

# Implicaciones para la estabilidad financiera del apretamiento de las condiciones financieras

---

Extracto del Reporte de Estabilidad Financiera – Diciembre de 2022, Recuadro 5, pp. 31 – 34. Documento publicado el 7 de diciembre de 2022.

## 1. Introducción

---

El entorno económico global se ha tornado más complejo en meses recientes debido a los niveles de inflación persistentemente elevados y la acentuada incertidumbre sobre el crecimiento económico asociada a los efectos acumulados de los choques de la pandemia y del conflicto geopolítico entre Ucrania y Rusia. En respuesta a las presiones inflacionarias, la mayoría de los bancos centrales ha iniciado con el ajuste de su política monetaria hacia posturas más restrictivas con la finalidad de mantener la estabilidad de precios.

En este contexto, el FMI y el *FSB* han advertido sobre un mayor riesgo para la estabilidad financiera mundial derivado del apretamiento de las condiciones financieras en un entorno de incertidumbre sobre el desempeño de la actividad económica. Lo anterior podría acrecentar vulnerabilidades financieras preexistentes o dar lugar al surgimiento de nuevas. Este recuadro describe brevemente las interacciones entre las políticas monetaria, fiscal y macroprudencial, así como las implicaciones que dicha interacción puede tener para la estabilidad financiera dado el apretamiento de las condiciones financieras.

## 2. Interacciones entre las políticas e implicaciones para la estabilidad financiera del apretamiento de las condiciones financieras

---

La política monetaria busca procurar un entorno de estabilidad de precios que sea favorable para la realización de actividades productivas.<sup>1</sup> La conducción de la política monetaria afecta las condiciones bajo las cuales se satisfacen las necesidades de liquidez en la economía, incidiendo sobre la oferta y demanda agregada a través de los canales de transmisión que influyen en el proceso de formación de precios: i) Canal de Tasas de Interés; ii) Canal de Crédito; iii) Canal de Precios de Otros Activos; iv) Canal de Tipo de Cambio, y v) Canal de Expectativas.<sup>2</sup>

Por otra parte, las autoridades financieras, y en ocasiones las mismas autoridades monetarias, tienen objetivos de estabilidad financiera, los cuales se persiguen mediante la implementación de la política macroprudencial. Esta política busca evitar la acumulación de vulnerabilidades que pudieran amplificar o causar choques negativos en la economía.<sup>3</sup>

Adicionalmente, la política fiscal tiene como herramienta la determinación del ingreso, gasto y endeudamiento del gobierno, con el objetivo primordial de procurar el crecimiento sostenido de la economía, pudiendo tener objetivos secundarios como mantener bajos niveles de desempleo o mejorar la redistribución del ingreso.<sup>4</sup>

---

<sup>1</sup> Banxico (2018)

<sup>2</sup> Banxico (2016)

<sup>3</sup> Banxico (2019)

<sup>4</sup> Auerbach (2019)

En el largo plazo, los objetivos de estas tres políticas suelen estar alineados, su implementación es complementaria y entre ellas existen sinergias que pueden contribuir al crecimiento de la economía.<sup>5</sup> El ejercicio de las herramientas a disposición de las autoridades para implementar cada una de estas políticas en ocasiones se alinea para lograr objetivos contracíclicos.<sup>6</sup>

Por ejemplo, durante la crisis por la pandemia de COVID-19, las autoridades financieras en distintas jurisdicciones implementaron paquetes de medidas de política monetaria, macroprudencial y fiscal sin precedente, que se complementaron entre sí para mitigar los efectos adversos de la pandemia en la actividad económica y en el sistema financiero, en un entorno macroeconómico caracterizado por baja inflación, bajas expectativas de crecimiento y un prolongado periodo de bajas tasas de interés.<sup>7</sup> La política monetaria mantuvo una postura expansiva, al ubicar las tasas de interés de referencia en niveles históricamente bajos, cercanos a cero en algunas economías avanzadas. La postura de la política macroprudencial, por su parte, se enfocó en proveer de liquidez a los mercados para propiciar su buen funcionamiento y procurar mantener la intermediación crediticia. Asimismo, las autoridades macroprudenciales implementaron políticas contracíclicas y facilidades regulatorias para evitar una amplificación del choque a consecuencia de la contracción del crédito y la liquidez. En línea con dichas medidas, la mayoría de las economías mantuvo una postura fiscal expansiva, que en algunos casos estuvo explícitamente coordinada con la política monetaria.<sup>8</sup>

