

# Uso del Balance y Programas de Provisión de Liquidez en Bancos Centrales de Economías Emergentes

---

Extracto del Informe Trimestral Julio - Septiembre 2020, Recuadro 2, pp. 19-23, Noviembre 2020

## Introducción

---

La pandemia de COVID-19 y sus afectaciones sobre la actividad económica y sus perspectivas han tenido repercusiones significativas sobre los mercados financieros de las economías emergentes (EMEs). En particular, la aversión al riesgo entre los inversionistas aumentó significativamente durante marzo y abril, lo que condujo a incrementos súbitos en las tasas de interés y primas de riesgo, así como a salidas de capital y depreciaciones cambiarias significativas (Ver Recuadro 8 “Evolución del Riesgo Soberano de Economías Emergentes”). En este contexto, en diversos mercados se registró una menor liquidez y un deterioro en las condiciones de operación.

Ante este escenario, los bancos centrales de EMEs adoptaron diversas acciones de política. Además de reducir su tasa de referencia, implementaron medidas para proveer liquidez a los mercados financieros, tales como el interbancario, cambiario, y los de valores gubernamentales y corporativos, así como para fortalecer el canal de crédito. En adición a las medidas tradicionales de provisión de liquidez, entre las cuales destacan las operaciones de reporto, en esta ocasión algunos bancos centrales de EMEs también realizaron compras de activos financieros.

Cabe destacar que ambas medidas tienen efectos sobre el tamaño del balance de los bancos centrales. En este recuadro se analizan algunas implicaciones de las operaciones que han realizado los bancos centrales en EMEs, y los principales contrastes respecto de las realizadas por las economías avanzadas. Al respecto, se describen los tipos de programas de uso de balance, provisión de liquidez y compras de activos que han llevado a cabo las autoridades monetarias en EMEs, así como los riesgos que estos implican. Finalmente, se destaca el caso de México y su respuesta de política ante la menor liquidez y deterioro en las condiciones de operación de diversos mercados financieros.

## Uso del balance de los bancos centrales

---

En general, los bancos centrales pueden aumentar sus balances por dos razones. En primer término, debido a la adopción de medidas para proveer liquidez en periodos de elevada aversión al riesgo. En segundo término, como resultado de la implementación de medidas de relajamiento cuantitativo.<sup>1</sup>

Profundizando en la primera de estas razones, es importante destacar que, en general, los bancos centrales desde sus inicios han recurrido a medidas para proveer liquidez a los mercados financieros en periodos de elevada volatilidad. Ello para procurar que no se interrumpa el proceso de intermediación financiera y evitar una contracción del crédito. Lo anterior en congruencia con el papel de prestamista de última instancia que los bancos centrales han tenido desde su creación. Cabe señalar que estas instituciones históricamente han regulado la liquidez en los mercados financieros a través de diversos tipos de operaciones, como los reportos. Ante los

---

<sup>1</sup> De acuerdo con Rudebusch (2018) existen dos características que definen a un programa de relajamiento cuantitativo: el incremento en la hoja de balance del banco central y la compra de activos de largo plazo, con el objeto de relajar las condiciones financieras y proveer así un estímulo monetario adicional.

choques derivados de la pandemia del COVID-19, en adición a estas medidas, diversos bancos centrales de EMEs también han recurrido a compras de activos.

Al respecto, es pertinente distinguir entre las compras de activos y las operaciones de provisión de liquidez como los reportos. En particular, estas últimas se refieren a operaciones de financiamiento con colateral, donde el reportador otorga financiamiento de corto plazo al reportado y obtiene como colateral la propiedad temporal de títulos de crédito. Asimismo, se obliga a transferir al reportado la propiedad de otros tantos títulos de la misma especie en el plazo convenido en el que este último liquide el financiamiento pactado con el reportador. En estas operaciones los riesgos de crédito y de mercado son muy reducidos. En contraste, las compras de activos financieros por parte de los bancos centrales son operaciones que impactan con mayor permanencia el balance de las instituciones y en el que se asume el riesgo de crédito y de mercado de los títulos adquiridos. Adicionalmente, como se describe más adelante, a través de estas compras, el banco central puede estar financiando de manera directa o indirecta al sector público o privado, asumiendo riesgos de crédito y de tasas de interés. Además, las compras de bonos gubernamentales pudieran eventualmente desembocar en una situación de dominancia fiscal.

