

SEMINARIO 2014

POLÍTICA MONETARIA Y ESTABILIDAD FINANCIERA



Banco Central de Nicaragua

Emitiendo confianza y estabilidad

© Banco Central de Nicaragua

Kilómetro 7, Carretera Sur, 100 mts. al Este,
Pista Juan Pablo II
Managua, Nicaragua

Apartado Postal 2252, 2253

Teléfono: 2255 7171

Web: <http://www.bcn.gob.ni>
Correo-e: oaip@bcn.gob.ni

Fax: 2265 1246

Editora: Ligia Ivette Gómez - Gerente de Investigaciones Económicas BCN
Diseño y diagramación: Jenny Rivera N.

En el presente documento se expresan las opiniones de sus autores, no representa la opinión oficial del Banco Central de Nicaragua o de las instituciones a las que pertenecen.

Seminario 2014
Política monetaria y estabilidad financiera



Managua, 25 y 26 de septiembre 2014.

Contenido

INAUGURACIÓN	VII
CASOS DE ESTUDIOS DE LA POLÍTICA MONETARIA Y LA ESTABILIDAD FINANCIERA PARTE I.....	1
Desafíos en mercados internacionales de capital para los mercados emergentes - <i>James P. Walsh</i>	3
¿Qué ha sucedido desde la crisis financiera mundial?.....	3
¿Cómo están los mercados emergentes?.....	4
¿Qué pasará ahora?.....	5
¿Qué deberían hacer los mercados emergentes?.....	6
Diseño e implementación de la política monetaria en el Perú - <i>Zenón Quispe</i>	9
Dolarización, principal vulnerabilidad de la economía peruana.....	9
Restableciendo la credibilidad en la moneda peruana para desdolarizar la economía ..	10
Conclusiones.....	14
Política monetaria y estabilidad financiera en México - <i>Ernesto Sepúlveda Villarreal</i>	15
Marco institucional de estabilidad financiera	15
Política monetaria y estabilidad financiera	17
Política macroprudencial	20
Comentarios finales.....	25
CASOS DE ESTUDIOS DE LA POLÍTICA MONETARIA Y LA ESTABILIDAD FINANCIERA PARTE II.....	27
La recuperación global y la normalización monetaria - <i>Andrew Powell</i>	29
La economía global en una recuperación, oportunidades y riesgos.....	29
Vulnerabilidades y capacidad de respuesta.....	31
Bancos domésticos.....	34
Ahora, ¿qué pasa con los flujos de capital?	37
Un balance mixto	39
Resumen y recomendaciones.....	40
Costa Rica: política monetaria y estabilidad financiera - <i>Olga Monge Alvarado</i>	41
Breve caracterización de la economía costarricense.....	41
Ejecución de la política monetaria.....	43
Reforma Ley Orgánica BCCR, 1995	44
¿Qué se ha hecho?.....	46

Algunos resultados de la nueva estrategia de política	49
Gestión de la liquidez en Costa Rica	51
Retos de la política monetaria en Costa Rica.....	55
Política monetaria y estabilidad financiera El caso Boliviano - Raúl Mendoza Patiño	59
El consenso de Washington y la visión ortodoxa.....	59
Los desafíos de política a la visión convencional.....	60
Índice de precios al consumidor e índice de precios de alimentos	78
Estabilidad financiera en Colombia - Esteban Gómez	85
Inicios y objetivos.....	85
Estabilidad financiera	85
Componentes del Reporte de estabilidad financiera.....	88
Herramientas de política e interrelación con la política monetaria.....	91
Desempeño y principales retos	95
CONSOLIDACIÓN DE LA ESTABILIDAD FINANCIERA EN NICARAGUA.....	99
Consolidación de la estabilidad financiera en Nicaragua - Víctor Urcuyo Vidaurre	101
Instituciones supervisadas.....	101
¿Qué hemos hecho?	104
Tareas pendientes en el tema de estabilidad financiera.....	107
La estabilidad financiera no es un fin, es una condición necesaria - Silvio Conrado Gómez	109
La estabilidad financiera va más allá de consolidar una economía estructuralmente sostenible.....	109
Desarrollar un sistema financiero competitivo	110
¿Qué pasa cuando existen problemas a nivel económico general?.....	111
Visión nacional respecto a la estabilidad financiera - Luis Rivas Anduray	115
Riesgos cíclicos y los riesgos estructurales	115
Recomendaciones en el contexto de Basilea III	116
Medidas en la implementación de Basilea III.....	116
Visión desde el usuario de crédito - José Adán Aguerri	119
Estabilidad macro y crecimiento ejes para enfrentar la pobreza y el desempleo.....	119
Sistema financiero sólido y concentrado.....	120
Los promedios esconden grandes desviaciones entre instituciones.....	120
Tareas pendientes	121

Gobernabilidad de las instituciones financiera - Eduardo Luis Montiel	123
Avances en las regulaciones.....	123
El crédito no va a solucionar todos los problemas.....	124
RETOS DE LA POLÍTICA MONETARIA EN NICARAGUA	127
Política monetaria en Nicaragua: logros y retos - Ovidio Reyes Ramírez	129
La economía nicaragüense	129
Esquema de política monetaria	131
Operatividad de la política monetaria: instrumentos	132
Logros de la política monetaria.....	134
Retos de la política monetaria.....	136
Estrategia monetaria o regimen cambiario óptimo - Roberto Campos Gutiérrez	139
Racionalidad del régimen cambiario de Nicaragua	139
Tipos de regímenes cambiarios en Centro América.....	140
Condición necesaria: la estabilidad fiscal	141
Un objetivo nuevo debe tener un instrumento nuevo	142
Analizando el sistema de deslizamiento cambiario de Nicaragua - Juan Sebastián Chamorro	145
Sistema cambiario e inflación inercial	145
6 por ciento para el caso de Nicaragua.	145
El BCN debe considerar otro objetivo más allá del tipo de cambio	146
Analizar los regímenes cambiarios híbridos	147
Problemas de la política monetaria, cambiaria y financiera de Nicaragua - Néstor Avendaño	149
¿Cuáles son esos principales problemas con que labora el Banco?.....	149
Determinantes de la dolarización financiera	149
Se estima que existe una ausencia de política financiera.....	150
Algunas sugerencias para el largo plazo	151
Debemos mejorar lo que se tiene - Alejandro Martínez Cuenca	153
Incidir en la estabilidad cambiaria	153
Desarrollo económico con estabilidad social.....	153
El desarrollo económico necesita armonía	154
Palabras de clausura	157
Expositores	161
Glosario	167
Referencias	169

INAUGURACIÓN

*Ovidio Reyes Ramírez,
Presidente del Banco Central de Nicaragua*



Auditorio de la Biblioteca Rubén Darío del Banco Central de Nicaragua

Les agradezco su presencia en el “Seminario de política monetaria y estabilidad financiera”. Antes de comenzar quisiera compartir para hacerles partícipes de nuestro júbilo como nicaragüenses por ser septiembre, el mes de la libertad y la independencia de nuestra nación. Septiembre es un mes de alegría para Nicaragua, para otros países cuyos representantes están aquí presentes como Costa Rica y México, se celebra la creación de nuestras naciones independientes y soberanas. Todos los pueblos Latinoamericanos y del Caribe compartimos lazos históricos y culturales comunes que nos unen y hermanan más allá de las diferencias.

En este contexto fraterno nos reunimos el día de hoy para dar inicio a este seminario sobre política monetaria y estabilidad financiera. Quizás por esta atmósfera de hermandad somos optimistas y esperamos lograr la consecución de los objetivos del seminario: compartir conocimientos, intercambiar experiencias, proponer opciones para plantear alternativas. En definitiva, colaborar entre nosotros para poder realizar la labor y el mandato que nuestros pueblos nos han encomendado. Es decir, formular, ejecutar efectiva y eficientemente una

política monetaria y una supervisión financiera que favorezcan el desarrollo y el bienestar de la población.

En la búsqueda de consensos nacionales para la implementación de políticas, desde 2013 el Banco Central de Nicaragua inició un proceso de intercambio con hermanos de América Latina, el Caribe y la comunidad cooperante, para proponer políticas económicas que promuevan el desarrollo sostenible y equitativo, en un marco amplio de participación ciudadana, en donde hay representatividad del sector privado, sindical, académico, financiero, medios de comunicación, entre otros. El año pasado, en el contexto del seminario internacional similar al que nos ocupa hoy día, discutimos sobre crecimiento y productividad, en el cual se obtuvieron valiosos aportes, como el desarrollo de mesas de diálogo para atender sectores específicos y el impulso de una amplia agenda de fortalecimiento de la educación.

Este año discutiremos sobre política monetaria y estabilidad financiera. Este encuentro consta de tres sesiones a desarrollarse en dos días. En el primer día se compartirá información sobre el panorama actual de la política monetaria y la estabilidad financiera a nivel mundial. Veremos los casos particulares de Perú, Costa Rica, Bolivia, México y Colombia. En el segundo día nos centraremos en la política monetaria y de supervisión bancaria de Nicaragua. Se expondrá su situación actual, los retos de política monetaria y de estabilidad financiera. Además, se abordarán las principales interrogantes a responder en los próximos años. En esta sesión se abrirá la discusión de un panel de expertos nacionales del que se espera obtener aportes para enriquecer la toma de decisiones.

Para iniciar la discusión, permítanme referirme a la perspectiva global. El desarrollo económico está constituido por una cadena compleja de causalidades que no tienen inicio ni fin. El sistema monetario y financiero es una parte indispensable de esa cadena. Un sistema monetario y financiero ágil y estable es una condición imprescindible para el crecimiento económico y para la consecución de la erradicación de la pobreza. La experiencia ha demostrado que las crisis financieras profundizan y enraízan la pobreza. Según el Banco Mundial, durante una crisis financiera los hogares pobres pierden 10 veces más ingreso que los hogares promedios. Para nosotros, países en vías de desarrollo, este riesgo es demasiado grande.

La región se encuentra en un contexto favorable, sin embargo, cada oportunidad viene acompañada de retos y riesgos propios. En primer lugar, la recuperación económica de los Estados Unidos y Europa es favorable para la región. Sin embargo, el aumento esperado de sus tasas de interés podría propiciar fuga de capitales. En segundo lugar, el crecimiento de China continúa favoreciendo las exportaciones de algunos países, no obstante ¿qué sucedería si se produce una fuerte desaceleración en el crecimiento de economías emergentes?

Por ello se debe estar atentos a estos riesgos, pero no ser excesivamente cautos. En la última década nuestros países han demostrado estar mejor preparados para hacerle frente a estos riesgos. Se cuenta con estabilidad macroeconómica y financiera; los ratios de solvencia y liquidez son altos; la regulación y la supervisión han mejorado; con el avance

del proceso de integración financiera, los flujos netos de capital se han vuelto más estables y sus oscilaciones menos pronunciadas. Somos optimistas en que sabremos manejar estos riesgos para aprovechar las oportunidades. No obstante, no creemos que debamos conformarnos con ello, se debe ir más allá.

El Fondo Monetario Internacional estimó en julio para Latinoamérica y el Caribe un crecimiento del 2 por ciento en 2014 y 2.6 por ciento en 2015. No obstante, esta es la tercera vez consecutiva que se ha reducido el pronóstico de crecimiento para la región. Más preocupante es el hecho que este bajo crecimiento económico se encuentra cercano a su crecimiento potencial. Difícilmente se podrá conseguir la erradicación de la pobreza con este bajo nivel de crecimiento. Es necesario iniciar un debate amplio acerca de la necesidad de reorientar la política monetaria y la supervisión financiera para incluir otros objetivos como el aumento de la productividad o la promoción del crecimiento.

Como todos ustedes saben, el devastador impacto de la crisis financiera generó consenso en torno a la idea de que la regulación financiera micro prudencial no poseía un enfoque holístico del sistema financiero. Como consecuencia, los supervisores de los mercados financieros no fueron capaces de ver más allá por culpa de los árboles. El desarrollo de este tipo de regulación, poco utilizada, no posee una vasta cantidad de experiencias internacionales para basar y fundamentar sus normas. Se está ante un terreno nuevo, se debe pisar con cautela y sentido común, para no tropezar y generar más problemas que soluciones.

En este sentido, si bien la política monetaria y la supervisión financiera tienen objetivos e instrumentos concretos y específicos, es evidente que sus efectos se transmiten a través de toda la economía. Concebir estas políticas al margen del resto del sistema económico no es una opción. Cualquier decisión de política adoptada, debe estar en consonancia con el resto de políticas y con objetivos nacionales superiores, dígame reducción de la pobreza, aumento de la productividad o crecimiento económico. Por ello, la política monetaria y la supervisión financiera se deben configurar de manera articulada para obtener los máximos resultados.

Sobre esa articulación se busca discutir en este foro. En el caso de la economía nicaragüense, se está viviendo un período de estabilidad, con mayores tasas de crecimiento en este quinquenio, en comparación a las observadas en el quinquenio anterior, menores niveles de endeudamiento público, mayor cobertura de reservas internacionales, menores tasas de inflación, mayor diversificación de las exportaciones, flujos de inversión extranjera directa y creciente grado de profundización del Sistema Financiero Nacional. Si bien los avances han sido considerables, también los retos a los que se enfrenta la economía son importantes, la labor que se tiene por delante es ardua y se tienen más preguntas que respuestas. En este seminario se espera discutir sobre la visión nacional en relación a la mejor política monetaria y cambiaria para nuestro país y la articulación de ésta con la política de estabilidad financiera.

La articulación de estas políticas debe de tener en cuenta la política macroprudencial a implementar, para hacer frente a los riesgos derivados tanto de choques internacionales

como de vulnerabilidades domésticas. Para poder abordar estos temas nos encontramos reunidos en este seminario, el cual se espera arroje luces sobre la política monetaria y financiera en los años venideros, así como establecer un espacio de discusión y aprendizaje para promover sinergia entre diversas experiencias nacionales e internacionales sobre el manejo macroeconómico, a través de políticas monetarias y de la protección a la estabilidad financiera. Por medio de estos espacios podremos ofrecer respuestas a las interrogantes y propuestas concretas que contribuyan al bienestar de todos los nicaragüenses.

Para finalizar, quisiera reiterar nuestro agradecimiento a los bancos centrales de la región por atender nuestra invitación: a Bolivia, Colombia, Costa Rica, México y Perú. Nuestro agradecimiento al Fondo Monetario Internacional, al Banco Interamericano de Desarrollo, a nuestros panelistas nacionales, quienes no dudaron en aceptar nuestra invitación. Se espera que este evento sea del agrado, del provecho de todos ustedes y que juntos nos dispongamos a entablar un diálogo constructivo para honrar el espíritu de celebración de este mes patrio.

Perspectiva de los diferentes mecanismos de transmisión de la política monetaria – Experiencias internacionales

Parte I



Herberth Solórzano Somoza (Banco de Guatemala), Ovidio Reyes (Banco Central de Nicaragua), Adolfo L. Cobo Serna (Banco de la República de Colombia), Joel González Pantaleón (Banco Central de la República Dominicana).

