

Canales tradicionales de transmisión de política monetaria y herramientas macroprudenciales en economías emergentes

Traditional Monetary Transmission Channels and Macroprudential Tools in Emerging Economies

José Luis Clavellina Miller*

Resumen

La crisis financiera internacional actual ha impuesto retos importantes en el manejo de la política monetaria no sólo para los países desarrollados, los Bancos Centrales de las economías emergentes también han tenido que implementar, y en algunos casos innovar, una serie de instrumentos que les permitan reducir el impacto de la inestabilidad financiera internacional.

El presente trabajo describe brevemente los canales de transmisión de política monetaria tradicionales, así como algunas de las nuevas medidas complementarias implementadas por las economías emergentes para tratar de alcanzar sus objetivos de política y de estabilidad en su sistema financiero. Se resaltan las posibles ventajas y desventajas que tiene la complementación del principal instrumento de política monetaria con que cuentan los países en la actualidad, es decir, la tasa de interés de referencia, con la implementación de requerimientos de reserva. Al final se establece la interrogante sobre si en México haría falta contar con dicho instrumento para que la transmisión de la política monetaria fuera más eficaz.

Palabras clave:

- Política monetaria
- Objetivos, instrumentos y efectos
- Bancos centrales y sus políticas

JEL Classification: E5, E52, E58

Abstract

The financial crisis has imposed important challenges to monetary policy authorities, not only to developed countries but also to Central Banks in emerging economies. The latter have implemented and in some cases created a series of instruments that have allowed them to reduce the impact of international financial instability in their domestic economies.

This article pretends to briefly describe the monetary policy traditional transmission channels as well as some of the relatively new complementary instruments applied by the emerging economies to reach their monetary policy and financial stability targets in the recent past.

The advantages and disadvantages of the application of reserve requirements as a complement of the main instrument of monetary policy, that is the policy interest rate, are emphasized. It is also questioned if in México it would be necessary to rely on reserve requirements in order to improve the transmission of monetary policy.

Keywords:

- Monetary Policy
- Targets, Instruments and Effects
- Central Banks and Their Policies

Introducción

De acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI), el sistema financiero de México como el de muchos de los países de América Latina, salió relativamente bien librado de la crisis financiera mundial, pues diversos indicadores como finanzas públicas sanas, reducción en la deuda externa, aumento en las reservas internacionales, tipos de cambio flexibles, y una más estricta regulación y supervisión financiera

* Doctor en Economía por la UNAM. Actualmente es profesor en la División de Estudios Profesionales y de la División de Estudios de Posgrado de la Facultad de Economía de la UNAM, e investigador en la Dirección de Estudios Macroeconómicos y Sectoriales del Centro de Estudios de las Finanzas Públicas de la Cámara de Diputados.
luisclmiller@gmail.com, jose_clavellina@congreso.gob.mx



durante los años previos a la crisis, contribuyeron a que el impacto de ésta fuera menor al de choques anteriores (como los de 1982, 1994, 1998 y 2001).

La recuperación económica, sin embargo, se está llevando a cabo de manera diferenciada. El acelerado crecimiento de Sudamérica (producto de sus exportaciones de materias primas) y sus estrechos vínculos con China, contrastan con un crecimiento más lento de México y América Central cuya relación con la economía estadounidense afectó de forma importante el desempeño de sus exportaciones, remesas y turismo.

Por otro lado, ante la crisis económica mundial, los países avanzados realizaron esfuerzos por impulsar su producto, provocando, de acuerdo con el Fondo, dos tipos de impulso para la región. Por un lado, se encuentra un acceso relativamente fácil y barato al financiamiento externo; y por el otro, los altos precios de las materias primas. Ambas situaciones han propiciado una especie de bonanza que, como es posible observar a lo largo de la historia de la región, no perdurará mucho tiempo y conlleva importantes riesgos. Lo anterior de cuenta de la necesidad de que la región haga esfuerzos por evitar un nuevo ciclo de auge y colapso (FMI, 2011).