Sin embargo, bajo ciertas circunstancias, en el corto plazo puede presentarse cierta incompatibilidad entre los objetivos de estabilidad de precios, estabilidad financiera y la promoción del crecimiento económico.<sup>9</sup> El potencial conflicto entre las diferentes políticas puede ocurrir de manera intertemporal, donde los efectos de una política -o de la ausencia o retraso de su implementación-, puede afectar negativamente sobre los futuros retos y efectos de otras políticas. Durante estos episodios, la implementación de medidas de política monetaria, tales como el ajuste en la tasa de interés y la gestión de la liquidez en los mercados, puede tener implicaciones para la estabilidad financiera lo que, en conjunción con las condiciones macrofinancieras pueden afectar la acumulación de riesgo sistémico.<sup>10</sup> Similarmente, posponer los ajustes de política monetaria, o la implementación de ajustes menores a los requeridos, puede tener implicaciones más negativas sobre la persistencia de la inflación, el crecimiento económico y la estabilidad financiera.

En el contexto actual, el apretamiento de las condiciones financieras y el riesgo de que este sea de manera desordenada podría tener implicaciones para la estabilidad financiera, por lo que debe darse seguimiento a tres ámbitos: i) un entorno macroeconómico que no genere desequilibrios financieros o el apalancamiento del sector real; ii) instituciones financieras con posición financiera sólida y estable; y iii) mercados financieros que funcionen de manera ordenada.<sup>11</sup>

En cuanto al entorno macroeconómico, el ciclo alcista por un periodo prolongado podría afectar la capacidad de renovar el financiamiento dependiendo, entre otros, del nivel de deuda y apalancamiento previo. El gobierno no está exento de enfrentar condiciones financieras más apretadas, lo que ejerce presión sobre el servicio de la deuda pública y obliga a buscar mantener trayectorias de gasto fiscal sustentables.

---

<sup>5</sup> Por ejemplo, la política monetaria tiene ventajas al poderse implementar de manera rápida y de manera masiva en los mercados. Mientras que la política fiscal podría requerir procesos de tiempo más largos, pero tiene la ventaja de poderse implementar para sectores específicos.

<sup>6</sup> La estabilidad de precios y estabilidad financiera son condiciones necesarias, mas no suficientes, para que la política fiscal pueda ser efectiva y en última instancia se alcance una trayectoria de crecimiento económico sostenido. Hodula & Pfeifer (2018)

<sup>7</sup> FSB (2021).

<sup>8</sup> English, B. et al., (2021).

<sup>9</sup> Moenjok (2014)

<sup>10</sup> Martin, A., Mendecino C., Van der Ghote, A., (2021)

<sup>11</sup> Moenjok, T. (2014)

El FMI advirtió que el apretamiento de las condiciones financieras ha sido especialmente severo para las economías más vulnerables, en un contexto en el que hay seis países en incumplimiento del servicio de deuda soberana y doce jurisdicciones cuya deuda ha registrado primas de riesgo superiores a 1,000 puntos base.<sup>12</sup>

Una interacción entre las diversas políticas se observó en 2010, durante la crisis de la deuda soberana en la región europea, cuando Grecia mantenía un elevado nivel de endeudamiento. Al mismo tiempo existía una fuerte interrelación entre el incremento del riesgo soberano y la posición de solvencia de los bancos de esa jurisdicción por su posición preexistente en tenencia de bonos gubernamentales hasta por un monto equivalente al 25% del PIB.<sup>13</sup> Las medidas fiscales (consolidación del gasto) y macroprudenciales (incremento en el requerimiento mínimo de ICAP), consistentes con una postura restrictiva, impactaron negativamente la perspectiva de crecimiento, lo que a su vez deterioró aún más el riesgo crediticio de la banca.<sup>14</sup> Por su parte, el Banco Central Europeo (ECB) mantuvo sin cambios la tasa de referencia y optó por proveer de liquidez al sistema bancario europeo a través de medidas temporales.