Desafíos en mercados internacionales de capital para los mercados emergentes

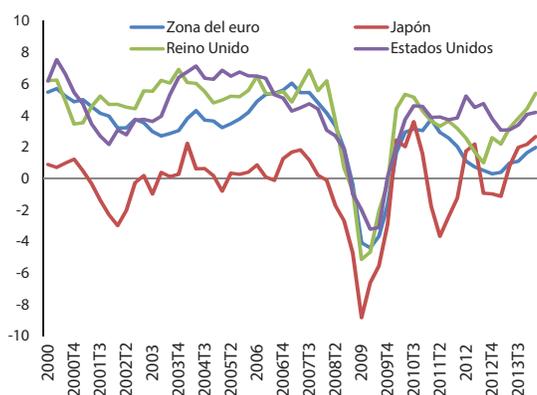
James P. Walsh

Subjefe de división en el Departamento de Mercados
Fondo Monetario Internacional

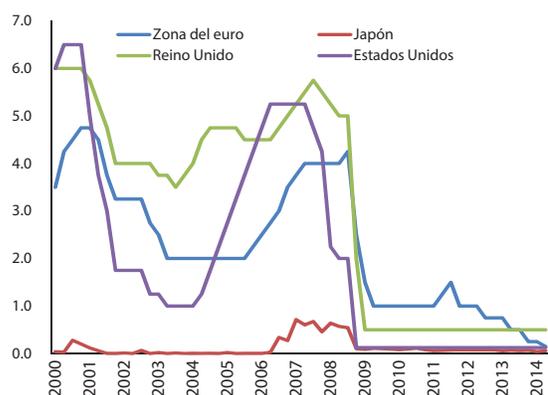
¿Qué ha sucedido desde la crisis financiera mundial?

En economías avanzadas, el Reino Unido, Zona Euro y Estados Unidos se pudo observar una gran caída en las tasas de crecimiento durante la crisis financiera global, pero después de la crisis, todavía no se observan tasas de crecimiento mayores a las que había antes de ese acontecimiento.

Tasas de crecimiento del PIB
(porcentaje, interanual)



Tasas de política monetaria



Estas tasas de crecimiento económico tan bajas han creado un clima donde los bancos centrales de economías avanzadas han mantenido tasas de política monetaria bajas. En particular en Estados Unidos, Japón y Reino Unido, las tasas de política monetaria se han situado cerca del cero por ciento en los últimos años.

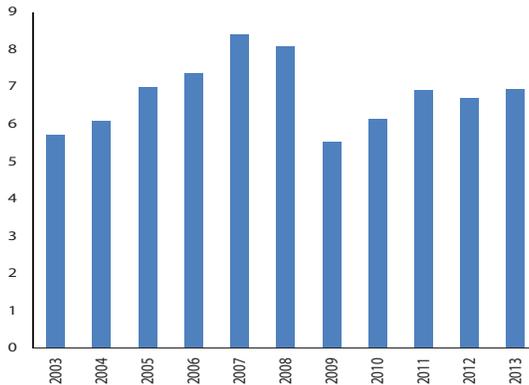
Las bajas tasas de política monetaria han creado una búsqueda de rendimiento en algunos mercados. En la mayor parte de los países, el rendimiento de los bonos a 10 años ahora es menor que en 2006, algunos inversionistas han buscado mayores rendimientos en el mercado de acciones. Aun así, la volatilidad en este mercado es baja. El bajo nivel de volatilidad de las acciones en los mercados avanzados ha tenido un efecto en la relación precio-ganancia de las acciones en los Estados Unidos y en otros países. Esa relación estuvo baja durante la crisis, ahora está creciendo bastante.

En estos momentos no se observan los niveles de riesgo de la burbuja del año 1999 o que se vieron durante la crisis mundial. Sin embargo, los riesgos están aumentando pues se observa una mayor cantidad de préstamos apalancados.

Relación precio-ganancias S&P 500



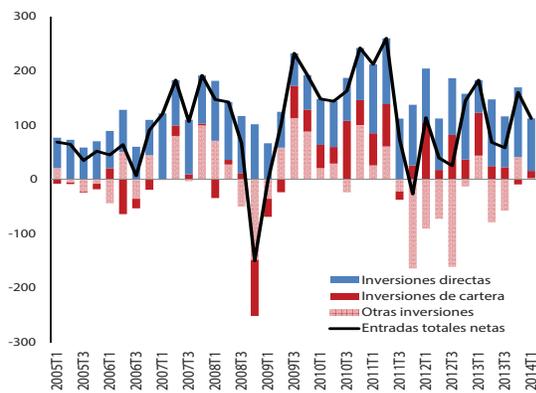
Préstamos apalancados: Relación deuda-EBITDA para préstamos muy apalancados



Previo a la crisis financiera los niveles de apalancamiento en los mercados avanzados fueron altos, para luego disminuir en la crisis. No obstante, en estos momentos existe una tendencia alcista, debido a la búsqueda de rendimientos en los mercados emergentes (ME).

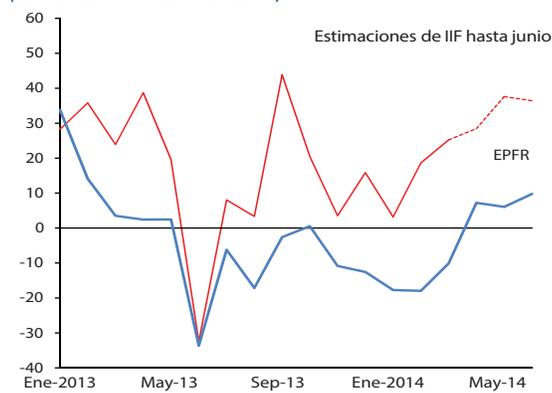
Flujos de capital netos a ME, por categoría

(miles de millones de dólares de EE.UU.)



Índice IIF: Entradas de inversiones de cartera a mercados emergentes

(miles de millones de dólares de EE.UU.)



Según el Instituto de Finanzas Internacionales (por sus siglas en inglés IIF) cinco o siete años después de la crisis se observa un nivel tan alto de flujos de capital, incluso superiores a los anteriores de la crisis financiera internacional. Estos flujos han aumentado en la medida que van aumentando las expectativas respecto a las tasas de política monetaria.

¿Cómo están los mercados emergentes?

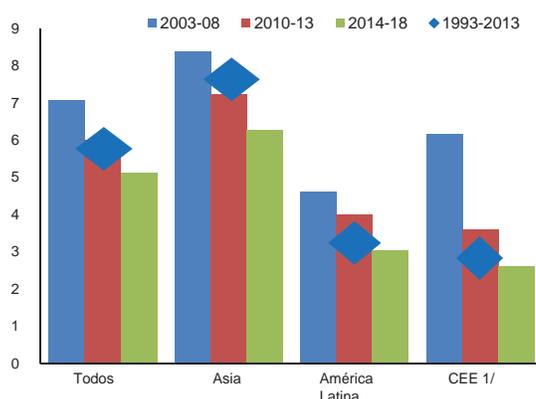
Las tasas de crecimiento económico en los países avanzados y emergentes son más bajas que antes de la crisis y este efecto se ve más en Asia que en otras regiones, especialmente en China. Antes de la crisis, las tasas de crecimiento del PIB tendencial en China estuvieron alrededor del 10 por ciento por año en términos reales, ahora se estima alrededor del 7 por ciento. Dado que China es la segunda economía más grande del mundo, esto tiene un efecto fuerte en la tasa de crecimiento promedio de Asia y del mundo.

Se observa una disminución del crecimiento tendencial no sólo en China, India e Indonesia, sino también en los mercados de Latinoamérica y Europa del Este. Brasil, en

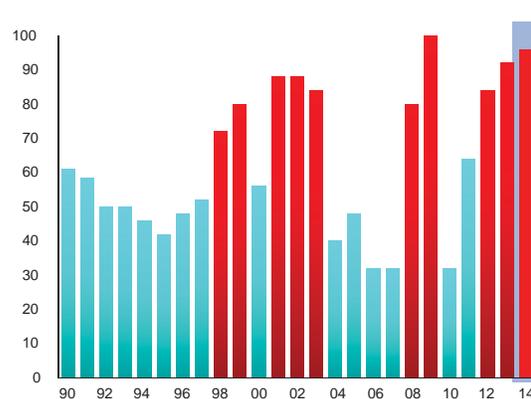
estos momentos, se encuentra en una recesión técnica, donde ha transcurrido un año de tasa de crecimiento económico de casi cero, lo cual se observa también en otros países.

Los cálculos del PIB tendencial en la mayor parte de los mercados emergentes se encuentran en un nivel más bajo a los observados durante la crisis, este fenómeno se ha generalizado. Durante la crisis financiera internacional, hubo una desaceleración en todos los mercados emergentes, en estos momentos, aunque no hay crisis, se observa una desaceleración en el 90 por ciento de los países emergentes.

Mercados emergentes: Evolución del crecimiento
(variación porcentual interanual)



Desaceleración sincronizada en los ME
(porcentaje de países de ME con desaceleración del crecimiento)



Esta desaceleración tiene efectos para la economía mundial, no obstante, es necesario recalcar que la inflación y las cuentas corrientes están bajo control. Existen excepciones como Argentina, India y Turquía, pero en la mayor parte de los países emergentes la inflación en los últimos años se encuentra bajo control, el que se debe a un mejoramiento de la comunicación de las políticas de los bancos centrales a los mercados. Por otra parte, los déficits en cuenta corriente son de menos del 5 por ciento del PIB y en la mayor parte de los casos parecen sostenibles.

¿Qué pasará ahora?

Los factores de vulnerabilidad externa han disminuido en países emergentes. A este año en casi todos los mercados emergentes las reservas internacionales exceden las necesidades potenciales de flujos. Latinoamérica no tiene un comportamiento diferente. Las excepciones a la regla son Turquía, Argentina y Sudáfrica.

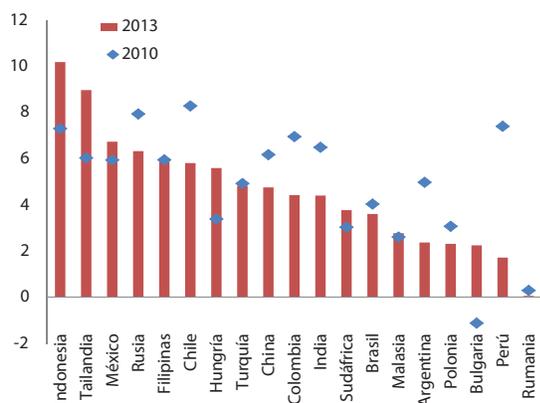
En la mayor parte de los países emergentes la cuenta corriente tiene una calidad de financiamiento más alta a la observada antes de la crisis financiera o en los años 90. Si se agrega los flujos de inversión extranjera directa, una forma de inversión más estable que otros flujos de la cuenta corriente, se ve que casi en todos los mercados emergentes el déficit de cuenta corriente, financiado con flujos de cartera o flujos de deuda, son menos del 2 por ciento del PIB. En este aspecto, en la mayor parte de los mercados emergentes el déficit de cuenta corriente es sostenible. El monto a financiar con flujos inestables es más pequeño a los observados antes de la crisis.

Es una buena noticia que, a pesar de la existencia de flujos en los mercados emergentes en cuanto a bonos y acciones, los precios de estos activos en esos mercados no son elevados, lo cual contrasta con la situación de los mismos instrumentos en los mercados avanzados.

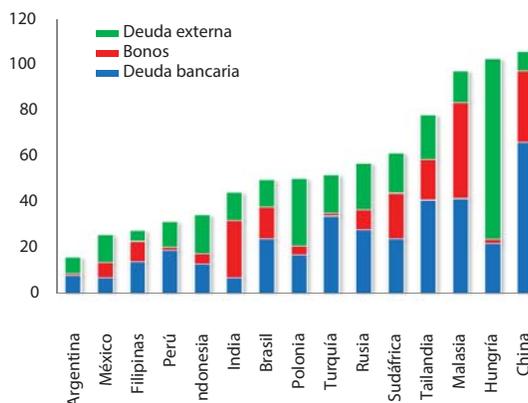
En países emergentes, de hecho, por todo el mundo, los bancos están concediendo más créditos que antes de la crisis. En China, Brasil y Turquía, hay un gran aumento en montos de créditos concedidos por los bancos. Sin embargo, en la mayoría de los mercados emergentes el monto en créditos bancarios concedido en los últimos años se ha disparado.

¿Qué tipo de riesgos implica? Se está ahora en un punto de inflexión del crédito y la rentabilidad de las empresas en países emergentes y avanzados, esta última está más baja en 2013, que en 2010. Siempre existen excepciones, pero en la mayor parte de los países con distintas métricas se observan rendimientos para las empresas más bajos a los vistos hace tres años, sobre todo antes de la crisis.

Rendimiento de activos para sociedades no financieras (porcentaje)



Deuda del sector empresarial, 2013 (porcentaje del PIB)



La deuda del sector empresarial en países emergentes está más elevada que antes de la crisis y este aumento de apalancamiento tiene implicaciones sobre el monitoreo de los riesgos en la economía y el sistema bancario. Respecto al aumento de la deuda, en países emergentes no sólo es un asunto de deuda bancaria, sino de bonos. Sobre todo, en Asia donde ha habido un aumento de bonos emitidos por empresas y la presencia de inversionistas extranjeros ha aumentado en los últimos años.

La deuda de los hogares es una preocupación de los últimos años, como se vio en el sector bancario, la deuda en China, Turquía y Brasil ha aumentado más que en otros países. El asunto con la deuda de los hogares es que en algunos países la relación entre el monto de la deuda y la probabilidad de repago no ha sido estudiada, esto puede crear problemas.

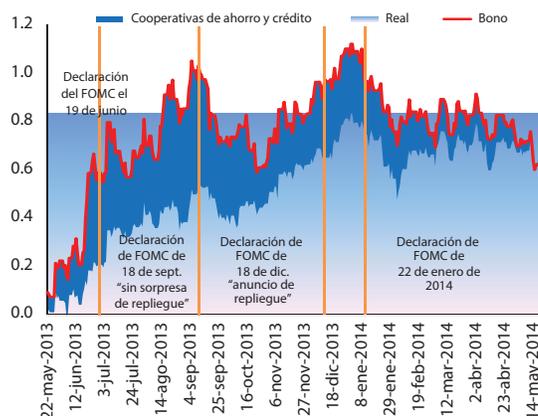
¿Qué deberían hacer los mercados emergentes?

En la mayor parte de los mercados emergentes, los bancos ahora están en una posición sólida, su nivel de capital es más alto que antes de la crisis, aunque ha disminuido un poco en los últimos años, los bancos todavía tienen una posición de capital fuerte. La cobertura de provisiones contra las pérdidas máximas esperadas es alta.

La tasa de política monetaria de los Estados Unidos va a aumentar con el tiempo. No se sabe si va a ser lento o rápido, pero en dos o tres años estarán más elevadas. El aumento en las tasas de interés de Estados Unidos implicará tasas más altas en otros mercados avanzados.

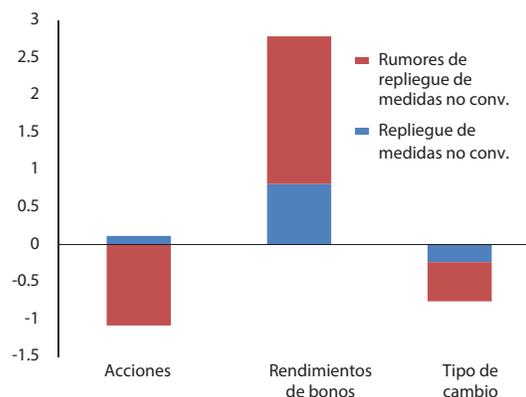
Shocks reales y monetarios 1/

(puntos porcentuales; variación del rendimiento del bono del Tesoro a 10 años desde el 21 de mayo de 2013)



Respuesta de los ME durante episodio de repliegue 1/

(variación porcentual)



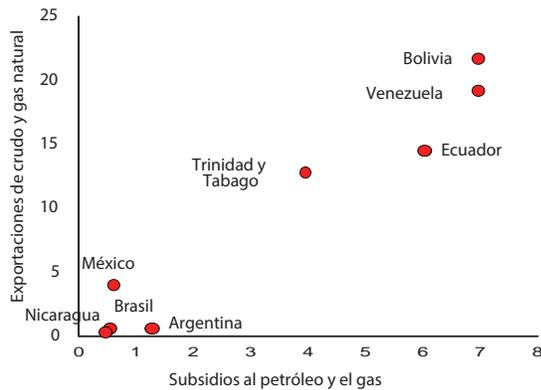
En mayo de 2013, la Reserva Federal anunció que iban a comenzar su programa de compra de bonos, este anuncio creó un gran aumento en las tasas de interés de corto plazo y de largo plazo en Estados Unidos, en otros países avanzados y emergentes. El efecto de estas acciones fue una significativa depreciación en el tipo de cambio de algunos países, pero el principal efecto se dio en el rendimiento de los bonos en los mercados emergentes. El FMI espera un crecimiento más lento en casi todos los mercados emergentes, lo cual va a tener un gran efecto en la economía mundial.

