

Política monetaria en Estados Unidos y estabilidad financiera global

Extracto del Reporte de Estabilidad Financiera - Segundo Semestre 2020, Recuadro 1, pp. 8 - 10, Diciembre 2020

Introducción

La importancia de la economía y el sistema financiero de Estados Unidos así como su robustez institucional y su sólido marco macrofinanciero hacen que el dólar y los bonos del Tesoro estadounidense sean la moneda y el activo de referencia mundial. El dólar es el medio de intercambio más utilizado en las transacciones globales, la moneda de reserva y el numerario a nivel internacional, mientras que los bonos del Tesoro de Estados Unidos son usados como referencia para la valoración de otros activos.

Producto de este rol que tienen el dólar y los bonos del Tesoro, la política monetaria de la Reserva Federal (FED) ha sido, desde hace ya mucho tiempo, uno de los factores más importantes en el funcionamiento del sistema financiero global. En este contexto, destaca el cambio de estrategia que recientemente anunció la FED, según el cual su nueva meta de precios sería una inflación promedio de 2% y sus ajustes de política monetaria buscarían mitigar las deficiencias respecto a su nivel de pleno empleo.

En particular, el cambio de estrategia que anunció la FED podría afectar, a través de su impacto en las acciones de política monetaria del Instituto Central, variables macrofinancieras de relevancia para el sistema financiero global. Considerando esto, el presente recuadro revisa distintos canales a través de los cuales las acciones de política monetaria de la FED pueden afectar variables macrofinancieras de relevancia y, con ello, la estabilidad financiera global.

Política monetaria y estabilidad financiera global

Muchos de los canales a través de los cuales el cambio de estrategia de la FED, y en particular sus acciones de política monetaria, pueden afectar la estabilidad financiera global han sido mencionados en las publicaciones de organismos internacionales y documentados en la literatura económica. Algunos de ellos sugieren que las acciones de este instituto central se relacionan con el rendimiento de los activos percibidos como menos riesgosos, las primas por riesgo, el endeudamiento y apalancamiento, así como los flujos de capital y la oferta de financiamiento en otros países.

Rendimiento de activos percibidos como menos riesgosos

Cambios en la tasa de fondos federales pueden incidir en el rendimiento de los bonos del Tesoro estadounidense relativo al de otros activos de bajo riesgo. Este diferencial podría modificar la demanda de estos activos, lo cual podría ser importante para la estabilidad financiera de Estados Unidos y del resto del mundo. Así, por ejemplo, los ajustes ordenados en los mercados de renta fija evitan cambios abruptos en los precios de los activos. Esto, a su vez, evita que disminuya de manera inesperada la liquidez de mercado y que se generen, como consecuencia, problemas de liquidez para los intermediarios financieros.

Primas por Riesgo

Diversos estudios sugieren que las acciones de la FED pueden afectar las primas por riesgo.¹ Borio y Zhu (2012), por ejemplo, destacan que la política monetaria modifica el precio de los activos. Estas revaluaciones pueden afectar los índices de capitalización de los intermediarios financieros y, por tanto, pueden afectar los niveles de los requerimientos regulatorios que enfrentan, modificando a la vez su capacidad para la toma de riesgo y, con ello, las primas correspondientes.

Se ha mencionado también el comportamiento de búsqueda de rendimientos. BIS (2004) y Rajan (2005), entre otros, mencionan que la política monetaria afecta el rendimiento de los activos. Una reducción en el rendimiento de estos activos puede inducir a los intermediarios financieros a la toma de mayores riesgos para recuperar el rendimiento perdido y, con ello, reducir las primas por riesgo.

El comportamiento de las primas por riesgo es importante para la estabilidad financiera global. En particular, es importante que estas primas reflejen lo más fehacientemente posible los riesgos que enfrenta la economía. Una subvaluación de riesgos, con primas muy bajas, podría generar aumentos significativos de morosidad si los riesgos se materializan. Por otra parte, una sobrevaluación de riesgos podría inhibir el otorgamiento de crédito y crear problemas de liquidez.

Endeudamiento y apalancamiento

La literatura argumenta que las condiciones monetarias de las principales economías avanzadas, notablemente las de Estados Unidos, afectan los niveles de endeudamiento y apalancamiento.² Intentando identificar los canales a través de los cuales esto podría ocurrir, algunos trabajos sugieren que las compras de activos de un banco central pueden afectar el endeudamiento de las empresas y los hogares, tanto en el sector bancario como en los mercados de deuda.

En lo que respecta al sector bancario, se ha enfatizado que las compras de activos influyen en el perfil de liquidez de sus contrapartes. El contar con más liquidez puede aumentar la disposición a prestar o relajar las restricciones regulatorias que enfrentan los bancos, por ejemplo, los relacionados al descalce entre la liquidez de sus pasivos y sus activos. Una mayor disposición o capacidad para prestar facilita el endeudamiento de empresas y hogares y, en determinadas circunstancias, aumenta su apalancamiento.³

Respecto a los mercados de deuda, algunos autores mencionan que, cuando los bancos centrales compran activos, aumentan sus precios y pueden incentivar a los inversionistas a la compra de otros activos, en particular, bonos corporativos.⁴ Una mayor demanda de bonos corporativos facilita la emisión de títulos por parte de las empresas, lo cual aumenta su endeudamiento y, en determinadas circunstancias, podría incrementar su apalancamiento.