Cabe señalar que a las reformas legales realizadas con anterioridad a la crisis financiera, se deben añadir otros elementos que influyeron en que el sistema financiero de la región no resultara tan afectado. Dichos elementos se refieren a la autonomía de los bancos centrales, que les permitió el otorgamiento de liquidez así como el manejo de las tasas de interés de referencia, y la reducción de los encajes legales (Canales, *et al.*, 2011). Respecto de estos últimos conviene ahondar más pues han resultado una herramienta interesante en la conducción de la política monetaria en algunos países, pues pueden elevarse durante la fase expansiva del ciclo para restringir las condiciones monetarias sin elevar la tasa de interés de referencia. Además, es posible reducirlos si las condiciones financieras internacionales se tornan restrictivas por lo que su uso puede complementar a las tasas de interés. La experiencia de su uso en América Latina muestra que han permitido la estabilización de las tasas interbancarias, moderado los flujos de capital y suavizado la tendencia del crédito, tanto en la fase expansiva como en la recesiva del ciclo económico (Moreno, *et al.*, 2011).

Por otro lado, de acuerdo con el BIS (2008), el reciente desarrollo de los mercados financieros en las economías emergentes, así como las decisiones que dichos países han tomado en torno a la adopción de objetivos de inflación y de una política monetaria independiente, han alterado la forma en que los canales tradicionales de transmisión de política monetaria funcionaban.

Los bancos centrales de la mayor parte de las economías emergentes se han comprometido con la estabilidad de precios y han adoptado objetivos de inflación; en



explicación de lo anterior es que los agentes perciben las variaciones en el tipo de cambio como movimientos en los precios relativos y no tanto como señales de modificaciones en el nivel general de precios, lo que a su vez ha ayudado a reducir las expectativas de inflación (Sidaoui, *et al.*, 2008).

El canal del crédito

Ante una política monetaria restrictiva (una elevación de los tipos de interés de referencia por parte del Banco Central), se esperaría que los bancos comerciales restringieran la oferta de crédito, y que incrementaran el diferencial entre tasas de interés activas y pasivas. Lo anterior se debe a que las mayores tasas de interés afectan la deuda de los acreditados (pues elevan su costo). Además, reducen el valor de sus colaterales y activos por lo que al afectar también su hoja de balance, provocando condiciones crediticias más onerosas.

Mohanty (2008) encuentra que el crédito bancario tiene una influencia significativa en la inversión en las economías emergentes, especialmente en América Latina. No obstante, un período prolongado de bajas tasas de interés con el fin de estimular el otorgamiento de créditos puede no tener el efecto deseado si la economía se encuentra en una trampa de liquidez.

Para el caso de México, estudios recientes muestran que la tasa de interés parece no haber tenido el efecto deseado en el otorgamiento de crédito bancario al sector privado pues, por el lado de la demanda, y pese a la restricción crediticia que se ha observado en el país tras la crisis de 1995, los agentes mantienen una alta demanda por créditos para consumo e hipotecarios, por lo que su sensibilidad a la tasa de interés parece ser baja. Por el lado de la oferta, el saneamiento bancario exigió mayores estándares de crédito, información y reforzamiento de contratos, por lo que aunque en el periodo se haya presentado una mayor disponibilidad de recursos financieros, el efecto de las tasas de interés en el crédito es ambiguo (Sidaoui *et al.*, 2008).

El canal de las expectativas

En la generación de expectativas cada vez tiene mayor relevancia la comunicación y los anuncios de las decisiones de política monetaria (generalmente en fechas predefinidas cuya periodicidad varía de país a país). Como se mencionó anteriormente, el instrumento principal de la mayor parte de los bancos centrales es la tasa de interés de corto plazo; la cual fue resultado de una reorientación de política donde anteriormente se tenían objetivos cuantitativos en la base monetaria. Cabe señalar



estado de desarrollo financiero; de sus características institucionales y legales, y de los objetivos y preferencias del banco central, por lo que no es posible determinar cuáles son las mejores prácticas en la implementación de la política monetaria si no se atiende a dichas características (Ho, 2008).

Medidas macroprudenciales para la estabilidad financiera

Recientemente, los crecientes flujos de capital hacia las economías emergentes han implicado un reto para su estabilidad financiera; pues la elevación de sus tasas de interés para controlar las presiones inflacionarias también puede exacerbar la entrada de capitales y acentuar su apreciación cambiaria. Por esta razón, las autoridades financieras de dichos países han utilizado herramientas para tratar de mantener un sistema financiero estable, contener el sobrecalentamiento económico, las presiones inflacionarias y tratar de mantener su competitividad (Pradhan, *et al.*, 2011).

