

Condiciones financieras globales, primas por riesgo y financiamiento externo

Extracto del Reporte de Estabilidad Financiera – Junio de 2022, Recuadro 4, pp. 57 – 59. Documento publicado el 15 de junio de 2022.

1. Introducción

En este Recuadro se analiza cómo una reducción en el balance de la Reserva Federal puede disminuir la capitalización de los intermediarios financieros estadounidenses y, por tanto, su disposición a prestar. Esta menor disposición a prestar puede, a su vez, reducir la oferta de financiamiento externo en las economías emergentes (EMEs).

En las EMEs, donde las tasas de ahorro suelen ser menores que en las avanzadas, el financiamiento externo es un factor importante para el crecimiento económico. Este financiamiento permite a las EMEs obtener crédito a menores costos y complementar el ahorro interno, lo que amplía sus posibilidades de consumo e inversión.¹ Además, el financiamiento externo es de particular importancia cuando los sectores de una EME tienen dificultades para financiarse en el mercado interno.²

La capacidad de una economía para financiarse en el exterior depende tanto de características idiosincrásicas como de factores globales. Las EMEs que cuentan con un marco macrofinanciero sólido suelen generar más confianza entre los inversionistas internacionales, pagar menores primas por riesgo y por tanto enfrentar menores costos de financiamiento.³ Asimismo, los factores globales que disminuyen el apetito por riesgo global suelen aumentar los costos del crédito para las EMEs.

Entre estos factores globales, uno de vital importancia para la oferta de financiamiento, pero también para la estabilidad del sistema financiero global, son las condiciones monetarias en Estados Unidos, las cuales están ampliamente determinadas por las acciones de la Reserva Federal (*FED*).⁴ Por ello, la política que anunció la *FED* de reducir el tamaño de su balance puede tener efectos sobre la oferta de financiamiento global y, en particular, sobre la capacidad de las EMEs de financiarse a menores costos en el exterior.⁵

El análisis de estos impactos es relevante para México. En el país, los movimientos en el financiamiento externo se asocian a una parte de los movimientos en la tasa de crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) (Gráfica 1).

¹ Unas tasas de ahorro menores y unas instituciones que están menos preparadas para enfrentar problemas de información asimétrica hacen que, en general, las condiciones de financiamiento que provee el mercado interno sean mejores en las economías avanzadas que en las EMEs. Véase D'Amato, Sangiácomo y Tobal (2020).

² Además de poder mejorar las condiciones para los sectores con acceso directo al crédito externo, este financiamiento puede contribuir al otorgamiento de crédito a otros sectores en el mercado interno. Esto, porque el financiamiento externo puede aumentar los recursos disponibles de los intermediarios financieros nacionales y liberar recursos que podrían estar destinados a sectores con acceso directo.

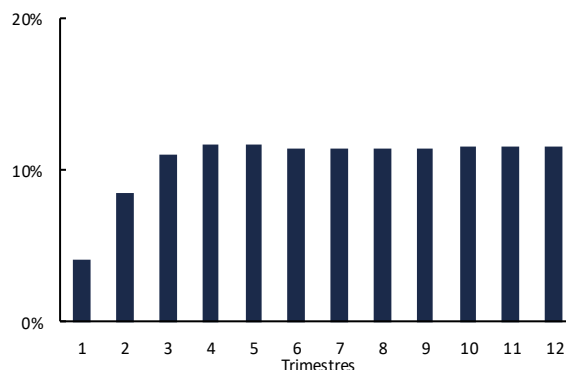
³ Para el caso, la evidencia sugiere que hay una relación entre la prima por riesgo soberano (CDS) y el costo de financiamiento en el mercado nacional. Ver recuadro 5 "Relación entre CDS soberano y los costos de financiamiento en el sector bancario nacional", en Reporte de Estabilidad Financiera, diciembre de 2020.