Las medidas de relajamiento cuantitativo que han adoptado los bancos centrales de economías avanzadas, como la Reserva Federal de Estados Unidos, el Banco Central Europeo y el Banco de Japón, entre otros, se han caracterizado por la adquisición de activos con la finalidad de estimular la toma de riesgos y el financiamiento en sus economías. Lo anterior en un entorno donde la inflación y sus expectativas se caracterizan por haber permanecido persistentemente por debajo de sus metas por un periodo prolongado, mientras que las tasas de referencia de estos bancos centrales se ubican en su límite inferior efectivo o muy cerca del mismo (el denominado “effective lower bound”). Ello debido a que en ese punto no es posible proveer un mayor estímulo monetario mediante medidas convencionales, a través de reducciones en la tasa de referencia (Bernanke, 2000).

En este contexto, ante los choques desinflacionarios asociados con la pandemia de COVID-19, que se agregan a otra serie de factores que mantenían presionada a la inflación a la baja, estas instituciones han vuelto a poner en marcha programas de compras de activos financieros, buscando reducir las tasas de interés de mediano y largo plazo para apoyar a la demanda agregada. Cabe recordar que en respuesta a la crisis financiera global de 2008-2009, estas instituciones ya habían recurrido a este tipo de medidas.

## Programas de liquidez y compras de activos de EMEs

---

En la Tabla 1 se presenta un resumen de las características principales de los programas ya sean de provisión de liquidez o de compras de activos que recientemente han implementado los bancos centrales de diversas EMEs. En cuanto a los objetivos que se persiguen con estos programas, las autoridades monetarias han manifestado que buscan proveer liquidez y estabilizar el funcionamiento de los mercados financieros, como el interbancario y los de valores gubernamentales y corporativos. Aunado a lo anterior, algunos bancos centrales también han externado que las compras de activos tienen como propósito fortalecer el mecanismo de transmisión de la política monetaria. Ello fue manifestado por los bancos centrales de Chile, Hungría, Israel y Polonia. Por su parte, en los casos de Filipinas e Indonesia, sus bancos centrales han manifestado que los programas de compras de bonos de gobierno buscan relajar las condiciones financieras que enfrentan las finanzas públicas.<sup>2</sup>

---

<sup>2</sup> En el caso de Filipinas, “Los fondos generados [por el programa de compras de bonos de gobierno] serán utilizados para apoyar a los programas del Gobierno Nacional con el objeto de atender el impacto de la enfermedad del coronavirus 2019 (COVID-19)” (comunicado de prensa del 22 de marzo de 2020, Banco Central de Filipinas). Respecto del caso de Indonesia, las compras de bonos buscan “apoyar el financiamiento de la respuesta pública con el fin de atender el impacto del COVID-19 sobre la estabilidad del sistema financiero” (comunicado de prensa del 1 de abril de 2020, Banco Central de Indonesia).

**Tabla 1**
**Programas de liquidez y compras de activos de EMEs**

a) Características de los Programas de Compras de Activos por parte de los Bancos Centrales de Economías Emergentes

b) Medidas Adicionales de Provisión de Liquidez por parte de los Bancos Centrales de Economías Emergentes