Es preciso recordar que tras la implementación del segundo paquete de estímulo monetario por parte de la Reserva Federal estadounidense (FED), se incrementaron de forma importante los flujos de capital hacia las economías emergentes en búsqueda de mayores opciones de rentabilidad (Clavellina, 2011).

En tiempos considerados como “normales” los flujos de capital permiten a los países impulsar el desarrollo de sus mercados de capitales, pues la demanda por productos financieros obliga a las instituciones financieras a crearlos, aumentando el crecimiento económico a través de una mejor asignación de recursos. No obstante, cuando los flujos de capital externo son constantes y de una magnitud tal que sobrepasan la capacidad del sistema financiero y de las economías emergentes de absorberlos de forma adecuada, se crean presiones que amenazan la estabilidad financiera a través de alteraciones en los precios de los activos financieros (provocadas por un incremento en la inversión de cartera; o bien, por un boom crediticio a través del sistema bancario).

Entre los instrumentos macroprudenciales utilizados recientemente por los bancos centrales se encuentran: 1) la intervención en el mercado de cambios y la acumulación de reservas internacionales; 2) requerimientos de liquidez y fortalecimiento de las hojas de balance y el capital de los bancos; 3) requerimientos de reserva y medidas para mantener la calidad del crédito y su asignación; y 4) impuestos y controles de capital (Moreno, 2011).¹

¹ Como se mencionó con anterioridad, la abundante liquidez en los mercados emergentes conlleva riesgos de un importante crecimiento del crédito y de burbujas en el precio de los activos financieros alimentadas por las llegadas masivas de capital externo, el cual que puede fácilmente revertirse ante alteraciones en la política monetaria de países avanzados. Ante tal situación, el uso de los instrumentos tradicionales de política monetaria puede restringirse, pues nuevos incrementos de la tasa de interés para contener la expansión del crédito o las burbujas financieras pueden atraer más capital y estimular aquellas variables que se intentaban controlar (Terrier *et al.*, 2011).



Las autoridades financieras deben por tanto sopesar los costos y los beneficios de la acumulación de reservas internacionales. Aunque durante las últimas dos décadas los países emergentes han venido acumulando una gran cantidad de reservas, no existe aún consenso en cuanto al monto óptimo que cada uno debe mantener; no obstante, algunos estudios proponen que se ubiquen entre 19 y 24% del PIB (Clavellina, 2010).

Impuestos, requerimientos y controles a los flujos de capital

Al igual que otras herramientas, los controles de capital imponen costos de oportunidad para los países que deciden aplicarlos; por un lado, pueden ayudar contener los riesgos que amenazan la estabilidad financiera (como la volatilidad del tipo de cambio, los *booms* crediticios y los excesivos flujos y reversiones de capital); pero por el otro, pueden impedir el desarrollo del sistema financiero, por lo que es deseable que su aplicación sea temporal.

Las salidas repentinas de capitales han sido una de las causas principales de inestabilidad financiera en las economías emergentes por décadas. Pese a la liberalización financiera llevada a cabo principalmente en la década de los noventa, en América Latina se siguen aplicando algunos controles de capital. Argentina por ejemplo, establece un período mínimo de permanencia y requerimientos de reserva no remunerados a los flujos de capital externos (Colombia y Chile también han utilizado este tipo de medidas); en Brasil, se reintrodujeron impuestos a las transacciones financieras con capital externo dirigidas al mercado de bonos y acciones (sin afectar a la Inversión Extranjera Directa) (Moreno, 2011).

El establecimiento de requerimientos de reserva a los flujos de capital, hace que una fracción del capital que llega sea depositado en el Banco Central por determinado período de tiempo, al final del cual se reembolsa con la remuneración aplicable (aunque generalmente no se remuneran). Este tipo de operación limita la liquidez de los inversionistas extranjeros y les hace menos atractivas las oportunidades de negocio.