En cuanto a las instituciones financieras, el apretamiento de las condiciones de financiamiento podría impactar en última instancia su función de intermediación. En especial para aquellas instituciones financieras que mantienen una posición apalancada con altos niveles de deuda, el apretamiento de las condiciones financieras puede tener un impacto sobre el servicio de la deuda o bien sobre la capacidad para renovar sus pasivos. En este contexto, un apretamiento prolongado de las condiciones financieras podría generar desequilibrios entre los activos y pasivos, problemas de liquidez y disminuir la provisión de crédito.

Una combinación de vulnerabilidades preexistentes con el inicio de condiciones financieras astringentes queda ejemplificada con el crecimiento considerable de las líneas de crédito otorgadas por las instituciones financieras en los Estados Unidos durante el periodo de tasas bajas, las cuales han mostrado cierta rigidez en el ciclo alcista.<sup>15</sup> En última instancia, las instituciones financieras podrían enfrentar problemas de liquidez para hacer frente a dichas obligaciones.

En cuanto a los mercados financieros, el apretamiento de las condiciones financieras puede modificar las valuaciones y derivar en ajustes de precios repentinos. El cambio en las valuaciones de ciertos activos ante una mayor incertidumbre puede generar ciclos de volatilidad en los mercados de valores de deuda pública y privada e implicar llamadas de margen inusualmente altas. En particular, la volatilidad y un endurecimiento súbito de las condiciones financieras podrían interactuar con las vulnerabilidades financieras preexistentes, las rigideces contractuales y verse amplificadas, incluidas las que han surgido desde la pandemia.

Las instituciones financieras y los agentes económicos no han experimentado incrementos abruptos y prolongados de la tasa de interés por mucho tiempo, y podrían estar acostumbrados a operar y administrar riesgos en un entorno de amplia liquidez. Asimismo, la abundante liquidez disponible en periodos previos podría haber dado pie a la acumulación de riesgos al financiar proyectos riesgosos en busca de rendimientos (*search for yield*).<sup>16</sup> El comportamiento de los inversionistas puede exacerbar las condiciones de liquidez al recomponer abruptamente sus portafolios. En el entorno actual, el FMI reportó una caída en los precios de acciones y bonos

---

<sup>12</sup> El FMI identifica seis jurisdicciones que han incumplido el servicio de la deuda por diversos motivos: Bielorrusia, Líbano, Sri Lanka, Surinam, Rusia, y Zambia. Asimismo, doce jurisdicciones cuya deuda ha operado con primas de riesgo superiores a 1,000 puntos base en 2022, corresponden a: Bahamas, Camerún, Ghana, El Salvador, Ecuador, Egipto, Etiopía, Kenia, Pakistán, Tayikistán, Tunicia y Ucrania. En el caso de Ucrania las contrapartes acordaron congelar el servicio de la deuda soberana por 2 años.

<sup>13</sup> Thomsen, T. (2019)

<sup>14</sup> Shambaugh, J., Reis, R. y Rey, H. (2012)

<sup>15</sup> Acharya, V. Chauhan, R., Rajan, R., & Steffen, S. (2022)

<sup>16</sup> Adicionalmente, el apretamiento de las condiciones financieras podría revelar otras vulnerabilidades, pudiendo generar efectos de segundo orden como contagio, corridas bancarias y efectos transfronterizos como fuga de capitales. Un ejemplo es el efecto ampliamente documentado en la literatura conocido como *flight-to-quality*, el cual se refiere a la recomposición de portafolios hacia activos considerados de menor riesgo (Fernández Amador et al (2013), Lee, J., Ryu, Ay Kutan, A. (2016), Goyenko, R. y Ukhov, A. (2009).

por una falta de apetito por parte de los inversionistas, lo que ha llevado a un bajo rendimiento de los activos riesgosos. Este fenómeno también se puede observar a través del índice de liquidez en los mercados y del diferencial de compra y venta para bonos del gobierno de Estados Unidos, que se ha ampliado durante 2022, reflejando una menor liquidez en este mercado.<sup>17</sup>