En casi todos los países emergentes se observa una posición fiscal más fuerte que antes de la crisis, sobre todo, comparado con la situación antes del año 2000. La deuda bruta de casi todos los países está ahora más baja a lo observado ese año, en casi todos esos países los déficits fiscales son más sostenibles que antes.

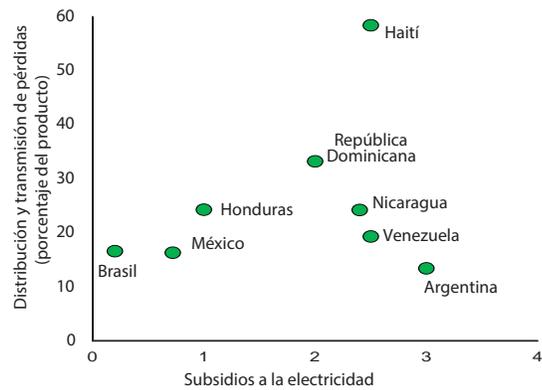
En algunos países todavía se tiene problemas antiguos, como subsidios al petróleo y a la electricidad. Esto no es sólo en países Latinoamericanos, en Asia y en otras regiones existen subsidios caros se usan recursos que se podrían destinar a programas sociales u otras metas. No obstante, en Latinoamérica existen restricciones en la oferta que disminuyen la tasa de crecimiento tendencial del PIB.

Las restricciones incluyen sistemas de educación, infraestructura y otros, que aumentan el costo de los negocios en algunos países, aunque en los últimos años se ha visto en países emergentes, una tasa de desempleo más baja que antes de la crisis. Aunque están ahora bajas, todavía están más altas a la de países avanzados. Por ejemplo, Perú con tasas de crecimiento de 6 por ciento ahora después de años de rápido crecimiento. En Estados Unidos, Dinamarca, Canadá o Japón, después de diez años de crecimiento tan rápido, las tasas de desempleo están alrededor del 3 o 4 por ciento, el problema en los países Latinoamericanos son las restricciones en el mercado laboral que restringen la creación de empleos.

Subsidios al petróleo y la electricidad¹
(porcentaje del PIB)



Subsidios a la electricidad
(porcentaje del PIB)



Desde la crisis financiera mundial han sido fuertes los flujos a los mercados emergentes que forman parte de esta búsqueda de rendimientos, se observa en todos los mercados del mundo. A medida que se recuperen las economías avanzadas, las tasas de interés en Estados Unidos, Reino Unido, eventualmente en Europa y Japón van a aumentar. Al mismo tiempo, el crecimiento de las economías emergentes está desacelerándose y están en alza riesgos de apalancamiento en algunos países con deuda externa. Para limitar los riesgos y fortalecerse contra los problemas que puedan ocurrir en la economía mundial, las autoridades de los países emergentes deben prestar atención a la deuda pública, al apalancamiento de las empresas, los bancos y las reformas a largo plazo para acordar las restricciones en la oferta.

Diseño e implementación de la política monetaria en el Perú

*Zenón Quispe,
Asesor de la Gerencia General,
Banco Central de Reserva del Perú*

Dolarización, principal vulnerabilidad de la economía peruana

El aumento de la inflación, principalmente en las economías emergentes, empeora la distribución del ingreso. Altos niveles de inflación desembocan en mayores disloques sociales, eso es un motivo fuerte para, en primer lugar, tener una política monetaria en pro de la estabilidad de precios. En segundo lugar, para crecer de forma sostenida en el largo plazo.

El crecimiento económico de largo plazo a través de la inversión se apoya en la estabilidad de precios. Para crecer sostenidamente en el largo plazo se necesita inversión, no de corto sino de largo plazo. Para realizar esta última, los inversionistas siempre están evaluando el grado de certeza o la incertidumbre que acompaña al rendimiento de sus inversiones. Cuando hay una alta inflación no es posible prever la evolución del precio de venta final del producto que se genera, ni siquiera de los componentes de su costo, para los inversionistas se hace más riesgoso invertir porque no pueden proyectar su retorno. Por tanto, deciden no realizar ese tipo de inversión.

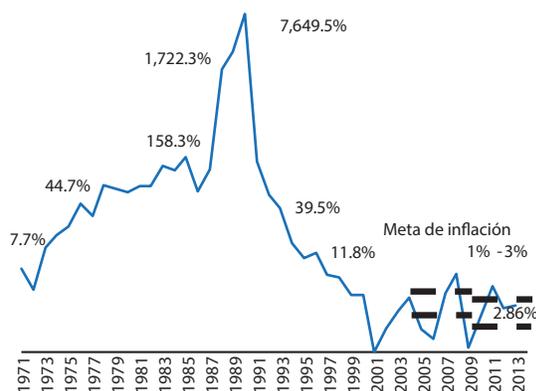
En esta presentación se abordará la relación entre la inflación y la dolarización en el Perú, por qué es una fuente de vulnerabilidad. Asimismo, se abordará sobre los riesgos de una desaceleración global y los efectos de los movimientos de capitales en una economía altamente dolarizada.

En el caso del Perú, las personas se han dolarizado. El alto nivel de la inflación generó una búsqueda de preservación de valor. En esos momentos no había un buen mercado de capitales y los bancos tampoco ofrecían rentabilidades razonables, las comisiones de este sector perjudicaban los ahorros de las personas. En este ambiente los agentes económicos encontraron en el dólar el activo que podía proteger sus ingresos.

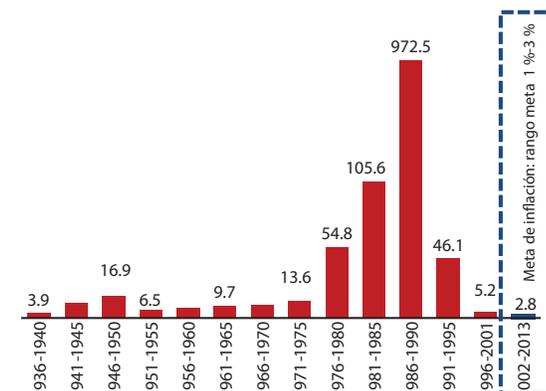
La dolarización implica retos para la política monetaria. Por ejemplo, cuando el Banco Central del Perú quiere estabilizar los precios a través de un aumento de la tasa de interés de corto plazo, los agentes económicos pueden decidir gastar en dólares, porque su tasa de interés es más baja reduciendo su costo de oportunidad. De esta manera, las presiones inflacionarias van a persistir.

La dolarización en el Perú ha disminuido con el tiempo, aunque sigue siendo alta. El ratio de dolarización en 1999 y en el 2000 era cerca de 82 por ciento. El grado de dolarización anda en 39.6 por ciento, por lo cual sigue siendo un reto para la economía debido a la implicancia de una alta volatilidad cambiaria.

Tasa de inflación
(fin de período)



Tasa de inflación
(promedio anual en %)



La volatilidad cambiaria afecta la posición financiera de los agentes económicos dolarizados. La deuda en dólares, cuando hay mucha volatilidad del tipo de cambio puede afectar las finanzas de los agentes económicos y trasladarse al sector real. Es fundamental proveer de liquidez en dólares a la economía mediante las reservas internacionales. Sin embargo, esto puede afectar la posición financiera del Banco Central del Perú. Por esta razón es necesario considerar estos elementos para hacer una buena política monetaria y financiera.

Restableciendo la credibilidad en la moneda peruana para desdolarizar la economía

El Banco Central de reserva del Perú (BCRP) es la institución más importante para configurar un marco apropiado de política monetaria. El BCRP debe decidir en qué momento modificar su política, definir ¿cuál debería ser la magnitud de su ajuste? El BCRP debe tener autonomía no solo en el ámbito de esas decisiones, sino desde el punto de vista de su presupuesto porque utiliza instrumentos que implican costos financieros. El Banco Central debería tener autonomía administrativa.

Las principales características de la política monetaria del Perú son:

- Banco Central autónomo
- Tipo de cambio flexible
- Políticas activas para mitigar la vulnerabilidad financiera
- Objetivo único: estabilidad monetaria
- Está prohibido financiar al sector público
- Esquema de metas de inflación desde 2002: 2% (+/-) 1%
- Tasa de referencia para el mercado interbancario como instrumento operativo

Un cambio necesario consistió en la eliminación del régimen de tipo de cambio fijo. El régimen cambiario rígido distorsionaba las asignaciones de recursos en la economía, al mismo tiempo invitaba al riesgo moral de los agentes económicos, quienes presionaban

por beneficiarse de uno u otro tipo de cambio. Por esa razón en Perú se ha implementado el régimen de tipo de cambio flexible, al mismo tiempo se le ha dotado de instrumentos para mitigar cualquier vulnerabilidad financiera.

El BCRP tiene prohibido financiar al sector público en el caso peruano. El Banco Central de la Reserva del Perú, por ley, no puede financiar al sector público. Eso es clave para conseguir proyectar la credibilidad institucional en el largo plazo y retornar a una buena senda de crecimiento.

Desde el año 2002, el Banco Central de Reserva del Perú comenzó a implementar un nuevo esquema de política. El esquema de metas de inflación, que en realidad desde mediados de los 90 se venía poco a poco implementando con metas específicas, se adoptó en el 2002. Ahora la meta de inflación es de un 2 por ciento más menos un rango de tolerancia de 1 por ciento.



La idea es mejorar los ciclos crediticios. Éstos están alejados de los ciclos financieros en el caso de Perú, una economía dolarizada, abierta financieramente con flujos de capitales influyentes en la disponibilidad de los fondos. Pronto se espera que haya flujos de capitales emergentes hacia las economías desarrolladas tal vez porque todas las tasas de interés van a subir, unas con más rezago que otras porque están en un momento distinto.

Los requerimientos de encaje son un instrumento para controlar los ciclos crediticios. Por ejemplo, se exige un encaje más alto para las obligaciones en moneda extranjera de los bancos, ya sea porque los depositantes han depositado en dólares o porque se han financiado en la Banca Internacional. Un encaje más alto en moneda extranjera permite que los flujos de capitales de corto plazo disminuyan o se acumulen bajo la forma de reservas internacionales. En el caso de salidas de capitales, el encaje disminuye para no reducir drásticamente el crédito. Las obligaciones de largo plazo no están sujetas al encaje legal.

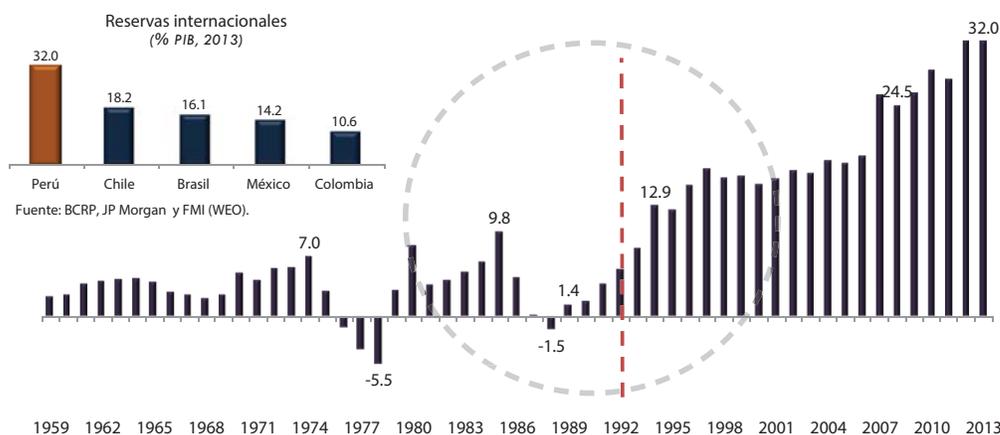
Dado el alto nivel de dolarización es necesario intervenir para disminuir una excesiva volatilidad del tipo de cambio. La intervención permite controlar el riesgo de hoja de balance de las empresas. No se fija ningún nivel de tipo de cambio, se respeta la tendencia dejando que el mercado lo determine.

Para hacer todas esas cosas, se necesitan reservas internacionales. ¿Cómo se utiliza la tasa de referencia para el mercado interbancario? Se observan varias variables como la inflación esperada o algunos indicadores adelantados, por ejemplo, la inflación subyacente y la brecha de producto.

Las economías emergentes se están desacelerando, la brecha de producto en el caso de Perú se ha hecho negativa. Perú ha comenzado a reducir su tasa de interés de referencia, ha bajado desde 4.25, hasta 3.5 por ciento. Es más, ha comenzado a reducir sus requerimientos de encaje, cuando se anunció el *taper* en la salida de capitales, el tipo de cambio comenzó a reflejar ese tipo de fenómeno, el BCRP comenzó a reducir sus requerimientos de encaje. Sin embargo, una tasa de interés tiene su objetivo fundamental de controlar la inflación. Los otros instrumentos, más bien van hacia moderar los ciclos crediticios desde el punto de vista de estabilidad financiera, a eso se refieren los requerimientos de encaje.

El encaje en moneda extranjera es más elevado que el encaje en moneda nacional. El encaje en moneda nacional ha bajado del 30 al 11.5 por ciento en estos meses, porque se quiere inducir que el financiamiento de la economía doméstica sea en moneda nacional. La desdolarización se quiere inducir, pero no forzándola, sino a través de este tipo de políticas diferenciales que ayuden en este proceso. Se afirma que es una forma de control de capitales, se restringen de esas operaciones a todos los agentes económicos sean domésticos o internacionales.

Reservas internacionales netas: 1960 - 2013
(% del PIB)

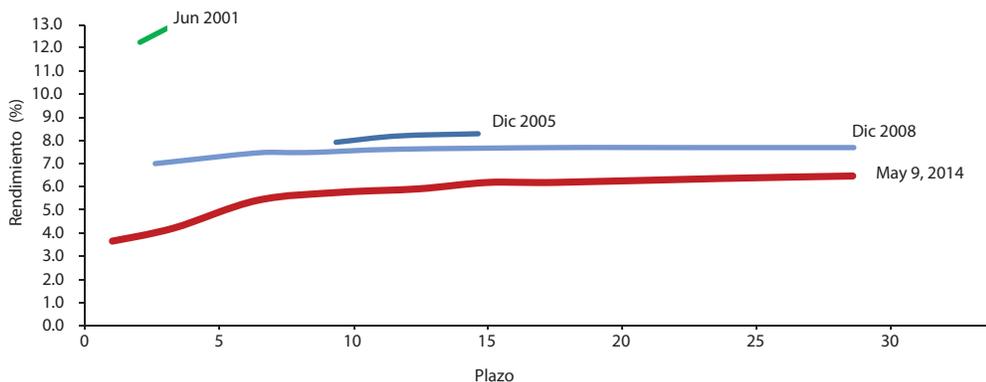


Las implicancias de esta diferenciación en las tasas de encaje, en el caso peruano, se ha reducido el ritmo de endeudamiento o de crédito en moneda extranjera y el ritmo del crédito en moneda nacional ha aumentado comportándose en forma estable, pero desdolarizándose. Al mismo tiempo, se ha buscado controlar la volatilidad del tipo de cambio, siempre respetando su tendencia.

