows


El reajuste que tendrán que hacer los agentes económicos privados, los gobiernos y los bancos centrales cuando se retraiga la actual política de expansión monetaria será muy grande. También lo será su repercusión en los otros países, por el efecto de los flujos de capitales y la adaptación de las políticas monetarias (tasas de interés) y cambiarias.

Este documento es propiedad de la Unión de Instituciones Financieras Mexicanas A.C., su uso es exclusivo de sus asociados y debe ser tratado como información confidencial. Queda prohibida la copia parcial o total de este documento.