Otra interacción que ejemplifica los retos de coordinación de las diferentes políticas tuvo lugar recientemente en el Reino Unido. El apretamiento reciente de las condiciones financieras, aunado a las acciones de política fiscal anunciadas a finales de septiembre de 2022, ocasionaron una alta volatilidad en los mercados de deuda gubernamental. El Banco de Inglaterra (*BoE*, por sus siglas en inglés), inició la normalización de su política monetaria con incrementos en tasa de interés de referencia y venta de bonos gubernamentales. Por otra parte, ante el estancamiento económico y panorama adverso, el gobierno del Reino Unido anunció un “Plan de Crecimiento” que consideraba reducir impuestos para impulsar el crecimiento económico. No obstante, los mercados reaccionaron de manera adversa a dicha incompatibilidad entre la política fiscal expansiva y la política monetaria restrictiva, lo que resultó, entre otros, en una caída de 40% en el precio de los bonos gubernamentales a 10 años en un lapso de pocos días. Como consecuencia, se tornó evidente la vulnerabilidad de los fondos de pensiones, la rigidez de su gobierno corporativo y de su estrategia apalancada para buscar rendimientos (*LDI*, por sus siglas en inglés). El cambio en la valuación de estos bonos incrementó el nivel de apalancamiento de los fondos, situación que se vio agravada con el aumento en las llamadas de margen y un desequilibrio entre sus activos y pasivos, lo que a su vez impactó la solvencia de algunos fondos.<sup>18</sup> Intentar hacer frente a las necesidades de liquidez mediante la venta de bonos de largo plazo agravó la situación al deteriorar aún más el precio de estos activos. Lo anterior produjo efectos de contagio en otros mercados de reporto y cambiarios, así como ventas de pánico que contribuyeron a esta espiral. En este contexto, el *BoE* anunció una estrategia de compra de bonos gubernamentales de largo plazo.<sup>19</sup> Si bien la estrategia resultó exitosa, su implementación pudo ser interpretada como una contradicción ante el objetivo restrictivo inicialmente planteado por la política monetaria.

### 3. Conclusiones

---

Los bancos centrales tienen un reto doble al procurar la estabilidad de precios y estar a cargo de proveer liquidez para el funcionamiento ordenado de los mercados. Si bien en el largo plazo ambos objetivos son complementarios y tienen sinergias, en el corto plazo pueden surgir retos que dificulten la implementación armónica de estas políticas. La toma de decisiones de política por parte de las autoridades ocurre en un entorno de incertidumbre, en consideración de múltiples factores y sin posibilidad de conocer el escenario que prevalecería de no implementarse una determinada política (contrafactual). Es por ello que el apretamiento de las condiciones financieras alrededor del mundo, incluyendo México, representa un reto importante para las autoridades financieras en términos de la consecución de sus objetivos de mantener simultáneamente la estabilidad de precios y la estabilidad financiera. El Banco de México se mantiene atento al adecuado funcionamiento del sistema financiero y a la evolución de las condiciones de operación en los mercados financieros en nuestro país. En caso de ser necesario, seguirá tomando las acciones que se requieran en ejercicio de sus facultades, en estricto apego al marco legal y en coordinación con otras autoridades financieras.

### 4. Referencias

---

Acharya, V., Chauhan, R., Rajan, R., & Steffen, S. (2022), “Liquidity Dependence: Why Shrinking Central Bank Balance Sheets is an Uphill Task”, Jackson Hole Symposium of the Federal Reserve Bank of Kansas City, agosto 2022.

---

<sup>17</sup> Federal Reserve System (2022)

<sup>18</sup> Hauser, A. (2022) y *BoE* (2022b).

<sup>19</sup> [Comunicado de prensa del Banco de Inglaterra](#) (*BoE*, por sus siglas en inglés) del 28 de septiembre de 2022.