El Banco Central debe tener una posición financiera sólida y contar con contrapartes para poder esterilizar las inyecciones de liquidez que puedan necesitar esas intervenciones. En el caso del BCRP, se tienen certificados de hasta 18 meses emitidos por el mismo Banco Central, son subastados con operaciones de mercado abierto y tiene el apoyo, más importante aún, del tesoro. El tesoro deposita en el BCRP, eso contribuye a esta esterilización de los excesos de liquidez y de encaje. Los depósitos del Tesoro que a finales del 2013 eran el 12 por ciento respecto al PIB. Los encajes en moneda extranjera 11 por ciento y los instrumentos del Banco Central con apenas 3.7 por ciento.

La acumulación de reservas internacionales se ha visto amenazada por las crisis bancarias. Uno de los episodios fue la crisis del 98. En ésta, la economía entró en una recesión de cerca de cuatro o cinco años con pérdidas sustanciales de reservas. Las reservas representan entre el 30 y 32 por ciento del PIB, en estos términos son una de las más altas de la región.

Perú: Curva de rendimiento de Bonos del Tesoro



1/ : Rendimientos transados al final del mes.

Otras políticas son claves para poder contribuir tanto a la estabilidad de precios como al crecimiento económico sostenido. La disciplina fiscal ha permitido hacer políticas contracíclicas, esto es, ayudar cuando la actividad económica enfrente presiones recesivas y contrarrestar si existen presiones expansivas. Hay otro elemento institucional clave, la regla de déficit fiscal, el cual no puede ser más del 1 por ciento del PIB, al mismo tiempo que el gobierno no puede aumentar sus gastos en más del 4 por ciento anual en términos reales. Esto permite crear un fondo de estabilización fiscal, hacia el 31 de diciembre de 2013 era de 8.6 mil millones de dólares.

La disciplina fiscal ha permitido reducir la posición de deuda del sector público hasta un nivel bruto de 19.3 por ciento (desde 72 por ciento al inicio de la creación de la ley) aunque la deuda neta es de 3.5 por ciento si se considera los depósitos del sector público en el Banco Central y otros fondos que ellos tienen disponibles. Por otra parte, la disciplina ha facilitado incrementar la confianza en las finanzas públicas, permitiendo que la curva de rendimiento de sus instrumentos sea una referencia para los costos de financiamiento del sector privado.

Al inicio de la emisión de los bonos del tesoro, el mercado de los bonos del tesoro en moneda nacional no era líquido. En junio de 2001, las tasas de interés de corto plazo eran altísimas. El país emite a 30 años a tasas de interés de entre 4 y 6 por ciento, lo cual aumenta la credibilidad en la moneda doméstica y representa un elemento clave para crecer de forma sostenida. En el largo plazo, las tasas de interés comparadas con el resto de América Latina han estado entre las más bajas, eso ayuda a contar con fuentes de financiamiento razonables.

La principal vulnerabilidad de la economía es el sector financiero. Los niveles de dolarización han debilitado la posición financiera de los agentes económicos. Por tanto, es necesario desdolarizar. Al mismo tiempo, la desdolarización ha ayudado a reducir la inflación y estabilizar la economía.

La política monetaria debe ser proactiva y anticipada, porque las decisiones que se toman en el corto plazo tienen implicancias para la inversión de largo plazo. Si la política monetaria se queda rezagada y solo se hace hincapié en el desempeño actual, el resultado de largo plazo se ve perjudicado porque las decisiones de inversión han sido tomadas.

Conclusiones

Dolarización financiera es la principal vulnerabilidad de la economía peruana. Altos niveles de inflación durante las décadas de los años setenta, ochenta y noventa indujo a la dolarización financiera de los agentes económicos. El primer óptimo para la política monetaria orientada a la desdolarización es una lucha creíble contra la inflación mediante el esquema de metas de inflación.

El Banco Central de Reserva del Perú ha desarrollado un esquema de política basado en el manejo de riesgos, combinando el esquema de metas de inflación con el control de los riesgos de la dolarización, con el apoyo de una política fiscal disciplinada.

Las vulnerabilidades asociadas a la dolarización parcial del sistema financiero han sido consideradas con la finalidad de incluir instrumentos de política no convencionales como la intervención cambiaria, la acumulación de reservas internacionales, la aplicación de políticas de encaje y varios tipos de esterilización de los excesos de liquidez.

Con este esquema, la economía peruana estuvo relativamente más protegida de los efectos de la crisis financiera global, pudo retornar a una senda de crecimiento con baja inflación, evitando perturbaciones debido a repentinos aumentos de las entradas de capitales y continuó en la senda hacia la desdolarización.

Política monetaria y estabilidad financiera en México

Ernesto Sepúlveda Villarreal
Especialista Financiero en la Dirección General de Estabilidad Financiera
Banco de México

Marco institucional de estabilidad financiera

- Consejo de Estabilidad del Sistema Financiero (CESF)
- En México, ninguna autoridad tiene como mandato principal la estabilidad financiera.
- Esta responsabilidad recae en un consejo.
- El CESF fue creado el 29 de julio de 2010 por decreto presidencial como instancia de evaluación, análisis y coordinación de autoridades financieras.
- Con las reformas a las leyes financieras de 2014, el fundamento legal del Consejo se elevó a nivel de ley, favoreciendo así la permanencia de este órgano.
- Su propósito es evitar interrupciones o perturbaciones en el funcionamiento del sistema financiero, o minimizar su impacto.
- Destacan sus funciones de identificar oportunamente riesgos sistémicos, así como recomendar y coordinar políticas.

Consejo de Estabilidad del Sistema Financiero (CESF)

Autoridad financiera	Consejo (9 miembros)	Comité Técnico (14 miembros)
Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP)	Secretario (preside)	Subsecretario (preside) y 3 funcionarios de alto nivel
Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV)	Presidente	3 Vicepresidentes
Comisión Nacional de Seguros y Fianzas (CNSF)	Presidente	1 Vicepresidente
Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro (Consar)	Presidente	1 Vicepresidente
Instituto para la Protección al Ahorro Bancario (IPAB)	Secretario Ejecutivo	1 Vocal
Banco de México (Banxico)	Gobernador y 2 Subgobernadores	1 Subgobernador y 3 Directores Generales

Se presenta el marco institucional de estabilidad financiera en México, cuál es la relación entre los objetivos de estabilidad financiera y de política monetaria, el papel del Banco de México y los avances en materia de política macroprudencial.

En México no existe una sola autoridad financiera que tenga el mandato de estabilidad financiera de forma prioritaria o exclusiva. Esta responsabilidad recae en un Consejo, el cual se llama Consejo de Estabilidad del Sistema Financiero, creado en Julio de 2010

siguiendo las recomendaciones del G-20: los países deben tener una organización o institución responsable de velar por la estabilidad financiera ubicada dentro o fuera del Banco Central.

Esta institución no es una autoridad financiera, sino más bien una instancia de evaluación, análisis y coordinación. Es decir, no tiene capacidad de hacer recomendaciones que son vinculantes, sino más bien de hacer recomendaciones que las autoridades financieras pueden acatar de acuerdo a sus facultades legales. El propósito de este consejo como su nombre lo dice, es la estabilidad financiera.

Existen diferentes definiciones sobre estabilidad financiera. La ley se enfoca en establecer el propósito del Consejo, que es evitar interrupciones o perturbaciones en el funcionamiento del sistema financiero porque éstas tienen efecto sobre la economía, sobre el crecimiento y sobre todos los indicadores de bienestar o si llegara a suceder alguna crisis financiera que su impacto sea lo menos severo posible.

Las funciones del Consejo son identificar esos riesgos sistémicos, así como recomendar y coordinar políticas. El Consejo tiene nueve miembros, los cuáles son las cabezas de cada una de las instituciones que supervisan o regulan al sistema financiero, entre los cuales se encuentran el Secretario de Hacienda y Crédito Público, el presidente de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, de la Comisión Nacional de Seguros y Fianzas y de la Comisión Nacional de Ahorro para el Retiro.

A diferencia de otros países, gran parte de las actividades de regulación y supervisión bancaria están fuera del Banco Central, ya sea a través de Comisiones o Superintendencias o Agencias relacionadas a la Secretaría de Hacienda. Aparte de las comisiones antes mencionadas se encuentra el IPAB, el Instituto para la Protección al Ahorro Bancario es la institución con las funciones del seguro de depósito. Por último, está el Banco de México, donde participa el Gobernador y los Subgobernadores. La estructura de este Consejo, en gran medida, refleja la estructura del marco legal de las atribuciones de las autoridades financieras en el país.

El Consejo lo preside la Secretaría de Hacienda. Sin embargo, el Banco de México tiene una función importante llevando la Secretaría de ese Consejo. Organismos internacionales han hecho recomendaciones donde el Banco Central debe jugar un papel clave en la estabilidad financiera de cualquier país. En algunos modelos, la estabilidad financiera está contenida dentro del Banco Central.

A diferencia de la estabilidad de precios, la estabilidad financiera es más difícil de definir. Existen variables, instituciones y reguladores. Para el caso de México se tiene tres comisiones dependiendo de los diferentes intermediarios. Parece ser lógico darle a un Consejo la responsabilidad de la estabilidad financiera, porque involucra no solo aspectos monetarios, sino aspectos no monetarios.

Política monetaria y estabilidad financiera

Una vez visto de forma breve el marco institucional de cómo se procura la estabilidad financiera en México, la segunda pregunta es cómo se relaciona la estabilidad financiera y la política monetaria en México. Primero, es necesario empezar describiendo el mandato del Banco de México.

La institución goza de autonomía, tiene como objetivo la estabilidad de precios como está previsto en la Constitución. La Ley del Banco de México reglamenta un mandato constitucional y define tres finalidades para el Banco de México: primero, concentración de monedas donde el objetivo prioritario es la estabilidad de precios; segundo, promoción del sano desarrollo del sistema financiero; tercero, propiciar el buen funcionamiento de los sistemas de pago.

El Banco de México no tiene un mandato explícito para preservar la estabilidad financiera, ni tampoco tiene una ley o un reglamento para definir una medida o política macroprudencial. No obstante, la estabilidad financiera, puede considerarse como un mandato implícito para el Banco de México, ya que es necesaria para lograr sus tres finalidades, su objetivo prioritario. La primera finalidad es promover a la economía del país. En la consecución de esa finalidad, el objetivo prioritario es mantener la estabilidad de precios, es decir, el poder adquisitivo de la moneda. ¿Cómo se relaciona esto con la estabilidad financiera? Bueno, si no hay la estabilidad financiera, si se tiene un problema de inestabilidad, se altera el mecanismo de transmisión de la política monetaria. Si el sistema financiero no tiene estabilidad, este mecanismo puede dejar de funcionar. Por lo tanto, no se puede lograr el objetivo de inflación. Se observa una relación directa entre la estabilidad financiera y el objetivo prioritario de la inflación. Cuando se tiene estabilidad de precios se ayuda o favorece la estabilidad financiera, aunque no la garantiza. Como segundo punto de relación, se promueve el sano desarrollo de la estabilidad financiera. Esta es una finalidad del Banco de México previsto en la Ley del Banco y en la Constitución.

Política monetaria y estabilidad financiera

Finalidades/Objetivo	Razón
Proveer a la economía del país de moneda nacional <u>Estabilidad del poder adquisitivo de dicha moneda</u>	La inestabilidad financiera puede alterar el mecanismo de transmisión de la política monetaria.
Promover el sano desarrollo del sistema financiero	Un entorno de estabilidad financiera favorece el ahorro, la intermediación eficiente y el sano compartimiento de riesgos.
Propiciar el buen funcionamiento de los sistemas de pagos.	El buen funcionamiento de los sistemas de pagos favorece la estabilidad financiera, contribuyendo al cumplimiento de las finalidades anteriores. La estabilidad financiera a su vez contribuye al buen funcionamiento de los sistemas de pagos.

Un entorno adecuado de estabilidad financiera favorece el ahorro dentro de la economía a nivel de ahorro nacional, la intermediación vigente, los recursos y el sano compartimiento de riesgos. La estabilidad financiera contribuye a lograr la segunda finalidad del Banco de México, que es el sano desarrollo del sistema financiero y el buen funcionamiento de los sistemas de pago. Por una parte, el buen funcionamiento de los sistemas de pago, ahora llamados infraestructuras de los mercados financieros, favorece la estabilidad financiera, al hacerlo, contribuye tanto al objetivo del sano desarrollo del sistema financiero, como al objetivo de la inflación baja. La estabilidad financiera facilita el buen funcionamiento de los sistemas de pago. Los tres objetivos o los tres mandatos que están en la Ley, más el objetivo prioritario, están todos relacionados y la estabilidad financiera sirve de refuerzo a todos y cada uno de ellos.

En conclusión, en el caso de México, la estabilidad financiera es un objetivo implícito. En algún momento se discutió si era necesario cambiar la ley y ponerla de forma explícita, se consideró que era de entendimiento de todos los agentes que la estabilidad financiera era una obligación de esta institución.

En México, la política monetaria es una de régimen de metas de inflación y con tipo de cambio flexible. En el año 1995 el país tuvo una crisis financiera fuerte, de la cual se derivó una crisis de balanza de pagos. La adopción de un régimen de flotación se realizó porque al principio se pensó no contar con suficientes reservas para implementar una paridad fija. Con el tiempo se observaría al régimen de flotación funcionar bien. En el momento que el tipo de cambio empezó a flotar, la tasa de política monetaria se volvió el ancla nominal del país.

México adoptó un esquema de objetivos de inflación que fue anunciado de manera formal en el 2001, desde 2003 tiene una meta de inflación permanente del 3 por ciento anual con un intervalo de variabilidad por encima o por debajo de 1 por ciento.

El caso de México es interesante, es diferente de otros Bancos Centrales en el sentido que el instrumento de política monetaria por años no fue una tasa de referencia, sino el régimen de saldos acumulados que luego se llamó el régimen de saldos diarios. Durante años el Banco de México había tenido un régimen de cambio fijo no había política monetaria. Cuando se adopta el régimen de flotación, no se tenía mucha experiencia en la conducción de política monetaria y se quería adoptar un esquema más amigable con el mercado. En ese sentido, se dejaba al mercado determinar la tasa de referencia, pero si la tasa se alejaba de lo que era congruente se intervenía para ajustarla. El ajuste no se hacía a través de la fijación de una tasa, sino cambiando la liquidez que se subastaba cada día en el Banco de México, así se operó por un año. Sin embargo, con el tiempo, el régimen de política monetaria evolucionó para tener una tasa de referencia en el año 2008.

La Junta de Gobierno se reúne en la actualidad ocho ocasiones al año para anunciar sus decisiones de política monetaria, dos semanas después se publican las minutas de sus discusiones sobre política monetaria. Si se observan los anuncios de política monetaria de los últimos dos años se puede observar que las decisiones se están tomando para lograr la convergencia eficiente de la estimación a la meta del 3 por ciento.

El crecimiento de la economía mexicana en los últimos años ha sido bajo. En este caso, la Junta de Gobierno decidió bajar la tasa de interés de política para apuntalar la actividad sin comprometer el objetivo de inflación, lo cual es conocido en la literatura como convergencia eficiente. Si bien es cierto en las decisiones de política monetaria la Junta de Gobierno toma en cuenta información económica interna y externa, el objetivo ha sido lograr la meta de inflación.