Además, los requerimientos a los flujos de capital tienen como propósito, limitar el endeudamiento en moneda extranjera, llevar a los inversionistas extranjeros a dirigir sus recursos a mayores plazos, y hacer a la economía menos vulnerable a las salidas repentinas de capital. También permiten al Banco Central elevar su tasa de interés de referencia sin provocar llegadas masivas de capital, pues los requerimientos actúan, de hecho, como un impuesto a dichos flujos.

Una de las desventajas de este tipo de herramientas es que su efecto es pasajero, pues los inversionistas pueden encontrar formas de entrar a la economía a través de



absorber las pérdidas de forma más adecuada (se propone además eliminar la deuda subordinada de las hojas de balance). También se recomienda la adopción de requerimientos adicionales y contracíclicos de capital que actúen como amortiguadores que puedan utilizarse en períodos de inestabilidad. A diferencia de los requerimientos mínimos obligatorios (como los establecidos por Basilea), las provisiones adicionales serían calibradas por los propios bancos comerciales de acuerdo con su actividad crediticia. Además, éste tipo de mecanismos podrían activarse o desactivarse dependiendo del nivel que alcance el crédito en determinado período o alguna otra variable económica relacionada con éste (Terrier *et al.*, 2011).³

Cabe señalar que los bancos comerciales de los países emergentes y en especial los de América Latina mantienen, en la actualidad, niveles de capitalización por encima de los que establecen los nuevos criterios de Basilea, lo que abonará en la estabilidad de su sistema bancario en el corto plazo.

Endeudamiento

La reciente crisis financiera internacional permitió observar el alto grado de endeudamiento al que se encontraban expuestos tanto familias, como empresas, instituciones bancarias y gobiernos. Las propuestas en éste sentido van encaminadas a establecer un límite a la relación deuda/ingresos.⁴

Si una economía se encuentra altamente endeudada, el impago de un sector eleva el riesgo sistémico⁵; por ejemplo, si las familias dejaran de pagar sus deudas, los bancos restringirían sus recursos disponibles para créditos empresariales, reduciendo la actividad económica y por ende los ingresos públicos, es decir, afectaría a todos los sectores. Los problemas posiblemente se exacerbarían por el apoyo que el gobierno tendría que brindar al sector privado, rescatando bancos, otorgando ayudas por desempleo y al sector empresarial, elevando aún más el endeudamiento público.

La imposición de límites al endeudamiento contribuiría a reducir el riesgo de default y de la incidencia de futuras crisis; lo cual debe ser complementado por una

³ Ambas propuestas tienen como propósito reducir la velocidad de la expansión del crédito en épocas de crecimiento, pues de cierta forma, elevan su costo e intentan reducir su demanda.

⁴ Un ejemplo de ello es que dicha relación para las familias es de 50.4% en Italia, mientras que para Irlanda o Portugal es de 129.0 y 103.4 por ciento, respectivamente (FMI, 2011).

⁵ Terrier (*et al.*, 2011) identifican al riesgo sistémico como el principal, y lo definen como la interrupción en los servicios financieros causada por una incapacidad de todas las partes del sistema financiero con el potencial de afectar negativamente a la economías real. Tiene una dimensión de sección cruzada y una temporal. La primera toma en cuenta la distribución del riesgo a través del sistema financiero y del sistema económico, reflejando externalidades a lo largo de ambos (exposiciones, interconexiones y contagio). La segunda considera la forma en que el riesgo se acumula y evoluciona a lo largo del tiempo, considerando además la prociclicidad del sistema financiero.



prudenciales como pudieran ser los límites al endeudamiento o al crédito otorgado.

- Si los requerimientos se aplican a depósitos en moneda extranjera pueden ayudar a mitigar y contener la exposición de las instituciones al riesgo cambiario, pues restringirían de cierta forma la liquidez de ese tipo de obligaciones.⁶
- Su aplicación ayuda a sustituir algunos de los efectos de la política monetaria; por ejemplo, sus incrementos pueden preferirse a elevaciones de la tasa de interés de referencia en épocas donde los flujos de capital amenazan con provocar *booms* crediticios en la economía.

Aunque los requerimientos de reserva han venido disminuyendo y desapareciendo durante las últimas décadas, siguen siendo utilizados por diversas economías de forma preventiva ante flujos importantes de capital; China e India, por ejemplo, los han utilizado en varias ocasiones desde 2003 y 2004, respectivamente. Los requerimientos de reserva son utilizados en varios países de Latinoamérica (Brasil, Colombia y Perú, por ejemplo) como complemento de las tasas de interés.

