



CAPÍTULO 2: LA POLÍTICA MONETARIA Y EL AVANCE DEL FINANCIAMIENTO NO BANCARIO

RESUMEN

La estructura de los mercados financieros está cambiando considerablemente. La constante innovación financiera, el deterioro de los balances bancarios tras la crisis financiera, la evolución de los modelos de negocio y una regulación bancaria más estricta son todos factores que han impulsado una marcada reorientación de los préstamos bancarios hacia la emisión de bonos. Esto ha realzado la función que desempeñan las instituciones no bancarias; es decir, las compañías de seguros, los fondos de pensiones y los administradores de activos. Las instituciones no bancarias son muy importantes para la intermediación financiera en Estados Unidos, y su importancia ha crecido significativamente en Europa y en algunas economías de mercados emergentes.

El avance del financiamiento no bancario, ¿le ha restado potencia a la política monetaria? Hay quienes sostienen que el impacto de las medidas de política monetaria en la actividad económica ha disminuido porque uno de los canales de transmisión que tradicionalmente desempeñan un papel crítico —los préstamos bancarios— ha perdido importancia. En teoría, las instituciones no bancarias pueden atenuar o amplificar la transmisión de la política monetaria. Por un lado, pueden proceder a prestar en lugar de los bancos si su costo de financiamiento no se ve tan afectado como el de los bancos por los cambios de la política monetaria, o si no se encuentran sujetas a las mismas restricciones regulatorias; de esa manera, podrían atenuar la transmisión de la política monetaria. Por otra parte, las instituciones no bancarias pueden amplificar dicha transmisión si su apetito de riesgo es más sensible a los cambios de la política monetaria. Este capítulo explora este territorio importante pero relativamente desconocido, comenzando con un esbozo de un marco conceptual y pasando luego a examinar los datos empíricos mediante análisis novedosos.

El capítulo determina que, en la práctica, la creciente importancia de las instituciones no bancarias para la intermediación financiera ha reforzado la transmisión de la política monetaria durante los últimos 15 años. La potencia de la política monetaria parece haber aumentado en diversos países y, en promedio, parece ser más pronunciada en los países con sectores financieros no bancarios más extendidos. Al igual que los bancos, las instituciones no bancarias comprimen los balances cuando la política monetaria se endurece y, en general, los intermediarios financieros no bancarios los comprimen más que los bancos. Este comportamiento se debe en parte al efecto de la política monetaria en la asunción de

riesgos, especialmente en el sector de la gestión de activos. En consecuencia, los rendimientos de los bonos y las primas por riesgo fluctúan, lo cual afecta al costo del endeudamiento y la actividad real. Por ende, la composición del sector financiero no bancario es importante para la transmisión de la política monetaria.

El papel creciente de las instituciones no bancarias implica que la conducción de la política monetaria tendrá que seguir adaptándose a la evolución del mecanismo de transmisión. Es necesario recalibrar continuamente las dosis y los plazos de las medidas de política monetaria, a medida que vayan cambiando su impacto y la velocidad de sus efectos. Por ejemplo, a medida que aumenta la importancia relativa del canal de la asunción de riesgos, pueden acelerarse y profundizarse los efectos de los cambios de la política monetaria en la economía real. Aunque ese no es el tema central de este capítulo, es probable que los cambios del marco regulatorio influyan en la potencia de la transmisión de la política monetaria, ya que algunas de las diferencias entre la respuesta de las instituciones bancarias y las no bancarias a los shocks monetarios son producto de diferencias entre sus regímenes regulatorios.

Los efectos de la política monetaria en la estabilidad financiera están cobrando más importancia. Por ejemplo, las medidas de política monetaria probablemente tengan consecuencias más profundas para la solidez financiera de los bancos y las instituciones financieras no bancarias porque el canal de la asunción de riesgos parece ser un mecanismo cada vez más determinante de la respuesta de los intermediarios financieros. Esto apunta a la necesidad de una vigilancia más cuidadosa por parte de las autoridades prudenciales y regulatorias.

La política monetaria debe tener en cuenta el tamaño y la composición de los balances de los principales intermediarios financieros para evaluar mejor los cambios del apetito de riesgo de las instituciones financieras. Dado el crecimiento del sector financiero no bancario, la información consignada en los balances de las instituciones no bancarias puede tener un grado de utilidad igual o mayor que los indicadores tradicionales de los agregados monetarios. Por ejemplo, el apalancamiento y los cambios de apalancamiento de los *broker-dealers* y el total de activos gestionado por los fondos de bonos pueden informar la política monetaria. En este contexto, es esencial eliminar las lagunas de datos sobre las instituciones no bancarias.