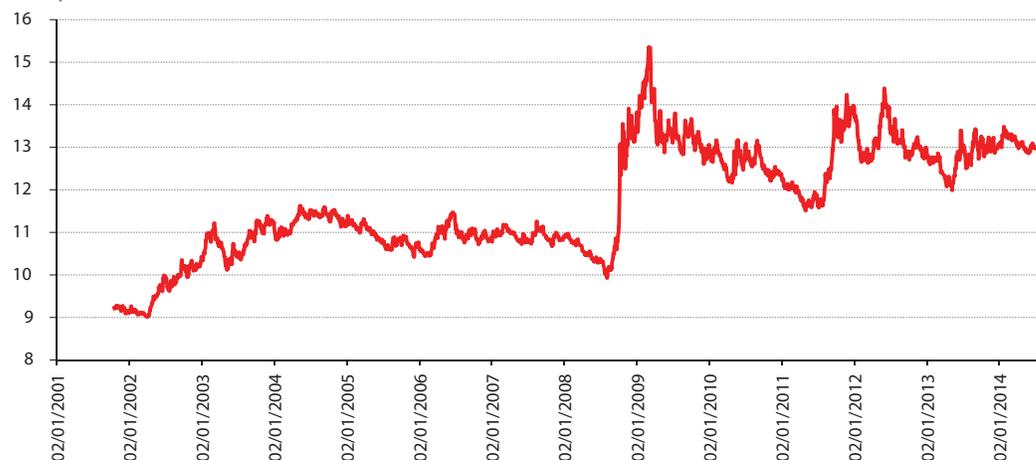
El Banco de México participa junto con otras autoridades en la procuración de la estabilidad financiera, pero lo hace a través de políticas macroprudenciales, no a través de la conducción de la política monetaria, cuyo objetivo es claro: lograr el objetivo de la inflación.

Después de la crisis del 1995 se adoptó un esquema cambiario de flotación genuino. Sin embargo, no está exento de intervenciones en el mercado cambiario. Existe una Comisión Cambiaria integrada por seis miembros: tres miembros que provienen de la Secretaría de Hacienda y tres miembros del Banco de México. Por parte de este último se encuentra el Gobernador y dos Subgobernadores que él decide. Esa comisión se puede reunir a solicitud de cualquiera de los miembros cuantas veces sea necesario, para determinar aspectos a observar con la política monetaria.

La Ley del Banco de México prevé que el Banco tenga una reserva para compensar desequilibrios en la balanza de pagos en ciertas situaciones. Aun cuando se tenga un tipo de cambio flotante en periodos de extrema volatilidad, la comisión del cambio puede decidir intervenir el mercado y lo ha hecho. Sin embargo, las intervenciones discrecionales han sido escasas y la mayor parte se han dado a través de mecanismos automáticos, preanunciados y no tienen como propósito buscar un nivel de tipo de cambio, sino más bien, reducir la volatilidad en el mercado cambiario.

Tipo de cambio fix*

Pesos por dólar



* : Determinado por el Banco de México con base en un promedio de cotizaciones del mercado de cambios al mayoreo para operaciones liquidables el segundo día hábil bancario siguiente con representatividad en el mercado de cambios.

Fuente: : Banco de México.

Existe un mecanismo de subasta diaria de opciones, si de un día para otro se deprecia en 2 por ciento la moneda nacional, automáticamente se subasta cierta cantidad de dólares en el mercado. La última vez que operó ese mecanismo fue hace más de año y medio, estuvo por unos meses. Ese es el tipo de intervenciones que se buscan. En realidad, la flotación del peso es genuina, flota completamente, sólo en episodios se han presentado tensiones cuando se han realizado este tipo de intervenciones.

Política macroprudencial

No existe una definición oficial de una política macroprudencial ni en México ni fuera de México. Sin embargo, es necesario tener una definición operacional para poder observar qué es o no macroprudencial. Una política macroprudencial debe tener dos elementos para considerarla como tal. El primero es prevención oportuna de riesgos sistémicos, ¿qué son riesgos sistémicos? Riesgo sistémico es aquel que, si se materializa, afecta al sistema financiero en su conjunto y no solo a una institución. Es decir, puede haber un alto grado de contagio o un alto grado de amplificación de ese choque. El segundo elemento a tener en cuenta en una política macroprudencial es aumentar la resiliencia del sistema financiero, aumentar la capacidad del sistema financiero de recuperarse de forma rápida sin interrumpir la intermediación financiera.

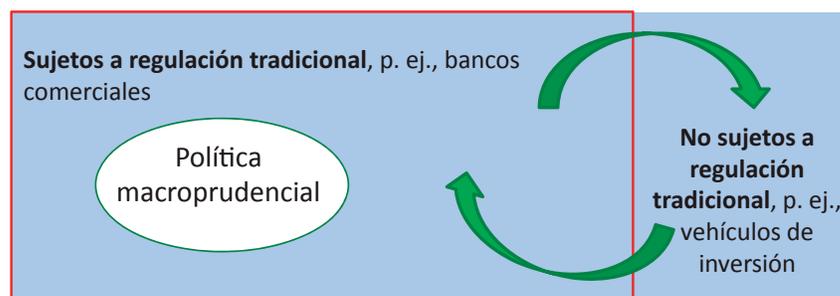
Definición operacional

- No existe una definición oficial, pero una definición operacional debe incluir dos tipos de elementos:

1) Prevención oportuna de riesgos sistémicos	2) Aumentar la resiliencia del sistema financiero
<i>Identificar riesgos potenciales a la estabilidad financiera con oportunidad</i>	<i>Maximizar la resiliencia del sistema financiero a choques de diferente naturaleza</i>
<i>Implementar medidas y acciones para minimizar tales riesgos</i>	

- No existe una línea divisoria clara entre instrumentos macro y microprudenciales y algunos pueden favorecer ambos objetivos simultáneamente.
- Instrumentos que contribuyan a la prevención oportuna de riesgos sistémicos o a elevar la resiliencia del sistema financiero a choques de diversa naturaleza.
- En la actualidad, el ámbito de operación de la política macroprudencial en México recae principalmente en los intermediarios financieros sujetos a regulación por las autoridades financieras.

Sistema Financiero: Intermediarios, mercados e infraestructuras



No existe una clara línea divisoria entre políticas macroprudenciales y micro prudenciales, porque algunas pueden servir para las dos cosas. Este es un debate, es claro que después de la crisis financiera internacional, los instrumentos prudenciales no fueron suficientes para acotar el riesgo sistémico y ocurrió una crisis, algo estaba faltando. Las políticas macroprudenciales tratan de llegar a complementar esa parte. Ahora, el ámbito de operación de esta política macroprudencial en México está limitado en la actualidad, porque estas medidas operan sobre los bancos comerciales. Sin embargo, el riesgo sistémico puede estarse gestando no solo dentro de ellos.

El reporte anual del BIS señala que las políticas monetarias laxas de las economías avanzadas, si bien habían traído grandes beneficios a limitar que la economía mundial cayera en una recesión, podrían estar trayendo un aumento de los riesgos en los mercados

financieros por su prolongación. No es claro que los beneficios en el margen de esas políticas fueran suficientes para compensar el aumento de los riesgos.

Ante esa declaración del BIS, las autoridades de los Bancos Centrales de las economías avanzadas afirmaron que no existía evidencia que sean las políticas monetarias laxas las que están aumentando el riesgo sistémico, incluso, si ese fuera el caso, el riesgo sistémico se tiene que controlar a través de políticas macroprudenciales. Las políticas macroprudenciales pueden ser efectivas, en un rango de operación limitado, porque operan sobre la parte regulada del sistema financiero, pero no sobre la parte no regulada.

Las políticas que van a tratar de disminuir el riesgo sistémico en las partes no reguladas van a llevar tiempo y su efectividad no se conoce. En conclusión, la política macroprudencial viene a complementar la política monetaria para acortar riesgos sistémicos, pero tiene sus limitaciones. Eso lleva a la conclusión que existen riesgos de los que no se está del todo cubiertos en las economías emergentes se debe discutir qué se puede hacer al respecto.

El primero es un instrumento viejo, empezó en el 1992, se reformó en el 1997 y en el 2000. Es un límite a los descalses en moneda extranjera para los Bancos. Esta regulación se llama regulación de liquidez en moneda extranjera, porque acota el riesgo cambiario dentro de los intermediarios financieros, dentro de los Bancos y de las casas de cambio. La regulación tiene dos componentes.

Instrumentos en operación

INSTRUMENTO	PROPÓSITO
Límites a descalses en moneda extranjera (1992, 1997)	Acotar el riesgo cambiario en bancos y casas de bolsa
Préstamos a partes relacionadas (1994, 2008, 2011, 2012, 2014)	Acotar la exposición de los bancos al riesgo de sus accionistas y conflictos de interés
Límites a la concentración (2001)	Acotar la exposición de los bancos a una misma contraparte o varias con la misma fuente de riesgo
Límites a la exposición interbancaria (2001)	Acotar el riesgo de contagio vía incumplimiento de créditos interbancarios
Requerimiento específico de capital a créditos bancarios para la vivienda (2007)	Acotar el riesgo de incumplimiento de los préstamos bancarios para vivienda.
VAR flexible para fondos de pensiones (2010)	Evitar forzar a los fondos a vender activos en episodios de volatilidad por límites fijos en VAR
Límite de endeudamiento e índice de cobertura de servicio de deuda de fibras (2014)	Protección del inversionista en certificados bursátiles fiduciarios inmobiliarios

Un componente que pone un límite al porcentaje en lo que pueden exceder con respecto al capital de la institución. El segundo tiene que ver con liquidez, con los vencimientos en moneda extranjera y con los activos líquidos en esa denominación. Es necesario que se cumpla con un coeficiente para garantizar que siempre se cuente con liquidez en esa moneda. Esta medida es una de las más importantes, ha probado que la banca está cubierta

contra el riesgo de moneda extranjera. En la crisis del 2008 no hubo ningún problema a pesar de que se depreció la moneda.

Otro instrumento es la regulación sobre los préstamos relacionados. En el caso de la industria mexicana existe una gran cantidad de bancos internacionales. Si bien esa participación se da a través de subsidiarias, éstas se rigen por la regulación nacional. En ese sentido se puede decir que todos los bancos son mexicanos, porque están ubicados en el país y se rigen bajo las reglas nacionales. Sin embargo, al ser parte de grupos financieros internacionales, es importante que exista cierta regulación sobre cuánto se pueden prestar a partes relacionadas.

En México se tiene regulación en ese sentido y de hecho esa regulación se ha venido fortaleciendo. El último caso fue en el 2014, cuando se bajó el porcentaje, se estableció que las referencias sobre los activos de cuánto pueden ser en préstamos a partes relacionadas, se pusieron restricciones cualitativas, como la necesidad de solicitar autorización al Banco de México para operaciones de ciertas características.

Un parámetro que se vigila es la concentración bancaria. Aquí es la exposición de los bancos a una contraparte o a varias contrapartes distintas, pero que tienen la misma cuenta de riesgo. Existen límites y se considera una política macroprudencial, pues los límites a la exposición interbancaria evitan el contagio a través del incumplimiento del mercado interbancario.

Existen otros tipos de instrumentos, los primeros cuatro son los más viejos e importantes. Luego están ciertos requerimientos de capital para créditos bancarios a las viviendas. Los bancos dan créditos a las viviendas y entre mayor sea la proporción del préstamo sobre el valor de la garantía, se pide más capital.

Instrumentos nuevos (implementación Basilea III)

INSTRUMENTO	PROPÓSITO
Requerimiento adicional de capital contracíclico	Reducir prociclicidad del crédito y crear reservas de capital adicional en tiempos de expansión
Requerimiento adicional de capital para instituciones financieras de importancia sistémica	Internalizar los mayores riesgos de interconexión y contagio que representan las instituciones sistémicamente importantes
Límite de apalancamiento	Poner un piso al endeudamiento de las instituciones
Requerimientos de liquidez en moneda nacional	Establecer un piso a la liquidez de las instituciones

Se considera que sirve para el caso que hubiera problema del crédito hipotecario, para mejor capitalización de los bancos. Además, un poco para buscar créditos más sanos. Otro instrumento es el banco flexible para fondos de pensiones. Este es un instrumento interesante. Implementado en 2010, el propósito de este instrumento es evitar que las acciones que tomen los fondos de inversión generen más volatilidad al mercado en una situación de volatilidad extrema.

Los fondos de pensiones tienen que estar cubiertos con cierta normatividad de inversión y tener un valor de riesgo máximo. Si cambian las posiciones del mercado y se eleva su valor de riesgo máximo, tienen que deshacerse de activos. Pero al deshacerse de activos, si todo lo hace al mismo tiempo, puede elevar la volatilidad en el mercado. Es peor el remedio que la enfermedad, porque se está retroalimentando la volatilidad en período de estrés. Esta regla lo hace es permitir que temporalmente tengan pares más altos para evitar ese tipo de ventas en caliente en periodos de estrés.

El último instrumento del 2014 recién se publicó en junio y es un límite de endeudamiento e índice de cobertura de servicio de deuda de las fibras. Las fibras son fideicomisos que se dedican a la inversión en proyectos inmobiliarios y para ello emiten certificados bursátiles. Estas son instituciones que están fuera de lo que es la banca tradicional: son parte del *Shadow Banking*. Lo que se ha visto en otros países, es que si crecen demasiado se empiezan a endeudar y si se da un problema, pueden tener un contagio hacia el resto de la economía. Se emitió una regulación para limitar el apalancamiento que estos vehículos puedan tener y para que tengan un servicio de deuda y darle un poco más de estabilidad al sistema.

Este es un instrumento que ha crecido en México. En el caso de México, las fibras es algo que está bajo regulación. Si se observa otros países, habrá una serie de instrumentos que pueden estar creciendo y que pueden representar un riesgo sistémico y lo que se hace en la estabilidad financiera es observar ese crecimiento de antemano y tomar medidas para que no llegue el problema a materializarse.

¿Qué instrumento se va a implementar? Se sigue Basilea III y se está planeando otros instrumentos macroprudenciales adicionales. El primero es el requerimiento adicional de capital contra cíclico. Siguiendo la misma norma de Basilea III, ésta tiene el propósito de reducir la prociclicidad del crédito y crear reservas de capital adicional. Se tiene un requerimiento adicional de capital para instituciones financieras de importancia sistémica. Para México esto es fundamental, porque como señalaba en su momento, la industria bancaria en México está concentrada en cinco o seis instituciones financieras globales internacionales. Se tiene dentro del país operando bancos que son sistémicos. Es clave que exista un requerimiento adicional de capital a los de Basilea III, que son generales. Se va a instrumentar un límite para el apalancamiento de las instituciones bancarias y se está trabajando en establecer requerimientos del ingreso ahora en moneda nacional.

Para concluir, el Banco de México conduce su política monetaria para lograr el objetivo prioritario de estabilidad de precios. La estabilidad financiera no entra dentro de la política monetaria. Aunque no tiene un mandato explícito de estabilidad financiera, en su quehacer diario, el Banco de México se aboca a preservar la estabilidad financiera e incrementar la resiliencia del sistema financiero y esto es para cumplir con los mandatos que tiene de acuerdo a la Constitución y a la Ley.

Asimismo, realiza esfuerzos, tanto de manera independiente como en colaboración con otras autoridades financieras, estos últimos dentro y fuera del consejo de estabilidad financiera, para desarrollar una política macroprudencial. Lleva a cabo funciones de

regulación sobre asociaciones financieras, en materia de cambios, intermediaciones y servicios financieros. No se abordan las últimas dos funciones por cuestiones de tiempo. El banco central sí tiene facultades de regulación sobre las instituciones financieras, pero no tiene todas las facultades. Gran parte de esas facultades, sobre todo, las de supervisión, están fuera del Banco de México.

Como regulador y proveedor del sistema de pagos, el Banco de México, de regular el sistema de pagos, participa en el sistema de pagos, tiene infraestructuras del sistema de pagos. Un sistema de pagos por definición es sistémico, porque si falla el sistema de pagos, falla el sistema financiero. Como regulador y proveedor, el Banco de México implementa acciones para procurar la estabilidad financiera, desde esa infraestructura de mercados financieros y su importancia sistémica.