País	Objetivos			Tipo de activo			Mercado <sup>2/</sup>	País	Operaciones de reporto	Requerimientos de reservas	Préstamos a instituciones financieras	Ventanilla de liquidez	Línea Swaps	Otras
	Proveer liquidez / estabilizar el mercado doméstico de bonos	Facilitar el mecanismo de transmisión de política monetaria	Financiamiento al gobierno	Bonos privados	Bonos de gobierno	Otros <sup>1/</sup>								
Chile	✓	✓		✓		✓	II	Chile	✓			✓	✓	
Colombia	✓			✓	✓		II	Colombia	✓	✓		✓	✓	✓ <sup>3/</sup>
Corea del Sur	✓				✓		II	Corea del Sur	✓		✓	✓	✓	✓ <sup>4/</sup>
Costa Rica	✓				✓		II	Costa Rica		✓		✓		✓ <sup>5/</sup>
Filipinas	✓		✓		✓		I / II	Filipinas	✓	✓				
Hungría	✓	✓		✓	✓	✓	I / II	Hungría	✓	✓	✓			✓ <sup>6/</sup>
India	✓				✓		II	India	✓	✓		✓		
Indonesia	✓		✓		✓		I / II	Indonesia	✓	✓	✓			
Israel	✓	✓		✓	✓		II	Israel	✓		✓			✓ <sup>7/</sup>
Malasia	✓				✓		II	Malasia	✓	✓		✓	✓	✓ <sup>8/</sup>
México								México	✓	✓	✓	✓	✓	✓ <sup>9/</sup>
Polonia	✓	✓			✓		II	Polonia	✓	✓	✓			✓ <sup>10/</sup>
Rumania	✓				✓		II	Rumania	✓			✓	✓	
Sudáfrica	✓				✓		II	Sudáfrica	✓			✓		✓ <sup>11/</sup>
Tailandia	✓			✓	✓		II	Tailandia				✓	✓	✓ <sup>12/</sup>
Turquía	✓			✓	✓		II	Turquía	✓		✓	✓	✓	✓ <sup>13/</sup>

Nota: Los bancos centrales anunciaron el inicio de sus programas de compras de activos en las siguientes fechas: 16 de marzo en Chile, 23 de marzo en Colombia, 9 de abril en Corea del Sur, 27 de octubre en Costa Rica, 22 de marzo en Filipinas, 7 de abril en Hungría, 18 de marzo en India, 1 de abril en Indonesia, 23 de marzo en Israel, 25 de marzo en Malasia, 17 de marzo en Polonia, 20 de marzo en Rumania, 25 de marzo en Sudáfrica, 22 de marzo en Tailandia y 31 de marzo en Turquía.

1/ El Banco Central de Chile incluyó en su programa de compra de activos a bonos emitidos por el mismo banco central. El Banco Central de Hungría incluyó la compra de bonos respaldados por hipotecas y activos de deuda garantizados por el gobierno. 2/ Se refiere al mercado primario (I) o al mercado secundario (II). En el caso del Banco Central de Hungría, las compras en el mercado primario se refieren a los bonos respaldados por hipotecas. 3/ Operaciones cambiarias. 4/ Disminución de requerimientos de liquidez cambiaria; reducción de requisitos de colateral; ampliación de instrumentos permitidos como colateral. 5/ Reducción en la tasa de interés de depósitos a un día; relajamiento en los requisitos exigibles a los bancos para el otorgamiento de crédito. 6/ Eliminación del nivel objetivo de liquidez en el sector bancario. 7/ Reducción en requerimientos de capital a los bancos. 8/ Uso de activos de gobierno para cumplir con los requerimientos de reserva. 9/ Ampliación de títulos elegibles para operaciones de coberturas cambiarias y operaciones de crédito en dólares; ampliación del programa de coberturas cambiarias en dólares. 10/ Deregulación de un requerimiento de capital especial para reducir el riesgo sistémico. 11/ Reducción temporal en los requisitos de capital bancario; aumento en el tamaño y extensión del vencimiento de los instrumentos de refinanciamiento. 12/ Reducción de contribuciones al Fondo de Desarrollo de Instituciones Financieras. 13/ Aceptación de títulos respaldados por activos e hipotecas.

Fuente: Banco de México con información oficial de los Bancos Centrales y del Fondo Monetario Internacional.