El endeudamiento y apalancamiento de las empresas y los hogares son variables relevantes para la estabilidad del sistema financiero global. Niveles demasiados elevados de endeudamiento y apalancamiento aumentan la vulnerabilidad del sistema financiero; ya que, cuando las empresas y los hogares están muy endeudados y apalancados, una reversión abrupta en el sentimiento económico que disminuya la oferta de financiamiento puede aumentar su morosidad.

¹Bauer y Rudebush (2014) y Bekaert et al. (2013) encuentran que las acciones de la Fed tienen efectos estadísticamente significativos en las primas por riesgo. Bekaert et al. (2013). Borio y Zhu (2012), Rajan (2005), Dell'Arriccia et al. (2017) y Claessens (2018) destacan el rol de la política monetaria en la toma de riesgos por parte de los bancos.

²FMI (2019) y FMI (2017) destacan que, en un contexto de tasas de interés bajas, las empresas y hogares suelen aumentar su endeudamiento. OECD (2017) sugiere que una postura monetaria acomodaticia genera incentivos para aumentar el apalancamiento de las empresas.

³En un estudio empírico, Kandrak y Schuschle (2017) encuentran que las compras de activos de la FED han aumentado el crecimiento de los préstamos bancarios, y la proporción de créditos más riesgosos. Kuang et al. (2020) muestran que las compras de activos de FED han aumentado los créditos bancarios.

⁴Duca et al. (2016) explican el mecanismo por el cual la compra de activos de la FED facilita la emisión de bonos corporativos. Greenwood et al. (2010) proveen evidencia en el mismo sentido.

Flujos de capital y financiamiento externo

Considerando que el dólar es la moneda de referencia internacional, intermediarios financieros globales y locales de distintos países se fondean en dólares. Como se refleja en la literatura económica, esto implica que las acciones de la FED pueden incidir en los costos de fondeo y márgenes de utilidad de estos intermediarios.⁵

Respecto al caso en el que quienes se fondean en dólares son intermediarios financieros globales, destaca el trabajo de Bruno y Shin (2015a). Estos autores sugieren que cambios en los márgenes de utilidad de los intermediarios financieros globales pueden modificar sus incentivos a prestar, es decir, a otorgar crédito en distintos países, modificando sus flujos de capital.⁶ Por tanto, Bruno y Shin (2015a) mencionan que, al afectar los márgenes de utilidad de intermediarios financieros globales, las acciones de la FED pueden incidir en los flujos de capital y el crédito que reciben de manera indirecta gobiernos, empresas y otros intermediarios financieros en las economías locales.⁷

Respecto al caso en el que quienes se fondean en dólares son intermediarios financieros locales, algunos estudios argumentan que las acciones de la FED podrían modificar sus incentivos a fondearse en el exterior, atraer flujos de capital y usar esos recursos para otorgar crédito en sus países. Es decir, a través de su impacto en las utilidades de intermediarios financieros globales o intermediarios financieros locales, según estos estudios, la política monetaria puede afectar los flujos de capital y la oferta de crédito.⁸

Además, se ha argumentado que las acciones de la FED pueden afectar el crédito en las economías locales a través de su impacto en el balance de los acreditados. Al incidir en el precio del dólar, estas acciones pueden generar reevaluaciones en el valor neto contable de las empresas con posiciones abiertas en dicha moneda. Debido a que el valor neto contable de una empresa determina, en parte, su capacidad para obtener financiamiento, esta revaluación podría afectar dicha capacidad y, por tanto, el crecimiento del crédito en distintos países.⁹

En definitiva, como mencionan Miranda-Agrippino y Rey (2015), la relación entre los flujos de capital y las condiciones financieras de las economías locales puede ocurrir a través de varios canales. Esto es importante para la estabilidad financiera, particularmente en las economías emergentes. En estas economías, los flujos de capital son importantes determinantes del financiamiento y el tipo de cambio, por lo cual la estabilidad en los flujos de fondo evita disrupciones en la oferta de crédito y liquidez, así como depreciaciones abruptas que pudieran reducir el valor del capital de los intermediarios financieros y los acreditados. Más aún, como sugieren los estudios recientes relacionados a la hipótesis del ciclo financiero global, factores globales, como la política monetaria de los principales centros financieros del mundo, han venido ganando importancia en la determinación de los flujos de capital, volviéndose considerablemente más relevantes con el avance secular de la integración financiera global.¹⁰

Referencias

Adrian, T., Estrella, A., y Shin, H. S. (2019). *“Risk-taking channel of monetary policy.”* Financial Management, 48(3), 725-738.

⁵ Véase Adrian et al. (2019) y Bruno y Shin (2015a) los estudios citados en las notas 2, 6, 7 y 8.

⁶ Véase Bruno y Shin (2015a).