Comentarios finales

El Banco Central de México conduce su política monetaria para lograr su objetivo prioritario de estabilidad de precios. Aunque no tiene un mandato explícito de estabilidad financiera, en su quehacer diario el Banco de México se aboca a preservar la estabilidad financiera e incrementar la resiliencia del sistema financiero.

Además realiza esfuerzos tanto de manera independiente como en colaboración con otras autoridades financieras, éstas últimas se encuentran dentro y fuera del Consejo de Estabilidad del Sistema Financiero, para desarrollar una política macroprudencial. Llevando a cabo funciones de regulación sobre las instituciones financieras, especialmente en materia de cambios, intermediación y servicios financieros. Como regulador y proveedor de sistemas de pagos, el Banco de México implementa acciones para procurar la estabilidad financiera desde la infraestructura de los mercados financieros de importancia sistémica.

Casos de estudios de la política monetaria y la estabilidad financiera

Parte II



La recuperación global y la normalización monetaria

Andrew Powell

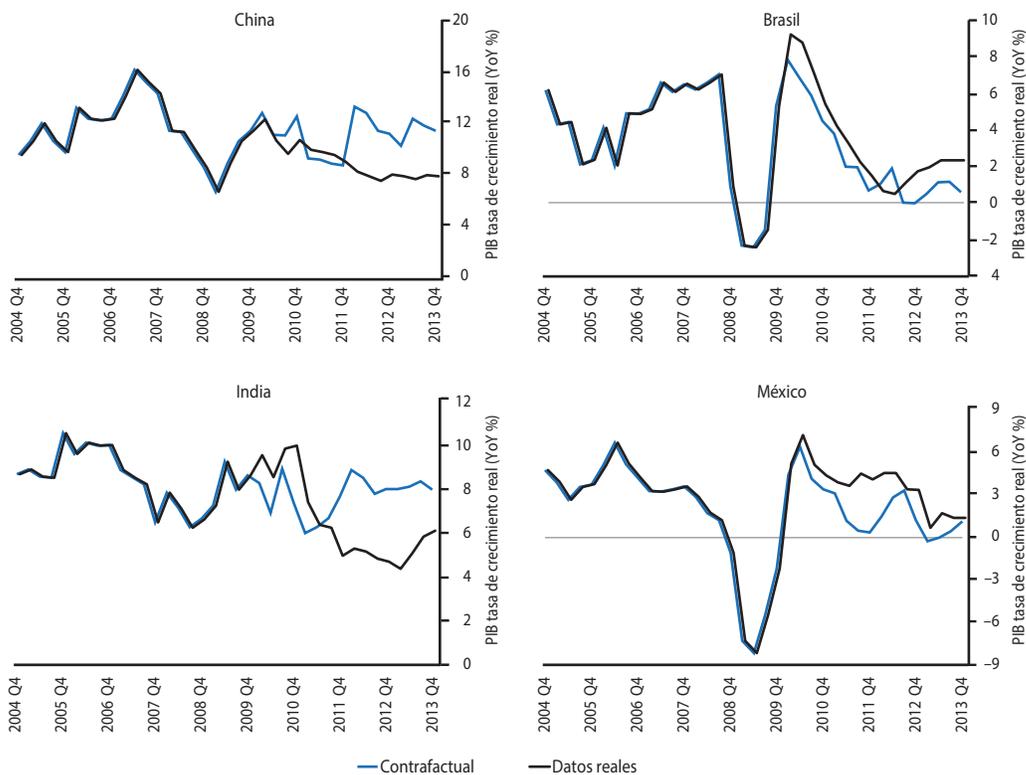
*Asesor Principal del Departamento de Investigación
Banco Interamericano de Desarrollo*

La economía global en una recuperación, oportunidades y riesgos

Esta presentación es una versión del Reporte Anual del BID de este año, con algunas cosas complementarias. El título es “Recuperación global y normalización monetaria, cómo evitar una crónica anunciada”. En primer lugar se aborda sobre la economía global y el manejo de los riesgos; en segundo lugar, se realiza un análisis de cómo está la región para enfrentar los riesgos y aprovechar las oportunidades observadas.

El BID tomó la decisión de no hacer proyecciones propias, ahora utiliza las del FMI y de otros organismos. Asimismo, la institución cuenta con varias herramientas como una llamada REVELA, que está disponible en el sitio web del BID. Esta herramienta sigue las encuestas sobre crecimiento e inflación que publican cada mes los bancos centrales, para fortalecer sus sistemas de metas de inflación. También se cuenta con otras herramientas desarrolladas en los últimos años, una de ellas es un modelo global con los grandes bloques económicos mundiales como: China, Estados Unidos, Japón y un grupo de países de América Latina, incluyendo a Nicaragua.

En los datos se puede observar que el mundo está recuperándose con desempeños distintos entre los países avanzados y los países emergentes. Estados Unidos en particular está creciendo, pero países como Brasil no están creciendo. Este año el promedio ponderado de la región es más del 2 por ciento. Mientras el promedio simple está un poco por encima del 3 por ciento, se observa heterogeneidad entre los países de la región. A continuación, se presenta la simulación realizada para explicar si la caída en las tasas de crecimiento de los países emergentes grandes: China, Brasil, India y México, es explicada por lo que ha pasado en los países avanzados.



Los resultados muestran: La línea negra es el crecimiento actual y la línea azul es el crecimiento esperado. Como se puede ver, la caída en el crecimiento esperado de Brasil para el 2014 se podría explicar con el crecimiento de los países avanzados.

El caso de México es más interesante. El desempeño de la economía mexicana fue mejor de lo esperado, dado el bajo crecimiento en Estados Unidos. Esto sorprendió por los debates entre estos dos países. Por lo tanto, el impacto en el crecimiento proviene no solo de factores externos sino también de los factores internos.

Los factores internos son importantes, en los reportes anuales del BID de años anteriores, existe un enfoque a la productividad y al crecimiento de más largo plazo. Se pensó que era interesante explicar esta baja en el crecimiento, dado los factores externos como el crecimiento en los países avanzados. Por ejemplo, en China o en India no se puede explicar la caída en su crecimiento con el desempeño económico de los países avanzados. Surge la pregunta: ¿Será que en estos casos la caída del crecimiento se debe más a factores internos que externos?

Se está hablando de tasas de crecimiento a otro nivel que en Brasil y México. Se usó el modelo del FMI para analizar algunos escenarios. ¿Qué pasaría si la recuperación en Estados Unidos fuera más fuerte que lo previsto? Si esto ocurriera, lo más probable es que la normalización monetaria sería más rápida. Eso tal vez sería un shock negativo a la región.

¿Qué pasaría si ocurre una baja en el crecimiento de China? Este país es importante para América Latina, porque es una región clave de la demanda de *commodities*.

Los parámetros de algunos *shocks* que se ponen en este modelo son arbitrarios. Se pueden elegir distintos parámetros para los *shocks* y observar cuáles son los resultados. Por ejemplo, si Estados Unidos no crece a 3 por ciento y crece a 4 por ciento en el 2015, este cambio provocaría un shock positivo sobre el crecimiento de la región, eso muestra la importancia de Estados Unidos para la región. Pero si se acompaña de una normalización monetaria más rápida, podría afectar el crecimiento de la región.

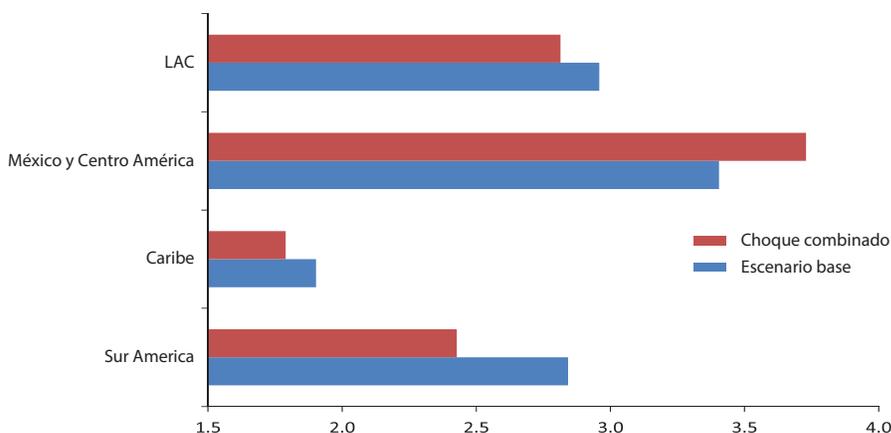
Mirando hacia adelante, hay riesgos significativos

- Riesgo positivo de que la recuperación en EE.UU. sea más fuerte de lo previsto, impulsada por los mercados de la vivienda y laboral.
- Sin embargo, eso también puede propiciar una normalización monetaria más rápida de lo anticipado (podría provocar tropezones en el camino). De hecho, el anuncio de una reducción en la tasa de adquisición de activos por parte de la Reserva Federal en mayo de 2013 produjo una volatilidad considerable en las tasas de interés en EE.UU. y en los diferenciales de los bonos de los mercados emergentes.
- Riesgo de menor crecimiento en China (esp. Por el rápido crecimiento previo del crédito y los riesgos en el sistema financiero “*shadow banks*”).

Vulnerabilidades y capacidad de respuesta

La manera que se modela esto es usando los precios de los activos financieros. Si se da un aumento en la tasa de interés de Estados Unidos más rápido de lo previsto, los retornos de las acciones financieras van a ser más bajos de lo que se pensaba. Este es el shock que se usa en el modelo y tiene un efecto negativo y rápido. Asimismo, el efecto de China es negativo para la región como un conjunto.

Crecimiento promedio 2014-2016
(porcentaje)

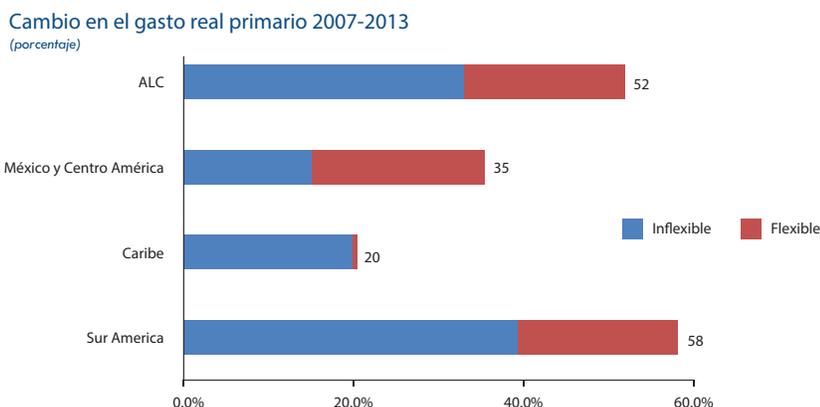


Para conocer el efecto del shock combinado de los *shocks* individuales se usó la calibración de una baja inmediata, luego el escenario base a pesar del primer año, un poco menos de un año, se observa que los *shocks* combinados son neutrales. No quiere decir que es neutral para cada país o para la subregión de América Latina y el Caribe. Si se mira el promedio 2014-2016, el shock combinado es un poco negativo. No obstante, es positivo para México y Centroamérica, es un poco negativo para el Caribe, pero es positivo para Sudamérica. Mirando las cifras, es positivo para Nicaragua el shock combinado, agrega como 0.4 por ciento al crecimiento de Nicaragua.

¿Cómo son las vulnerabilidades y cuál es la respuesta de la región a los shocks? Se aborda sobre balances fiscales, el financiamiento del sector privado, la política monetaria y cambiara y los riesgos de una parada súbita, *sudden stop* como se dice en inglés, en los flujos de capitales. El BID calcula las variables fiscales y tiene una base de datos disponible en la web sobre los balances fiscales estructurales. Se trata de estimar el balance fiscal subyacente, sacando los ciclos económicos.

Antes de la crisis se tenía un balance primario estructural positivo y un balance fiscal estructural negativo, después de la crisis los balances estructurales empeoraron. Si en la crisis se efectuó una política fiscal contracíclica, esta diferencia puede ser una medida del impulso fiscal. Que es casi el 2 por ciento del producto por región como respuesta a la crisis del 2008.

Es difícil saber cuántos países en América Latina lograron tener una política fiscal contracíclica en respuesta a una crisis de esta naturaleza. Antes no se podía tener el financiamiento para hacer esto. Ahora la región tiene la capacidad de respuesta de esta magnitud con políticas fiscales. No obstante, el déficit fiscal estructural no volvió a -0.5, está deteriorado y sigue una pendiente negativa, el año pasado la región tenía un déficit estructural fiscal de más o menos 3 por ciento del producto.



Los gastos reales han aumentado 50 por ciento durante este período. Ese es un aumento en el gasto primario real de la región, al categorizar los gastos reales entre gastos flexibles y gastos inflexibles, se encontró una proporción importante de aumento de gastos inflexibles. Son gastos de ciertas transferencias y sueldos. Se da una variación por región, en Costa Rica y Panamá, el aumento en el gasto primario real fue importante y fue menor en otros países de la región, incluyendo a Nicaragua.

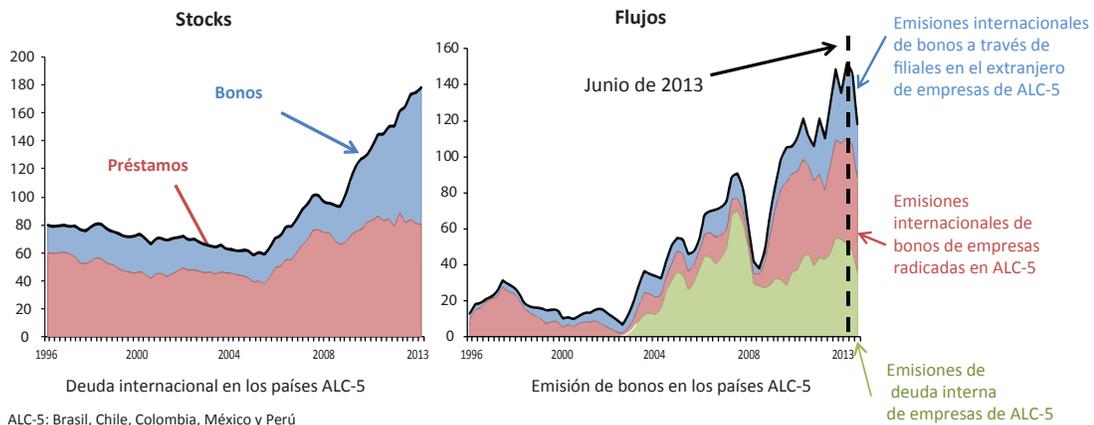
En la región ¿Se ha superado el problema de prociclicidad económica? No solo se concluye que la respuesta debería ser no, porque si uno quiere una política contracíclica, es decir, no solo tener respuesta en el momento de la crisis, después la política fiscal puede volver a un balance fiscal estructural.

La región no fue anti cíclica solo en la crisis sino también en la recuperación. Todavía es un poco prematuro pensar en haber superado la prociclicidad. En conclusión, se tiene que trabajar por lo menos en dos cosas: i) Dado que los estabilizadores fiscales automáticos son débiles en la región, se podría trabajar más en profundizarlos. ii) Si se usan políticas fiscales discrecionales se tiene que pensar bien en cuáles son estas políticas discrecionales porque son irreversibles.

Sería interesante observar si existe alguna preocupación sobre el financiamiento del sector privado en la región Centroamericana, porque se ha visto un gran aumento en el financiamiento externo hacia este sector. Por un lado, los préstamos siguen siendo altos después de la recuperación de la crisis, pero también hay un gran impulso de bonos.