La mayoría de los bancos centrales que han recurrido a programas de este tipo se han enfocado principalmente en la compra de bonos del gobierno. Sin embargo, algunos bancos centrales también han recurrido a la compra de bonos corporativos. Finalmente, por lo general las compras de activos referidas se han llevado a cabo en los mercados secundarios de deuda. De los países considerados, solamente los bancos centrales de Filipinas, Indonesia y Hungría han optado por adquirir activos no solo en los mercados secundarios, sino también en los primarios.

Los programas recientes de compras de activos de bancos centrales de EMEs y las medidas no convencionales de relajamiento cuantitativo (QE) de sus contrapartes en economías avanzadas, se diferencian en cuanto a los objetivos que se persiguen. En el caso de las autoridades monetarias de EMEs, como se mencionó, estas han procurado, principalmente, proveer liquidez y estabilizar sus mercados financieros, mientras que los bancos

centrales de economías avanzadas, como se mencionó previamente, han recurrido a compras de activos para proporcionar un estímulo monetario adicional.

Aunado a lo anterior, también podemos hacer una distinción entre las condiciones prevalecientes en economías avanzadas y emergentes previas al anuncio de las compras de activos. Si bien algunas EMEs ya enfrentaban una brecha de inflación negativa previo a la pandemia, sus expectativas de inflación de largo plazo se ubicaban, por lo general, alrededor de las metas de inflación de sus bancos centrales (Tabla 2). En cuanto a sus tasas de referencia, en algunos casos estas ya se encontraban relativamente cerca de su límite inferior efectivo. Por ejemplo, en febrero de 2020, la tasa de referencia de los bancos centrales de Chile, Corea del Sur, Hungría, Israel, Polonia y Tailandia se ubicó en niveles similares o inferiores a un rango de entre 1.50% y 1.75%, intervalo en el que también se encontraba la tasa de fondos federales de la Reserva Federal en ese momento. Sin embargo, el resto de los bancos centrales tenían tasas de política monetaria mayores, observándose heterogeneidad en sus niveles. Así, las condiciones iniciales en que se encontraban las EMEs previo a la pandemia eran marcadamente heterogéneas entre sí y con diferencias significativas respecto de las prevalecientes en las economías avanzadas.

**Tabla 2**  
**Condiciones Macroeconómicas Iniciales, Febrero del 2020**

País	Tasa de política monetaria	Objetivo de inflación	Brecha de inflación <sup>1/</sup>	Expectativas de inflación de largo plazo <sup>2/</sup>	Diferencia entre expectativa de largo plazo y objetivo de inflación
Chile	1.75%	3.0%	0.89%	3.00%	0.00%
Colombia	4.25%	3.0%	0.72%	3.04%	0.04%
Corea del Sur	1.25%	2.0%	-0.94%	2.00%	0.00%
Costa Rica	2.25%	3.0%	-1.18%	3.00%	0.00%
Filipinas	3.75%	3.0%	-0.40%	3.00%	0.00%
Hungría	0.90%	3.0%	1.37%	3.00%	0.00%
India	5.15%	4.0%	2.58%	3.97%	-0.03%
Indonesia	4.75%	3.0%	-0.02%	2.98%	-0.02%
Israel	0.25%	2.0%	-1.90%	2.00%	0.00%
Malasia <sup>3/</sup>	2.75%	-	-	2.29%	-
México	7.00%	3.0%	0.70%	3.50%	0.50%
Polonia	1.50%	2.5%	2.16%	2.85%	0.35%
Rumania	2.50%	2.5%	0.54%	2.55%	0.05%
Sudáfrica	6.25%	4.5%	0.05%	5.30%	0.80%
Tailandia	1.00%	2.5%	-1.76%	2.00%	-0.50%
Turquía	10.75%	5.0%	7.37%	11.00%	6.00%

<sup>1/</sup> Se refiere a la diferencia entre la inflación general observada y la inflación objetivo.

<sup>2/</sup> Pronósticos de inflación anual promedio para el año 2024 del WEO *IMF* Octubre 2019. Para México son las correspondientes a la Encuesta Citibanamex de Expectativas del 05 de noviembre del 2020.