⁴ La literatura económica ha documentado que las acciones de política monetaria de este instituto central se relacionan con los rendimientos de los activos percibidos como menos riesgosos, las primas por riesgo, el endeudamiento y apalancamiento, así como la oferta de financiamiento externo en otros países. Véase Recuadro 1 del Reporte de Estabilidad Financiera, Segundo Semestre de 2020.

⁵ En su más reciente comunicado de política monetaria, en mayo de 2022, este instituto central enfatizó que comenzaría a reducir las tenencias de activos en su balance a partir del mes de junio de este año.

Por ello, en este Recuadro se analiza el posible efecto de un cambio en el balance de la FED no únicamente sobre el financiamiento externo de México, sino también sobre la tasa de crecimiento de la inversión privada.

Gráfica 1
Contribución del financiamiento externo al PIB ^{1/}
 Por ciento



Fuente: Banco de México

^{1/} Es la descomposición de la varianza del PIB calculada a partir de la estimación de un modelo VAR. La descomposición de la varianza indica el porcentaje de la varianza del error de pronóstico en el PIB que es explicada por un choque exógeno al financiamiento externo. Las variables consideradas son el PIB, la inflación, la tasa de Cetes a 28 días y el financiamiento externo e interno. Para identificar los choques se utiliza el método de identificación generalizada de Pesaran y Shin (1998). El número de rezagos se eligió de acuerdo con el Criterio de Información Bayesiano (BIC). La muestra comprende desde el segundo trimestre de 2002 hasta el tercer trimestre de 2021

2. Balance, disposición a prestar y a tomar riesgo

La Reserva Federal realiza compras y ventas de títulos, tanto corporativos como gubernamentales. Si los intermediarios financieros estadounidenses tienen estos títulos en sus balances, un cambio en su precio les puede generar ganancias o reducciones en el capital. Por ejemplo, una venta de títulos gubernamentales puede generar reducciones en el capital y disminuir la capitalización de los intermediarios financieros estadounidenses (véase evidencia sobre el mecanismo de acelerador financiero).⁶

Esta disminución puede reducir su disposición a prestar y a tomar riesgo a través de distintos canales. Con menos capitalización, los intermediarios financieros podrían verse en la necesidad de disminuir su oferta de crédito, para cumplir con los niveles de capitalización objetivo. Además, con menos capitalización los intermediarios financieros pueden ser percibidos como más riesgosos, lo que podría aumentar sus costos de captación. Unos mayores costos de captación pueden también disminuir su disposición a prestar y a tomar riesgo.

Esta menor disposición se refleja, en parte, en la demanda de una mayor prima de riesgo por parte de los intermediarios financieros estadounidenses, por lo que en este Recuadro se usa la medida de prima en exceso de bonos de EUA desarrollada por Gilchrist y Zakrajšek (2012) (Excess Bond Premium, *EBP* por sus siglas en inglés).⁷ Esta medida captura la parte de la prima por riesgo que no se asocia a características de los acreditados ni a

⁶ Véase, por ejemplo, Gertler y Kiyotaki (2015) y Gerali et al (2010), los cuales extienden los modelos de acelerador financiero de Bernanke et al (1999) y Kiyotaki y Moore (1997) al sector bancario.

⁷ Gilchrist y Zakrajšek (2012) muestran que el *EBP* está correlacionado con el promedio del CDS de los intermediarios financieros que pueden comerciar en bonos gubernamentales directamente con la Reserva Federal de Nueva York. Estos intermediarios son particularmente importantes debido a su tamaño y a su capacidad para ajustar su apalancamiento de manera flexible a lo largo del ciclo económico.

condiciones macroeconómicas, sino que refleja cambios en la disposición a prestar y a tomar riesgo de los intermediarios financieros por cambios en su balance.⁸ La medida se ha usado en diversos estudios, entre ellos notas e investigaciones de la Reserva Federal, para analizar el impacto del financiamiento privado en las variables macroeconómicas de EUA.⁹