Financiamiento del sector privado

(miles de millones de dólares)

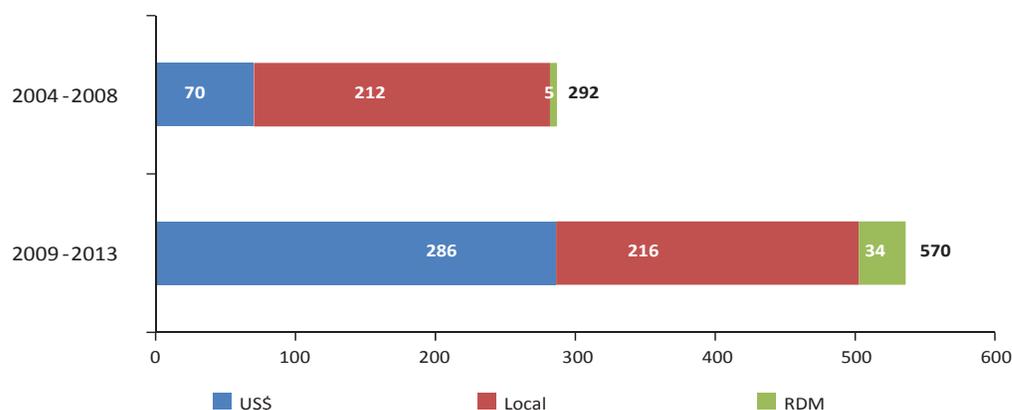


Los flujos muestran que la deuda interna subió después de la crisis y sigue alta. Además, existen emisiones internacionales de bonos desde América Latina. Son emisiones de empresas de la región que emiten a través de subsidiarios radicados fuera de la región. Son tres partes: internas, externas residentes y externas no residentes. La composición total de la emisión o monedas se duplicó, una gran parte son emisiones externas y las emisiones internas tienden a ser en dólares y no en moneda local.

Si se comparan dos períodos de igual duración, la participación de moneda extranjera subió en la emisión. Pero no solo es el financiamiento externo, también el stock de créditos domésticos ha subido en una forma importante. Entre el 2008 y el 2013 el stock de financiamiento al sector privado y el crédito del sector financiero al sector privado no financiero de los cuatro países más grandes de la región ha duplicado el crédito interno, de 1 trillón de dólares a 2.1 trillones de dólares. Por un lado, eso es positivo porque todavía América Latina es una región sin crédito. No tiene una relación de crédito a producto importante, eso implica más bancarización y más acceso al crédito. Sin embargo, puede

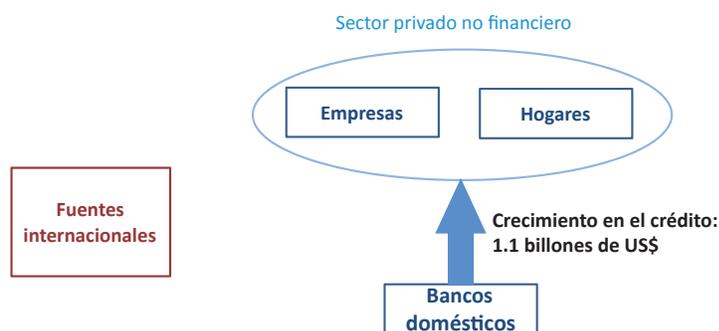
ser que haya ciertos riesgos, porque depende de cómo hayan financiado ese crecimiento de crédito y su locación.

Descomposición por moneda de la emisión total de bonos privados en ALC-5
(miles de millones de US\$)



En los países más grandes de la región el flujo de fondos de los créditos de bancos domésticos a empresas y hogares subió 1.1 trillones de dólares, lo que implicó una duplicación del crédito a los hogares y las empresas como los bancos financieros.

Flujo de capital en "ALC-4"



* El gráfico muestra el cambio en el stock de crédito entre finales de 2008 y junio de 2013, del crédito, los depósitos y las emisiones internacionales de bonos y préstamos.

Una parte que viene del exterior: los bancos emitieron 160 mil millones de dólares afuera y las empresas emitieron casi 180 millones de dólares afuera en el mismo período. Una parte de estos 600 millones de dólares de depósitos de empresas, las empresas han financiado casi un tercio con emisiones en el exterior. No significa que exista un problema, dado que la mayor parte del crédito acá está en moneda local.

Bancos domésticos

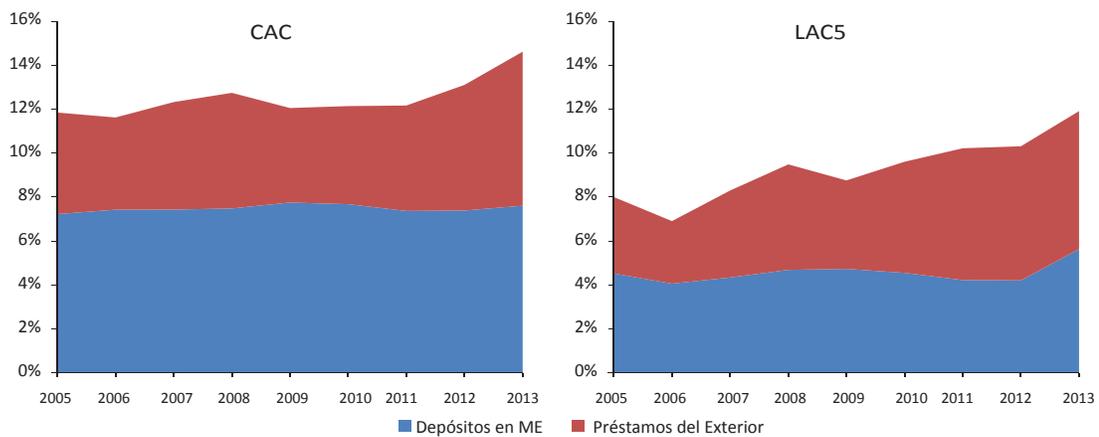
Existen emisiones en moneda extranjera. En esos casos hay un descalce, puede ser que no sea en el balance en los bancos, pero podría estar en las empresas que pueden estar emitiendo en una moneda y depositando en moneda local.

Flujo de capital en "ALC-4"



Hay que preocuparse por la liquidez. Estas emisiones son de largo plazo, no es un asunto de financiamiento en las empresas, porque estas están aprovechando las tasas de interés bajas emitidas en dólares a largo plazo. Pero si algo cambia como la tasa de interés en los Estados Unidos y sube más la rentabilidad de otros activos, puede ser que estos depósitos se vayan. Puede ser que exista una problemática de liquidez en los sistemas financieros que se debe analizar y monitorear, estos no son aspectos tradicionales que se hayan vistos antes.

Descomposición de dolarización de pasivos del sistema bancario (% del PIB)



Fuente: Cálculos propios en base a Bancos Centrales y IMF IFS.

Si uno mira la dolarización y los pasivos, en los grandes países de la región, la dolarización subió un poco. Los pasivos de los bancos en Centroamérica y el Caribe están subiendo, no por los depósitos, pero sí por los préstamos del exterior.

Se producen algunas tendencias interesantes en el financiamiento, un cambio de préstamos hacia bonos externos y bonos domésticos de moneda local en dólares; un aumento en el crédito doméstico, financiado con los pasivos externos de los bancos, por los depósitos de empresas no financieras que están emitiendo en el exterior en dólares. Estas tendencias son las que se tienen que monitorear, se debe pensar sobre los riesgos en el futuro. Si se observa con más detalle los pasivos por país, en Nicaragua ha subido la dolarización, de casi 6 por ciento a 10 por ciento de los pasivos en los bancos, no es solo Nicaragua, todos los países de esta región tienen una tendencia similar.

Descomposición de Dolarización de Pasivos por País

(% del PIB)

	2007			2013		
	DLD	Depósitos en ME	Préstamos del Exterior	DLD	Depósitos en ME	Préstamos del Exterior
Costa Rica	16.6%	9.8%	6.8%	18.0%	8.3%	9.8%
Guatemala	11.1%	5.7%	5.4%	16.3%	8.7%	7.6%
Honduras	19.4%	13.3%	6.1%	18.6%	13.3%	5.3%
Nicaragua	9.6%	3.9%	5.7%	12.2%	2.2%	10.0%
R. Dominicana	5.0%	4.5%	0.5%	8.0%	5.6%	2.4%

Fuente: Cálculos propios en base a Bancos Centrales y IMF IFS.

Factores de vulnerabilidad en Centroamérica

(% del PIB)

	2007			2013		
	Balance Cuenta Corriente	Dolarización Doméstica*	Balance Fiscal	Balance Cuenta Corriente	Dolarización Doméstica*	Balance Fiscal
Costa Rica	-6.3%	16.6%	0.3%	-5.1%	18.0%	-5.6%
Guatemala	-5.2%	11.1%	-1.4%	-2.7%	16.3%	-2.1%
Honduras	-9.1%	19.4%	-1.6%	-8.8%	18.6%	-7.4%
Nicaragua	-16.5%	9.6%	0.8%	-11.4%	12.2%	-0.5%
R. Dominicana	-5.2%	5.0%	0.1%	-3.5%	8.0%	-3.6%
Promedio CAC	-8.5%	12.3%	-0.4%	-6.3%	14.6%	-3.8%
Promedio LAC5	0.3%	8.1%	1.3%	-3.4%	11.9%	-1.7%

* : Pasivos bancarios en dólares.

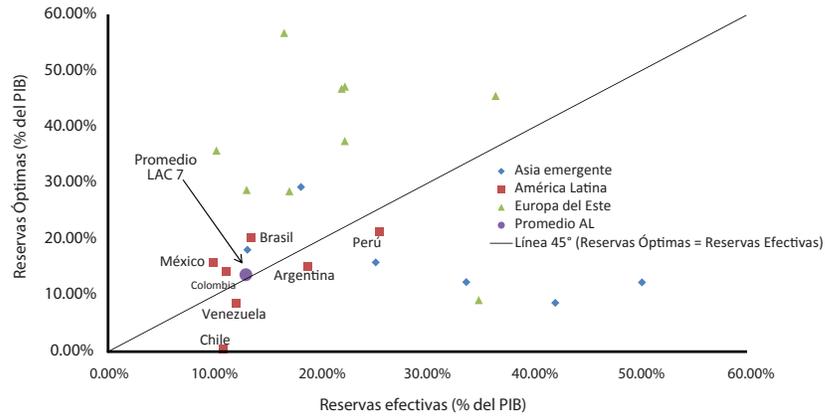
CAC : Costa Rica, Guatemala, Honduras, Nicaragua y R. Dominicana.

ALC-5 : Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

Fuente : Cálculos propios en base a Bancos Centrales y IMF IFS.

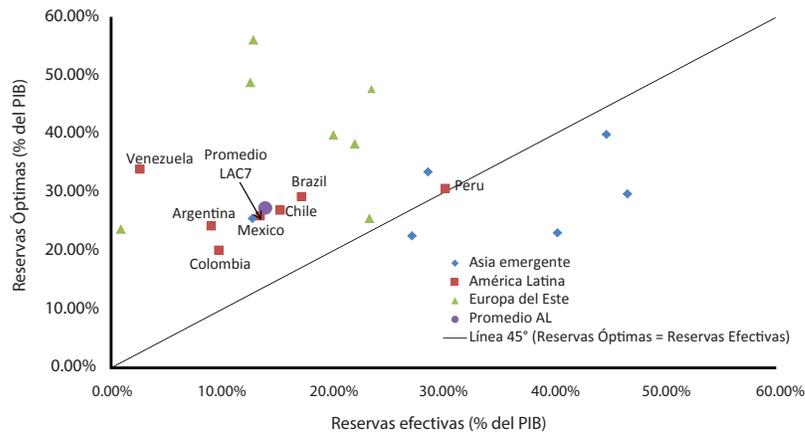
Unos colegas hicieron regresiones sobre la vulnerabilidad de una parada súbita y la conclusión fue que hay tres factores importantes: i) la dolarización doméstica, ii) la cuenta corriente y iii) el balance fiscal. Si uno mira a los países grandes en la región, antes de la crisis en 2007, estas tres variables no están en la misma posición que al final de la década de los noventa, pero son peores que los niveles alcanzados en 2007. Las reservas óptimas que los países tienen que tener ante el riesgo de una parada súbita, en este gráfico es la línea de 45 grados. En realidad, los países grandes de la región tenían las reservas óptimas en 2007 antes de la crisis. Ahora, Brasil tiene un poco menos, Chile tenía más.

Comparación de las reservas efectivas versus las reservas óptimas en 2012



Fuente: Calvo, Izquierdo & Loo-Kung (2013).

Comparación de las reservas efectivas versus las reservas óptimas en 2012



Fuente: Calvo, Izquierdo & Loo-Kung (2013).

Perú sigue teniendo las reservas óptimas, pero los otros países, ahora tienen reservas menos que óptimas. Eso, si uno mira a Brasil, tiene un colchón de reservas enormes en dólares o en términos de porcentaje de importaciones o de algunas otras ratios utilizados. Este es un enfoque distinto. Las reservas óptimas tienen que ver con una parada súbita en los flujos de capitales y el costo. El enfoque es distinto que lo que está en la literatura tradicional.

Ahora, ¿qué pasa con los flujos de capital?

Después del discurso de Bernanke en abril o mayo de este año, hubo una caída en algunos indicadores de los flujos hacia países emergentes, incluyendo América Latina. Había un cambio en la tendencia y el BID estimó algunos modelos de cómo sería el impacto. Por ejemplo, si ocurre una baja o un desvío estándar en los flujos de capital en la región (no incluye Nicaragua), eso implica que se debería cerrar casi toda la brecha en la cuenta corriente.

Una desviación estándar en los flujos de capital quiere decir que se tiene que bajar la brecha de cuenta corriente de donde está a casi cero. Para cuatro países donde se estimaron los resultados el costo es aproximadamente 1.6 por ciento del producto.

La gran pregunta es si esto va a pasar, se cree que existen versiones distintas sobre esto, que dependen de que en Estados Unidos el crecimiento se recupere y las tasas de interés suban. La pregunta es ¿qué pasaría cuando la tasa del corto plazo suba? ¿Eso va a tener un efecto sobre el bono de 10 años de Estados Unidos y el bono de los países emergentes, o no?

Si se observa distintos eventos, como lo que ocurrió en 1994, cuando hubo una subida en la tasa de corto plazo de Estados Unidos, se produjo un gran aumento en la tasa de 10 años en Estados Unidos. Eso pasó en 2000, pero si uno mira 2004, 2005, la tasa de corto plazo subió y no pasó nada con la tasa de bonos de 10 años.

Si se toman las expectativas del mercado en este momento sobre qué va a pasar con la tasa de interés de corto plazo con una estimación de qué pasaría con los bonos de los emergentes, se estima que subiría un poco la tasa de 10 años y el interés de los países emergentes. Si lo previsto en los mercados, no es tan grave, no es como el aumento que se ve en 1994 o en el año 2000.

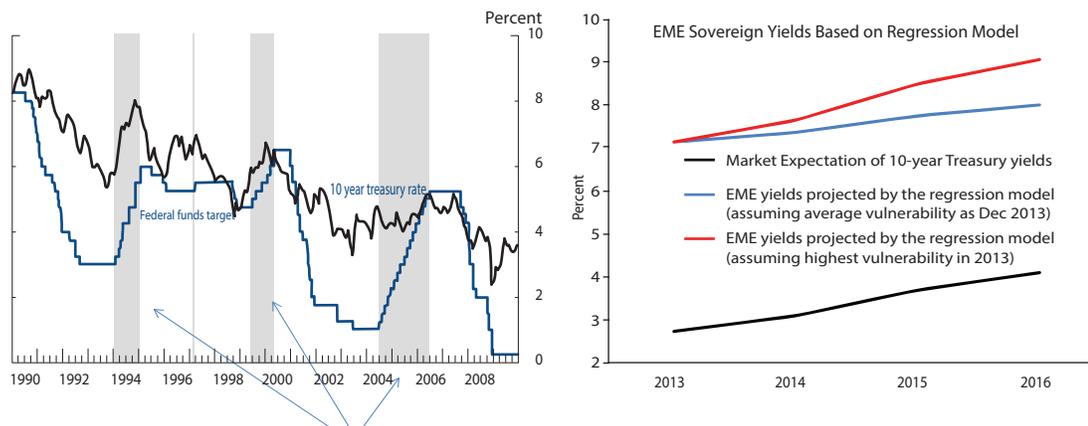
Si sucede como está previsto, como esta anticipado, no se debería esperar resultados tan negativos, si pasa algo imprevisto en la ruta a la normalización monetaria, esto puede cambiar la normalización de las cosas.