Los países arriba mencionados observaron presiones de sobrecalentamiento y expansión crediticia anteriores al inicio de la crisis internacional (en septiembre de 2008). Sus autoridades financieras se enfrentaban a dilema de elevar sus tasas de interés para contener las presiones inflacionarias y de crecimiento pero atrayendo aún mas capitales externos. Dichas afluencias de capital apreciarían el tipo de cambio y aumentarían aún más la expansión crediticia elevando además al precio de los activos financieros.

Tras el inicio de la crisis, la disponibilidad de financiamiento para las economías emergentes se redujo drásticamente tanto en los mercados externos como internos. Las autoridades financieras de los tres países latinoamericanos decidieron utilizar el encaje legal como medio para atender las necesidades que imponía el sistema financiero. Es decir, antes de la crisis (en el momento del auge) decidieron elevar sus requerimientos de reserva y su tasa de interés de referencia; y los redujeron tras la quiebra de Lehman Brothers. Los movimientos en los requerimientos de reserva generalmente anteceden a cambios en la misma dirección en la tasa de interés de referencia.

El porcentaje que representan los requerimientos de reserva varía entre países y en ocasiones se remuneran por debajo de las tasas de mercado lo que reduce, en

⁶ Perú, por ejemplo, utilizó este tipo de requerimientos a los depósitos en moneda extranjera menores a dos años. Otros países como Brasil, Colombia, Turquía, Corea y China aplican requerimientos de distintas formas y alcances, por lo que las características y la calibración que cada país adopte es muy variada.



En cuanto a los instrumentos de corto plazo, el Instituto Central cuenta con operaciones de mercado abierto; facilidades de crédito y depósito y las ventanillas de liquidez de corto plazo.

En lo que se refiere a los depósitos de regulación monetaria (aquellos que de alguna forma podrían parecerse a los requerimientos de reserva), éstos son un instrumento con que cuenta el Banco Central para retirar grandes cantidades de liquidez del sistema. Éste tipo de depósitos son obligatorios y de largo plazo (no tienen fecha de vencimiento), pagan una tasa de interés y no pueden ser retirados (los bancos comerciales deben constituirlos en el Banxico).

Los depósitos de regulación monetaria a diferencia de los requerimientos de reserva, no se ajustan continuamente de acuerdo a las fluctuaciones de la captación, pues se fija de acuerdo con la liquidez que el Banco de México necesite retirar y se prorrotea en base a ciertos pasivos de referencia de los bancos a una fecha determinada.

Algunas características del sistema bancario en México

La aplicación exitosa de los requerimientos de reserva depende del grado de competencia en el sistema bancario, pues donde éstos tienen poder de mercado, es muy posible que trasladen el incremento en los costos a los clientes, a través de mayores tasas de interés por sus créditos y menores para los depósitos.

Cuadro I
Concentración Bancaria en México

Institución Bancaria	Institución Bancaria
Banamex	Banco Credit Suisse
BBVA Bancomer	Bansí
Santander	American Express
Mercantil del Norte	Multiva
HSBC	Vé por Más
Inbursa	Banco Ahorro Famsa
Scotiabank Inverlat	Compartamos
ING	ClBanco
Banco del Bajío	Bancoppel
IXE	The Royal Bank of Scotland
Interacciones	UBS
Banco Azteca	Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ
Deutsche Bank	Actinver
Bank of America	Banco Regional
Banregio	Autofin
J. P. Morgan	Banco Wal-Mart
Afirme	Volkswagen Bank
Banca Mifel	Banco Amigo
Barclays	The Bank of New York Mellon
Monex	Banco Fácil
Invex	Total 41 Bancos Comerciales