3. Modelo y resultados

Para estimar el modelo estadístico, se obtiene información de la medida de *EBP* de Gilchrist y Zakrajšek (2012) de la base de datos de las notas técnicas de la Reserva Federal¹⁰, del índice de bonos corporativos CEMBI para México de Bloomberg, de variables macroeconómicas de EUA de FRED, de la inversión privada de México del INEGI y de los dos componentes del financiamiento externo al sector privado no financiero del Banco de México. Estos dos componentes son la colocación de bonos por parte de empresas mexicanas en los mercados financieros internacionales y el crédito externo, el cual se refiere al financiamiento que proveen de manera directa los bancos y las instituciones no bancarias del exterior. Los datos se consideran en su periodicidad trimestral para el periodo 2002-2021 y, con esta información, se estima el siguiente modelo de vectores autorregresivos (VAR):¹¹

$$Y_t = \alpha + \beta Y_{t-1} + B \varepsilon_t$$

donde Y_t es un vector que incluye las tasas de crecimiento del consumo, la inversión, el PIB y el deflactor del PIB de los EUA, la tasa de fondos federales y la medida de prima en exceso de los bonos corporativos (*EBP*) de los EUA, el índice CEMBI de los bonos corporativos en México, y las tasas de crecimiento de la colocación de bonos en el mercado externo, el crédito externo a privados no financieros y la formación bruta de capital fijo en México.

La Gráfica 2 muestra los resultados de un aumento en la prima en exceso de los bonos en EUA, que refleja una menor disposición a prestar y a tomar riesgo por parte de los intermediarios financieros estadounidenses. Este aumento genera mayores primas por riesgo y mayores costos de financiamiento para México, así como una menor colocación de bonos en el mercado externo. En particular, el aumento incrementa el índice CEMBI de los bonos corporativos que paga México y reduce la tasa de crecimiento de los bonos que sus empresas colocan en el exterior (Gráfica 2a y Gráfica 2b).¹² Estos efectos ocurren en el mismo trimestre en el que disminuye la disposición a prestar y a tomar riesgos de los intermediarios financieros.

⁸ En particular, el *EBP* es el residual de una regresión del diferencial de rendimiento entre los bonos corporativos y gubernamentales contra determinantes macroeconómicos y a nivel de empresa emisora.

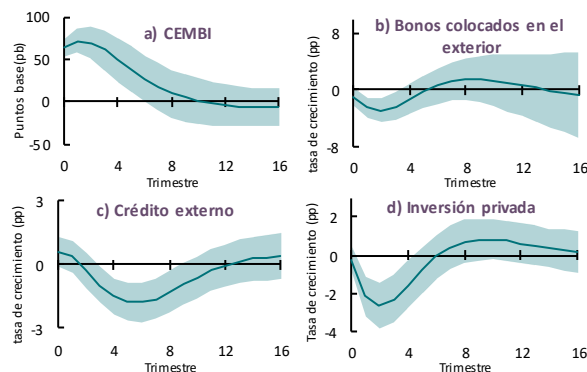
⁹ Por ejemplo, en Ferreira (2022), Gilchrist et al (2021) y en el memorándum del FOMC del 6 de marzo de 2016 de Favara et al., se usa el *EBP* como una medida del apetito por riesgo de los intermediarios financieros y se estudia su capacidad para afectar a la disponibilidad de financiamiento y a la actividad económica en EUA.

¹⁰ Véase <https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/updating-the-recession-risk-and-the-excess-bond-premium-20161006.htm>.

¹¹ En particular, se usa una versión extendida del modelo de vectores autorregresivos de Gilchrist y Zakrajšek (2012), añadiéndole variables macroeconómicas y financieras mexicanas. Siguiendo a estos autores, se identifica un choque a la prima en exceso usando una descomposición de Cholesky, bajo el supuesto de que este no tiene un impacto contemporáneo sobre el consumo, inversión, PIB, e inflación en EUA, pero podría tenerlo sobre la tasa de 10 años de EUA, el CEMBI, la colocación de bonos en el exterior, el crédito externo e inversión privada en México. Se seleccionó un rezago con el Criterio de Información Bayesiano.