- Auerbach, A. (2019), "Evolution or Revolution?: Rethinking Macroeconomic Policy After the Great Recession", Chapter 6: Fiscal Policy, 2019
- Bank of England (2022a), "Press release: Bank of England announces gilt market operation", 28 septiembre 2022.
- Bank of England (2022b), "Financial Policy Summary and Record of the Financial Policy Committee meeting on 30 September 2022", 12 octubre 2022.
- Banxico (2016), Recuadro 2: "Cambios Recientes en el Mecanismo de Transmisión de la Política Monetaria en México", Informe Trimestral Enero – Marzo 2016, pp. 47-52, mayo 2016.
- Banxico (2018), Recuadro 5: "Política Monetaria y Actividad Económica", Informe Trimestral Julio – Septiembre 2018, pp. 65-68, noviembre 2018.
- Banxico (2019), Recuadro 1 "Importancia de la estabilidad financiera para el crecimiento económico" Reporte de Estabilidad Financiera-Primer Semestre 2019, pp. 6-7, junio 2019.
- Alberola, E., Arslan, Y., Cheng, G. & Moessner, R. (2020), "The fiscal response to the COVID-19 crisis in advanced and emerging market economies",. BIS Bulletin, No. 23, 17 junio 2020.
- BCBS (2022), "Macro-financial stability frameworks and external financial conditions", BIS Report submitted to the G20 Finance Ministers and Central Bank Governors, julio 2022.
- BIS (2018), "Moving Forward with Macroprudential frameworks", BIS Annual Economic Report 2018.
- Eberly, J. (2014), "What have we learned? Macroeconomic Policy after the crisis - Chapter 14: Defining the Reemerging Role of fiscal Policy", MIT Press, 2014
- ECB. (2010), "The ECB's response to the financial crisis", ECB, 2010.
- English, B., Forbes, K., & Ubide, A. (2021), Monetary Policy and Central Banking in the COVID Era, Centre for Economic Policy Research, 2021.
- Federal Reserve System (2022), "Financial Stability Report", noviembre 2022, págs 8 -12.
- Fernández-Amador, O., Gächter, M., Larch, M., & Peter, G. (2013), "Does monetary policy determine stock market liquidity?", Journal of empirical finance, 21, pp. 54-68. 2013.
- FMI (2022), "Global Financial Stability Report - Chapter 1: "Financial Stability in the new high inflation environment", FMI, octubre 2022.
- FSB (2021), "COVID-19 support measures: extending amending and ending", FSB, abril 2021.
- FSB (2022), "FSB Annual Report – Promoting Global Financial stability", FSB, noviembre 2022.
- Goyenko, R., & Ukhov, A.(2009), "Stock and bond market liquidity: A long-run empirical analysis". Journal of financial and quantitative analysis, 44(1), pp. 189-212. 2009.
- Hauser, A.(2022), Speech: "Thirteen days in October: how central bank balance sheets can support monetary and financial stability", ECB's 2022 Conference on Money Markets, noviembre 2022.
- Hodula, M., & Pfeifer, L. (2018), "Fiscal-Monetary-Financial Stability Interactions in a Data-Rich Environment", Review of Economic Perspectives, vol 18 issue 3, pp. 195-223, marzo 2018.
- Lee, J., Ryu, D., & Kutan, A. (2016), "Monetary Policy Announcements, Communication, and Stock Market Liquidity", Australian Economic Papers, 2016.
- Martin, A., Mendicino, C., Van der Gote, A., (2021), "On the interaction between monetary and macroprudential policies", ECB Discussion Paper 2527, febrero 2021.
- Moenjak, T.(2014), "Central Banking: Theory and Practice in Sustaining Monetary and Financial Stability", Wiley finance Series, mayo 2017.
- Shambaugh, J., Reis, R., & Rey, H. (2012), "The Euro's Three Crises. Brookings Papers on Economic Activity", primavera 2022.
- Smaghi, L. (2014), "What have we learned? Macroeconomic Policy after the crisis - Chapter 2: Monetary Policy, the only game in town?", MIT Press, 2014.
- Thomsen, P. (2019), "The IMF and the Greek Crisis: Myths and Realities". IMF, Speech at London School of Economics, septiembre 2019.

Tobias, A., & Hyun, S. (2008), "Financial Intermediaries, Financial Stability, and Monetary Policy", Federal Reserve Bank of New York Staff Reports No. 346, septiembre 2008.