72.7 % de los activos

86.4 % de la cartera

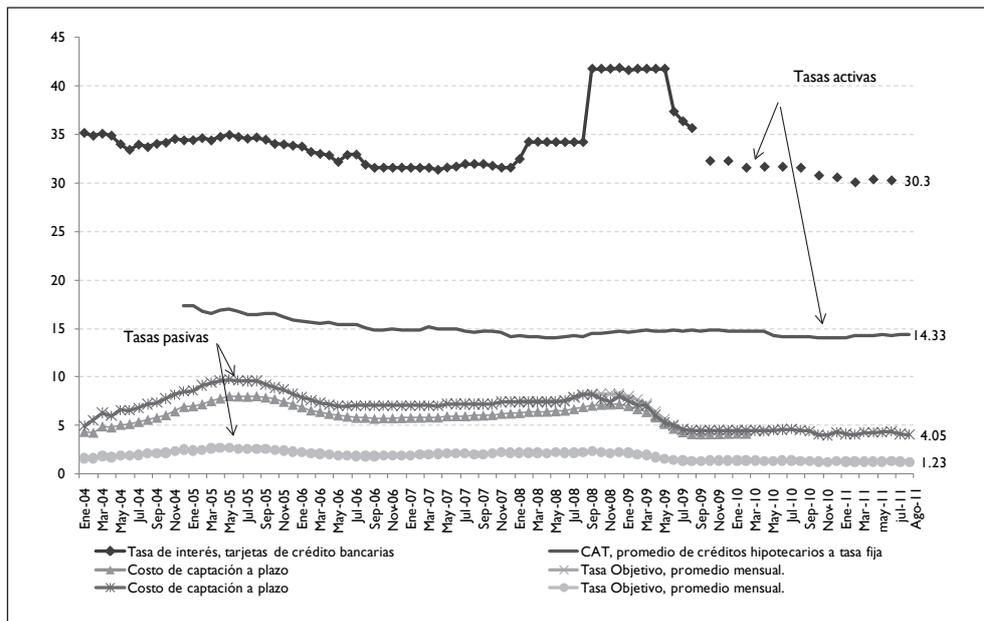
3.12 % de la cartera

En México, la concentración de los activos y de la cartera es una de las características del sistema bancario pues apenas 5 instituciones concentran 72.7% de los activos totales y 7 mantienen 86.4% de la cartera total de crédito.

Una característica adicional que deben tener los sistemas financieros para la efectiva aplicación de requerimientos de reserva es la adecuada supervisión del sector financiero no bancario, que en México estaría compuesto por las Sociedades Financieras de Objeto Múltiple (Sofomes), y las Organizaciones Auxiliares de Crédito (uniones de crédito, cooperativas de ahorro y préstamo, etc). Las cuales durante los últimos años han reportado precisamente problemas financieros derivados de la falta de supervisión y rendición de cuentas.

Es necesario indicar también que el diferencial de tasas de interés en México, permanece alto incluso cuando el Banco de México ha reducido su tasa de interés de referencia, por lo que la posible ampliación del margen de intermediación sería también una posible desventaja de la aplicación requerimientos de reserva.

Cuadro 2
Tasas de Interés Activas y Pasivas, 2004- 2011/agosto
(por ciento anual)