<sup>3/</sup> No cuenta con un esquema de objetivos de inflación.

Fuente: Banco de México con información del Banco Central de Costa Rica, Citibanamex, Haver Analytics y el Fondo Monetario Internacional.

## Retos para los bancos centrales de EMEs

A diferencia de las operaciones que realizan los bancos centrales de EMEs para proveer liquidez en los mercados financieros, la adopción de programas de compras de activos conlleva riesgos para estas autoridades.<sup>3</sup> En primer término, la implementación de dichos programas puede conducir a un debate sobre la conveniencia de que las autoridades monetarias financien directa o indirectamente a los gobiernos de sus países. Por consiguiente, podría generarse la percepción de que dichos programas pudieran propiciar una situación de financiamiento

<sup>3</sup> Ante los riesgos asociados con las compras de activos, los bancos centrales de EMEs por lo general enfrentan restricciones legales para la realización de dichas transacciones (BID, 2020).

monetario del déficit público y una eventual situación de dominancia fiscal, con la consecuente pérdida de independencia de las autoridades monetarias. Lo anterior cobra especial importancia al considerar que, en el pasado reciente, diversas EMEs experimentaron episodios de inflación elevada asociados con desbalances fiscales, mismos que en algunos casos fueron financiados con emisión monetaria. En general, estas preocupaciones son menores en el caso de economías avanzadas de importancia sistémica cuyas monedas son activos de reserva, que suelen ser ahorradores netos en el exterior y adicionalmente cuentan con un marco institucional más sólido.

En segundo término, los programas de compras de activos adoptados en las economías avanzadas buscan propiciar un aumento en la inflación a través de estimular la demanda agregada. En contraste, en las EMEs las compras de activos pueden acelerar a la inflación y sus expectativas pero por una vía distinta, la pérdida de confianza en el ancla nominal de la economía y en el poder adquisitivo de la moneda nacional. Este riesgo es mayor si se considera que muchas EMEs aún están en el proceso de consolidar cabalmente un entorno de inflación baja y estable.

Un tercer riesgo se asocia a las compras de activos privados por parte de los bancos centrales, mismos que pueden enfrentar cuestionamientos sobre la selección de los activos elegibles para los programas, el precio de compra acordado, así como sobre el posible financiamiento directo que se le otorgaría al sector privado y el riesgo crediticio y de tasas de interés que podrían estar asumiendo en sus balances. Cabe destacar que ante el historial de crisis financieras en estas economías y dados los costos que, en su momento, tuvieron los programas de rescate adoptados, podría generarse la percepción de que los bancos centrales absorberían pérdidas del sector privado. Esto lleva a una serie de reflexiones sobre la incidencia de estos programas entre la población y la idoneidad del uso de recursos para estos fines.

Así, la implementación de este tipo de compras depende de las condiciones particulares que enfrenta cada economía y no puede considerarse como una estrategia aplicable al caso de todas las EMEs.

## Consideraciones sobre el caso de México

---

Ante las afectaciones en los mercados financieros nacionales, el Banco de México adoptó medidas para promover un comportamiento ordenado de los mercados financieros, fortalecer los canales de otorgamiento de crédito y proveer liquidez para el sano desarrollo del sistema financiero.

En particular, el banco central abrió nuevas ventanillas y amplió algunas ya existentes a través de la reducción de su costo y de la admisión de una gama más amplia de garantías.<sup>4</sup> Dichas medidas comprenden operaciones que la Ley de Banco de México le faculta realizar, lo anterior considerando las restricciones y condiciones legales a las que el Instituto Central se encuentra sujeto para llevar a cabo operaciones de compras de activos.<sup>5</sup> Así, en su respuesta de política, el Instituto Central ha seguido dos principios fundamentales: i) proveer liquidez mediante diversas facilidades de operaciones contra colateral de alta calidad (e.g. reportos) y ii) no absorber pérdidas, o minimizar el riesgo de que estas se presenten. Estos principios están relacionados en la medida en que las facilidades referidas no están enfocadas en la compra de activos, sino en la provisión de liquidez contra colateral de calidad, lo que, en efecto, limita el riesgo de pérdidas. Asimismo, es importante destacar que las

---

<sup>4</sup> Para una descripción de las medidas adoptadas por el Banco de México ver el Recuadro 7 del Informe Trimestral Enero-Marzo 2020 "Políticas Económicas Consideradas en México para Enfrentar el Panorama Adverso Generado por la Pandemia de COVID-19".