⁷ Sin ser específico acerca del impacto sobre los márgenes, Cecchetti et al. (2020) muestra que una política monetaria más expansiva en Estados Unidos aumenta el endeudamiento y el apalancamiento de los bancos en otros países.

⁸ Bruno y Shin (2015b) muestran que fluctuaciones en el valor del dólar influyen en la capacidad para tomar prestado de los bancos locales que se fondean en esta moneda. Kolgstrup y Tille (2018) señalan que la sensibilidad de los flujos de capital a factores globales depende del endeudamiento de los bancos locales en dólares. Albrizio et al. (2019) encuentran evidencia a favor del canal internacional de crédito para la política monetaria de Estados Unidos.

⁹ Véase Bruno y Shin (2015 a y b). Lane et al. (2014) mencionan que los flujos de capital pueden transmitirse a hogares y empresas locales a través de la intermediación de los bancos locales o directamente en los mercados financieros globales.

¹⁰ Véase Miranda-Agrippino (2015) y Rey (2015). Menna y Tobal (2018) documentan la importancia del ciclo financiero global para México. Véase también Recuadro 3 en el Reporte de Estabilidad Financiera enero-junio 2019 publicado por el Banco de México, p. 34.

- Albrizio, S., Choi, S., Furceri, D., y Yoon, C. (2019). *“International bank lending channel of monetary policy.”* International Monetary Fund.
- Bauer, M., y Rudebusch, G. D. (2014). *“The signaling channel for Federal Reserve bond purchases.”* International Journal of Central Banking.
- Bekaert, G., Hoerova, M., y Duca, M. L. (2013). *“Risk, uncertainty and monetary policy”*. Journal of Monetary Economics, 60(7), 771-788.
- BIS (Bank of International Settlements). (2004). 74th Annual Report (Junio).
- Borio, C., y Zhu, H. (2012). *“Capital regulation, risk-taking and monetary policy: a missing link in the transmission mechanism?”* Journal of Financial stability, 8(4), 236-251.
- Bruno, V., y Shin, H. S. (2015a). *“Capital flows and the risk-taking channel of monetary policy.”* Journal of Monetary Economics, 71, 119-132.
- Bruno, V., & Shin, H. S. (2015b). *“Cross-border banking and global liquidity.”* The Review of Economic Studies, 82(2), 535-564.
- Cecchetti, S. G., Mancini-Griffoli, T., Narita, M., y Sahay, R. (2020). *“US or Domestic Monetary Policy: Which Matters More for Financial Stability?”* IMF Economic Review, 68(1), 35-65.
- Claessens, S., Coleman, N., y Donnelly, M. (2018). *“Low-For-Long” interest rates and banks’ interest margins and profitability: Crosscountry evidence.”* Journal of Financial Intermediation, 35, 1-16.
- Dell’Ariccia, G., Laeven, L., y Suarez, G. A. (2017). *“Bank leverage and monetary policy’s risk-taking channel: evidence from the United States.”* the Journal of Finance, 72(2), 613-654.
- Duca, M. L., Nicoletti, G., y Martinez, A. V. (2016). *“Global corporate bond issuance: what role for US quantitative easing?”* Journal of International Money and Finance, 60, 114-150.
- FMI (Fondo Monetario Internacional), (2017). *“Global Financial Stability Report. Is growth at risk?”* (Octubre).
- FMI (Fondo Monetario Internacional), (2019). *“Global Financial Stability Report. Lower for longer”* (Octubre).
- Greenwood, R., Hanson, S., y Stein, J. C. (2010). *“A gap-filling theory of corporate debt maturity choice.”* The Journal of Finance, 65(3), 993-1028.
- Kandrac, J., y Schlusche, B. (2017). *“Quantitative Easing and Bank Risk Taking: Evidence from Lending”* (No. 2017-125). Board of Governors of the Federal Reserve System (US).
- Krogstrup, S., y Tille, C. (2018). *“Foreign currency bank funding and global factors.”* International Monetary Fund.
- Kuang, C., Yang, J., y Zhu, W. (2020). *“Quantitative Easing and Bank Lending: The Liquidity Channel.”* Available at SSRN 3554009.
- Lane, P. R., y McQuade, P. (2014). *“Domestic credit growth and international capital flows.”* The Scandinavian Journal of Economics, 116(1), 218-252.
- Menna, L., y Tobal, M. (2018). *“Financial and price stability in emerging markets: the role of the interest rate”* (No. 717). Bank for International Settlements.
- Miranda-Agrippino, S., y Rey, H. (2015). *“US monetary policy and the global financial cycle”* (No. w21722). National Bureau of Economic Research.
- OECD (2017), *“OECD Economic Outlook”* Volume 2017 Issue 2, OECD Publishing, Paris, https://doi.org/10.1787/eco_outlookv2017-2-en.
- Rajan, R. G. (2005). *“Has Financial Development Made the World Riskier?”* (No. w11728). National Bureau of Economic Research.

Rey, H. (2015). "Dilemma not trilemma: the global financial cycle and monetary policy independence" (No. w21162). National Bureau of Economic Research.