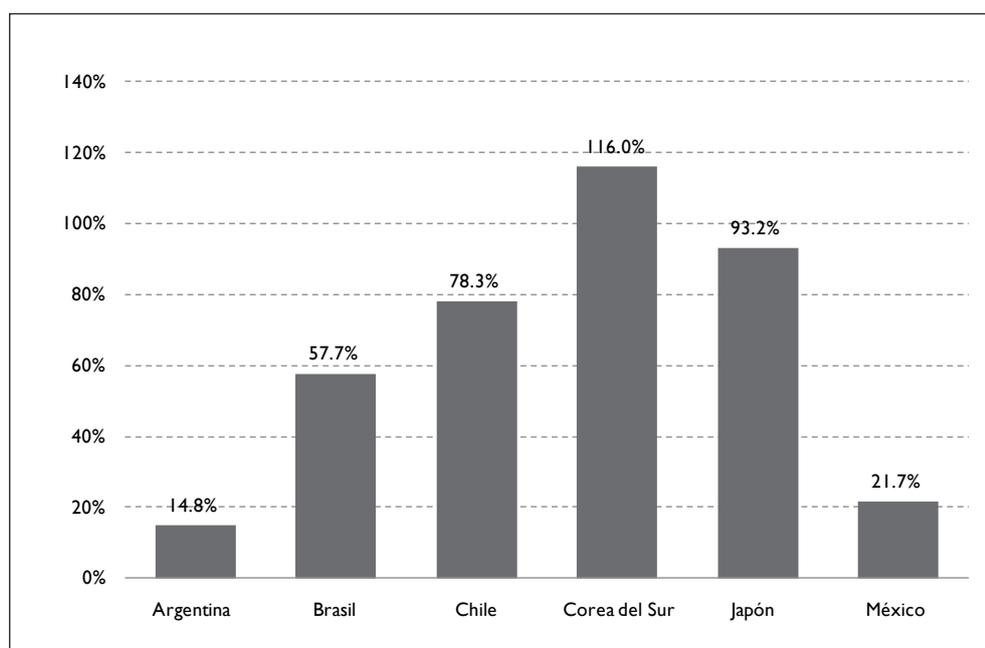


Nota: a partir de octubre de 2009 para el caso de las tarjetas de crédito se refiere a la tasa efectiva promedio ponderada para clientes no totaleros. Fuente: Banxico.



Además, se debe recordar que el crédito bancario otorgado al sector privado de la economía como proporción del PIB es uno de los más bajos en economías emergentes, por lo que el cobro de mayores intereses podría reducir la demanda del mismo.

Cuadro 3
Crédito Privado de la Banca de Depósito como Proporción del PIB



Fuente: Banco Mundial.

Si bien la aplicación de requerimientos de reserva en las condiciones crediticias y bancarias actuales se tornaría poco atractiva, es necesario que se incorporen al conjunto de herramientas alternativas que el Banxico o la CNBV puedan utilizarse cuando las características del sistema financiero lo demanden, es decir, cuando las condiciones del mercado se tornen más competitivas y cuando el crédito comience a fluir a las actividades productivas. Como se mencionó anteriormente, el contar con ese tipo de herramientas permiten dar cierta estabilidad al sistema financiero a lo largo del ciclo financiero.

Sería también necesario que se amplíe el papel de supervisión que actualmente tienen tanto Banxico, como la CNBV y la Condusef, a fin de que los intermediarios financieros no bancarios no representen un obstáculo a la aplicación de medidas complementarias de política monetaria como las descritas con anterioridad.



bancarias pueden limitar el potencial de las medidas macroprudenciales en la acumulación de riesgos financieros.

Los límites al endeudamiento pueden ser una herramienta útil para reducir la amplitud de los ciclos de crédito y reducir los impactos macroeconómicos que una posible crisis trajera consigo.

La aplicación de impuestos o requerimientos de reserva a los flujos de capital de corto plazo que llegan a las economías emergentes ha ayudado a que los inversionistas busquen títulos de mayor madurez, lo que reduce la vulnerabilidad ante repentinas salidas de recursos. No obstante, parece que su eficacia se reduce con el tiempo; además su continua aplicación puede también reducir el atractivo del país, por lo que el FMI recomienda que su aplicación sea sólo temporal.

Bibliografía

- Banco de México, *Depósito de regulación monetaria*. www.banxico.org
- Banco de México, *La conducción de la política monetaria del Banco de México a través del Régimen de Saldos Diarios*. www.banxico.org.
- Banco de México, *La conducción de la política monetaria del Banco de México a través del régimen de saldos acumulados*. www.banxico.org.
- , *Instrumentación de la Política Monetaria a través de un Objetivo Operacional de Tasa de Interés*, www.banxico.org.
- Canales-Kriljenko, I., Jácome, L., Aichi, A., y de Oliveira I. “Acabando con la Inestabilidad”, en *Finanzas y Desarrollo*, FMI, marzo de 2011.
- Clavellina, J., “Relajamiento Cuantitativo de la Reserva Federal y su Impacto en Economías Emergentes”, en *Economía Informa* núm. 366, enero-febrero de 2011.
- Eyzaguirre, Nicolás. “Sustentar la Transformación de América Latina”, en *Finanzas y Desarrollo*, FMI, marzo de 2011.
- García-Cicco, J., “On the quantitative effects of unconventional monetary policies in small open economies”, *International Journal of Central Banking*, vol. 7, núm. 1, March 2011.
- Ho, Corrinne. “Implementing monetary policy in the 2000s: operating procedures in Asia and beyond”, BIS working papers 253, June, 2008.
- Mesquita, M., and Torós, M., “Brazil and the 2008 panic”. BIS papers núm. 54.