¹² Se usó un choque de 22.27 puntos base a la prima en exceso, equivalente al cambio observado entre diciembre 2021 y febrero 2022. Este periodo corresponde al incremento que experimentó la prima en exceso cuando la FED anunció la posibilidad de reducir el esquema de compras de activos en diciembre de 2021.

Gráfica 2
Respuestas a un aumento en la prima en exceso de los bancos de EUA ^{1/}



Fuente: Reserva Federal, Banco de México, INEGI y Markit IHS
^{1/} Se muestran las funciones impulso-respuesta ortogonalizadas y sus respectivos intervalos de confianza al 90%. Se utiliza la descomposición de Cholesky para identificar los choques. El impulso es sobre la prima en exceso de los bonos corporativos en los EUA. La magnitud de este impulso es equivalente al cambio en la prima en exceso que ocurrió entre diciembre de 2021 y febrero de 2022 (un incremento de 22.27 puntos base)

Además, a medida que pasa el tiempo, esta menor disposición a prestar y a tomar riesgo termina reduciendo el crédito externo de México, es decir, el financiamiento que su sector privado no financiero obtiene de manera directa de los bancos y las instituciones no bancarias del exterior (Gráfica 2c). Tanto esta reducción en el crédito externo, como el aumento en las primas y la caída en la colocación de bonos, termina disminuyendo la tasa de la inversión privada en México (Gráfica 2d).

4. Consideraciones Finales

Los resultados sugieren que, al afectar el balance de los intermediarios financieros estadounidenses, la política de ventas de activos de la FED de disminución de su balance puede aumentar las primas por riesgo que paga México y disminuir la oferta de financiamiento externo. En particular, dicha política podría disminuir el crecimiento de las colocaciones de las empresas mexicanas en el exterior y del crédito externo que recibe su sector privado no financiero.

A este apretamiento de las condiciones financieras globales que podría generar el cambio en el balance de la FED, se añade el menor apetito por riesgo global que genera el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania. En un entorno global tan complicado, es fundamental que México pueda continuar generando confianza entre los inversionistas internacionales para aminorar los impactos sobre las condiciones y disponibilidad de su financiamiento externo. Al mismo tiempo, es importante que las características del entorno económico favorezcan la inversión, para minimizar una eventual disminución en la disponibilidad de financiamiento externo.

5. Referencias

- Andreasen, M., Jorgensen, K., y Meldrum, A. (2019). "Bond Risk Premiums at the Zero Lower Bound." *Finance and Economics Discussion Series*, 2019-040, Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal, mayo 2019.
- Bernanke, B., Gertler, M., y Gilchrist, S. (1999). "The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework." En *Handbook of Macroeconomics vol. 1*, 1341-1393. Amsterdam: North-Holland.
- Ferreira, T. (2022). "Cross-Sectional Financial Conditions, Business Cycles and the Lending Channel." *International Finance Discussion Papers*, 1135, Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal, febrero 2022.

D'Amato, Laura, Máximo Sangiácomo, and Martin Tobal. Export survival and foreign financing. *Bank for International Settlements (BIS)*, Monetary and Economic Department, 2020.

Federal Open Market Committee (FOMC) (2004). "Probability of Recession Implied by Credit Market Sentiment." G. Favara, K. Lewis, y G. Suarez. *Memorandum del FOMC del 4 de marzo de 2016*.

Gertler, M. y Kiyotaki, N. (2015). "Banking, Liquidity, and Bank Runs in an Infinite Horizon Economy." *American Economic Review*, 105 (7), 2011-2043.

Gilchrist, S., Wei, B., Yue, V. Z. y Zakrajšek, E. (2021). "The Term Structure of the Excess Bond Premium: Measures and Implications." *Federal Reserve Bank of Atlanta Policy Hub*, 12-2021, septiembre 2021.

Gilchrist, S., y Zakrajšek, E. (2012). "Credit Spreads and Business Cycle Fluctuations." *American Economic Review*, 102(4), 1692-1720.

Kiyotaki, N. y Moore, J. (1997). "Credit Cycles." *Journal of Political Economy*, 105 (2), 1585–1629.