<sup>5</sup> Es pertinente aclarar las restricciones y condiciones legales a las que el Banco de México está sujeto para realizar operaciones de compra de activos. Principalmente, los artículos 3, 7, 8, 9, 11, 14 a 16 y 63 de la Ley del Banco de México establecen el régimen aplicable. En esencia, el Instituto Central está facultado para adquirir valores emitidos solo por el Gobierno Federal, en tanto ello no represente un financiamiento otorgado a este, así como por las instituciones de crédito, además de otros valores extranjeros calificados. Con respecto a valores de deuda de emisores privados nacionales, el Banco de México está facultado para adquirir excepcionalmente la propiedad temporal de este tipo de activos a través de operaciones de reporto que el Instituto Central está facultado a celebrar con instituciones de crédito, como reportador, para las finalidades o en los supuestos que la misma Ley contempla, como son aquellos previstos para evitar trastornos en los sistemas de pagos o los correspondientes a las operaciones que el Banco realice como acreditante de última instancia.

medidas anunciadas se llevan a cabo a través de operaciones en las que se mitigan los posibles riesgos de crédito y de mercado, a diferencia de lo que sucede con las compras de activos.

Como se mencionó previamente, los bancos centrales también pueden recurrir a programas de compras de activos para proveer liquidez a los mercados financieros. No obstante, como se mencionó, existen riesgos importantes asociados con su adopción. En el caso de México, a diferencia de otras EMEs, las expectativas de inflación de mediano y plazo han permanecido por arriba de la meta de inflación durante un periodo prolongado. Ello, en parte, como respuesta a una secuencia de choques que en los últimos años han generado presiones inflacionarias significativas.<sup>6</sup> En efecto, de mediados de 2014 a la fecha, la cotización del peso mexicano ha experimentado una depreciación acumulada de aproximadamente 60 por ciento. Asimismo, ante los choques asociados a la pandemia de COVID-19, la inflación ha mostrado un ajuste al alza ubicándose alrededor del límite superior del intervalo de variabilidad. Dados los choques referidos y el impacto que han tenido en la inflación en México, la tasa de referencia no se encuentra cerca de su límite inferior efectivo. En este contexto, no se cuentan con las condiciones necesarias para considerar la posibilidad de realizar compras de activos como un instrumento de política monetaria útil en la actualidad. Adoptar un programa de compras de activos en un contexto inadecuado daría lugar a efectos negativos sobre la evolución de la inflación y sus expectativas.

Como lo ilustra el caso de México, existen diversas medidas a disposición de los bancos centrales para proveer liquidez a los mercados financieros. Hacia delante, la necesidad de ampliar o reducir la provisión de liquidez o bien recurrir a otros instrumentos, dependerá de las condiciones que enfrente la economía mexicana.

## Referencias

---

Bernanke, Ben S. (2020), *“The new tools of monetary policy”*, American Economic Review 110(4), 943-983.

BID. (2020). *“Sound Banks for Healthy Economies”*. Working Group Report.

Dabrowski, Marek y Marta Domínguez-Jiménez (2020), *“Emerging market central banks and quantitative easing: high-risk advice”*, The Bruegel Newsletter.

FMI (2020), Global Financial Stability Report, octubre.

Hofman, David y Gunes Camber (2020), *“Unconventional monetary policy in emerging market and developing economies”*, Special Series on COVID-19, Fondo Monetario Internacional.

---

<sup>6</sup> Para una descripción de los choques que ha enfrentado la economía mexicana en los últimos años ver los programas monetarios de 2019 y 2020.