La región tiene ciertos avances para enfrentar estos riesgos. Algunos países tienen tipos de cambio flexibles. En la crisis de México, el promedio de los cuatro países grandes de la región fue casi el 30 por ciento, como se dice acá, sin ninguna crisis bancaria, sin ningún problema. Había algunos problemas, pero sin ninguna crisis financiera.

Los niveles de deuda del sector público están creciendo por el déficit fiscal estructural. En algunos países todavía son más bajos que en años anteriores. Se debe observar no los flujos netos sino los flujos brutos de capitales no residentes y residentes. En la última crisis, había una correlación entre estos dos que implicaba que el efecto sobre los flujos netos era menor.

La región tiene activos financieros externos más importantes, se tiene la capacidad para que los residentes puedan retornar su capital si se da un problema, eso es lo que pasó en la crisis del 2008.

Expectativas de mercado sobre la tasa de largo plazo



Tasas de EEUU sobre períodos de salidas de tasas bajas, y expectativas del mercado.

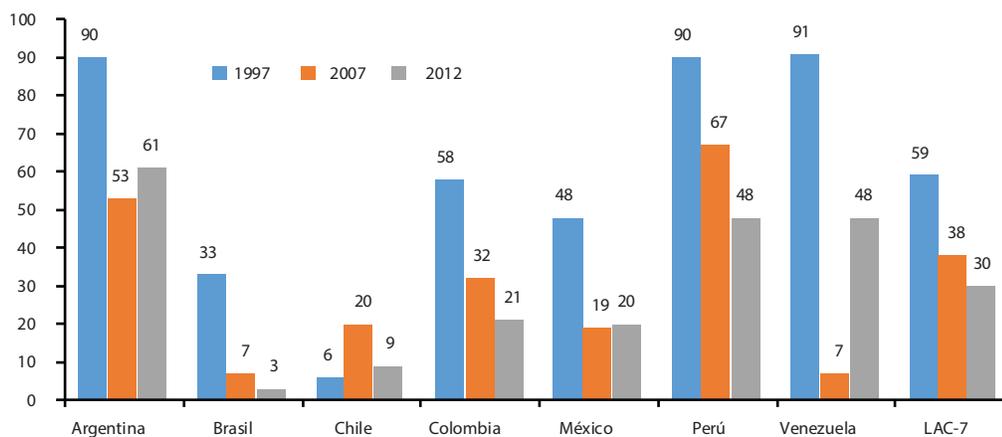
Un balance mixto

Existe un balance mixto, se tiene menor deuda pública, algunos países tienen un tipo de cambio flexible. El aumento en la proporción de deuda pública emitida en moneda local permitió que el tipo de cambio sea utilizado como un mecanismo de ajuste frente a los *shocks* en varias economías de América Latina y el Caribe.

Los sistemas financieros ahora tienen niveles altos de solvencia, liquidez, la regulación y la supervisión de los sistemas financieros ha mejorado en la región, a la vez la cantidad de reservas internacionales en términos absolutos ha crecido. Las reservas efectivas se sitúan por debajo de las reservas óptimas tomando en cuenta los niveles de dolarización, la cuenta corriente y el balance fiscal.

Sin embargo, existen algunos riesgos, la posición de cuenta corriente y fiscal se ha deteriorado y los balances del sector privado (tanto el sector empresarial como el bancario) pueden estar expuestos a riesgos de tipo de cambio. De hecho, ha aumentado el costo esperado de un *Sudden Stop*. Las reservas son altas en dólares, aunque puede no ser el nivel necesario u óptimo como para enfrentar el riesgo de una parada súbita.

Porcentaje de la deuda pública en US\$



Para terminar, se menciona el crecimiento de mediano plazo porque hasta ahora se estima que se está hablando de los riesgos, de los factores externos, pero hay un gran desafío. Desde el año 1960, en el PIB per cápita de América Latina, existe una brecha con Estados Unidos y esta brecha no ha bajado. Por el contrario, dicha brecha ha subido, relativamente América Latina es más pobre comparado con Estados Unidos.

¿Cómo se explica que esta brecha sea más grande? Ahora se tiene más recursos, han subido los factores de producción como empleados y capital, pero la productividad relativa a Estados Unidos no ha subido. El gran desafío que se tiene, a pesar de los riesgos que enfrenta la economía global y mundial, es cómo aumentar la productividad de los factores internos.

En la región en particular, la recuperación de la economía de los Estados Unidos va a ser importante, debido a la mayor demanda en las exportaciones y las políticas de inmigración. Sin embargo, puede ser que exista un shock al crecimiento en Estados Unidos, la normalización monetaria y el crecimiento en China, lo que puede ser positivo para esta región.

Este resultado depende de cómo es la normalización monetaria, si es un proceso suave o si se dan problemas sobre la ruta. Si es suave, puede ser que no se esperen tantos efectos por el lado de los flujos de capitales, pero las prioridades de esta región deberían incluir el fortalecimiento en la balanza externa y fiscal; prestarle atención al sector bancario y al financiamiento al sector privado.

Resumen y recomendaciones

América Central se beneficiaría de la recuperación en EEUU y la economía mundial, con mayor demanda para sus exportaciones. Pero, es probable que el choque financiero (negativo) llegue antes que el choque real y la región cuente con menos margen de maniobra que en 2007. El shock neto puede ser positivo en el mediano plazo, pero con presiones significativas en el corto plazo.

Las prioridades para la región incluyen: fortalecer los balances externos y fiscales; profundizar los estabilizadores fiscales automáticos y reformar las instituciones para establecer una política fiscal anticíclica y discrecional; prestarle suma atención al balance del sector privado y bancario; reformar para aumentar la productividad y el crecimiento sostenible.

La normalización monetaria es una crónica anunciada para la que la región debe estar preparada. Pero se necesitan reformas que aumenten el crecimiento para que la región evite otra crónica anunciada: estabilidad macroeconómica acompañada de un crecimiento bajo a mediano plazo.

Costa Rica: política monetaria y estabilidad financiera

*Olga Monge Alvarado
División Económica
Banco Central de Costa Rica*

Breve caracterización de la economía costarricense

Economía pequeña y abierta comercial y financieramente.

Crecimiento real

- 2005-08 (promedio): 6,3%.
- 2009: -1,0%.
- 2010-13 (promedio): 4,5%.
- 2014-15 (proyección*): 3,6%.

Desempeño fiscal inestable: largos períodos de déficit, superávit en 2005-08 y de nuevo déficit a partir de 2009. Para 2014 se estima 6,0% del PIB.

Déficit de cuenta corriente de B.P. como proporción del PIB:

- 2005-08 (promedio): 6,2%.
- 2009: 2,0%.
- 2010-13 (promedio): 4,8%. (Financiado por IED)
- 2014 (proyección): 5,3%.

Relativa alta dolarización financiera (setiembre 2014)

- Riqueza financiera moneda extranjera (m.e.) 29,0%
- Crédito bancario al sector privado m.e. 42,1%
- Liquidez m.e. 38,0%

Se aborda el cambio de enfoque de política monetaria y cambiaria que hizo el Banco Central de Costa Rica, a partir del año 2007. En realidad, inició en octubre del 2006, cuando se tomaron las primeras medidas, dónde se está hasta la fecha y cuáles son los retos existentes. Primero se presentará una breve caracterización, nada más para conceptualizar.

Costa Rica es una economía pequeña, una economía abierta, comercial y financieramente. En cuanto al crecimiento real en el periodo 2005-2008 en promedio, se tuvo un crecimiento alto de 6.3 por ciento. A raíz de la crisis financiera internacional, se observó un decrecimiento de 1 por ciento, luego el país se recuperó, aunque no a las tasas del periodo anterior.

Se obtuvo un crecimiento medio de 4.5 y para el 2014 - 2015 se proyecta un 3.6 por ciento. En este momento, se crece alrededor de 4 por ciento. La proyección del Banco Central de Costa Rica es un poco más baja.

Se ha tenido un desempeño fiscal inestable como se verá más adelante, con largos períodos de déficit. Se registró un superávit en el período 2005- 2008, luego con la crisis, se tuvo déficit.

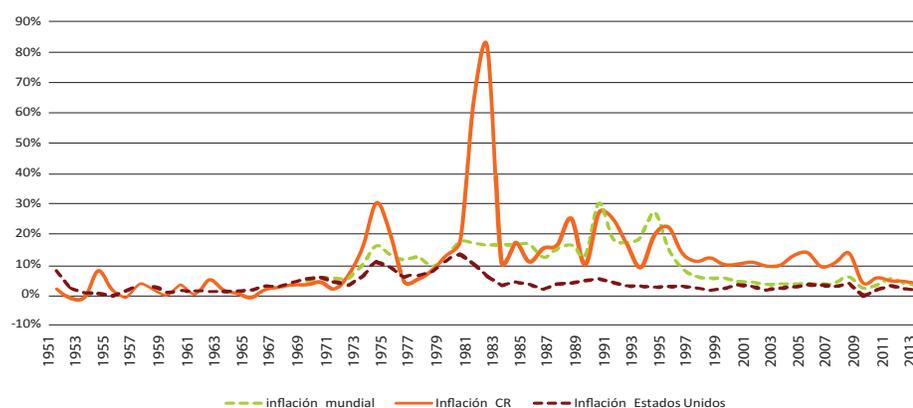
Para el 2014, se estima un 6 por ciento y para el 2015 existen quienes estiman un 6.7 por ciento, que es parte de lo que está dando paso a una discusión fuerte en Costa Rica en este momento que se está discutiendo la aprobación del Presupuesto Nacional para el próximo año.

Se ha tenido déficit en cuenta corriente en el período en el cual se creció más entre el 2005 y 2008. hubo un déficit en cuenta corriente del 6.2 en promedio 2009, cuando se decreció. Por esa razón, se observó un déficit muchísimo más bajo del 2 por ciento en 2009. Después se pasó a un déficit del 4.8 por ciento que, si bien es alto, ha sido sostenible porque se ha financiado en buena medida con inversión extranjera directa.

Para el 2014 existe una proyección del 5.3 por ciento, se estima va a ser financiado con inversión extranjera directa. Se tiene una relativa alta dolarización financiera. Los últimos datos indican que la proporción de la riqueza financiera en moneda extranjera respecto al total ronda un 29 por ciento, que es moderado, si se ve en términos del crédito bancario y de la liquidez nada más, los niveles son un poquito más altos. En la parte del crédito el 42 por ciento y en la parte de liquidez, un 38 por ciento.

Costa Rica tuvo una tasa de inflación similar a la tasa de inflación mundial hasta inicios de los años 70. Después tuvo incrementos con la crisis que se enfrentó en el período 1980-81 y se registró la tasa de inflación más alta que Costa Rica ha reportado: un poquito por encima del 80 por ciento. Después de ese período, hubo inflación de dos dígitos, en comparación con otros países, se puede decir que moderada. En los últimos años se ha tenido una inflación que tiende a la inflación mundial y de los socios comerciales, aunque todavía un poco por encima.

Tasa de inflación anual: Costa Rica, Mundial y Estados Unidos
(a dic. de cada año)



Para el período 2009-2013 Costa Rica tenía una inflación promedio del 5-7 por ciento, mientras que el mundo andaba por un 3.4 por ciento y los socios comerciales en 2.3 por ciento. ¿Por qué incluir el dato de los socios? Es porque en general, para efectos de política monetaria, por un asunto de competitividad, siempre se piensa más en la inflación de los principales socios comerciales que en la del resto del mundo.

Inflaciones promedio por período

	1970-79 ²	1980-89 ²	1990-99	2000-08	2009-13
Costa Rica	10,6%	27,4%	16,9%	11,2%	5,7%
Mundial ¹	10,4%	15,9%	15,4%	4,1%	3,4%
Socios	8,3%	12,7%	3,8%	3,6%	2,3%

1 Fuente: Estadísticas Financieras Internacionales del Fondo Monetario Internacional.

2 Para las décadas del 70 y 80, la inflación de socios comerciales comprende al 65,6% de los socios, según la ponderación en el ITCER.

A agosto de 2014, ¿dónde está la inflación de Costa Rica? la inflación ha estado contenida en la meta que el Banco Central ha establecido en este año, a agosto se encuentra fuera del rango de meta y esa es una situación que el Banco Central ha aceptado de manera transitoria este año se podría cerrar por encima de la meta, la idea es que exista un retorno a la meta del Banco Central.

Inflación: situación al mes de agosto 2014



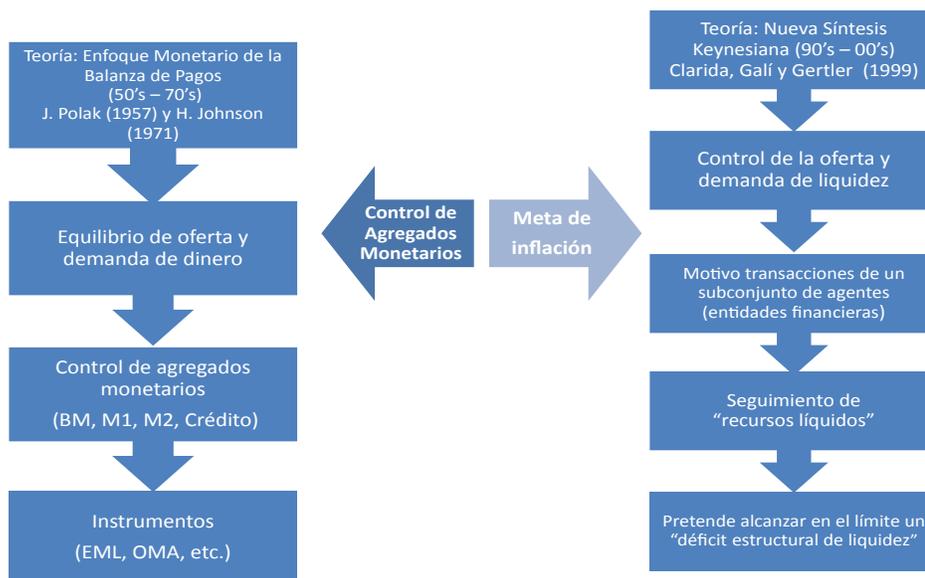
IPC: Indicadores de precios
-variación interanual agosto en %-

	2013	2014	Ponderaciones	
			jul-06	dic-13
IPC	5,3	5,5		
Regulados	12,0	7,0	21	22
Combustibles	1,7	9,5		
Resto	15,5	6,2		
No Regulados	3,5	5,0	79	78
Bienes	2,1	5,5	53	48
Servicios	8,4	5,5	47	52
Transables	0,9	4,6	40	33
No Transables	7,6	5,9	60	67

Ejecución de la política monetaria

Una vez vista esa radiografía de la economía se puede analizar la ejecución de la política monetaria. Antes de 2007 Costa Rica tenía un enfoque de política monetaria que se basaba en el enfoque monetario de la balanza de pagos. lo que se trataba era de lograr un equilibrio entre oferta y demanda de dinero, para lo cual, el Banco Central efectuaba un control de agregados monetarios.

Política monetaria antes y después del 2007



Limitaciones del esquema de política hasta 2006

- Generó inercia inflacionaria.
- Implicó altos costos financieros para el BCCR por sus operaciones de control monetario.
- Persistía inflación de dos dígitos (~11,0% en promedio, período 1996-2005).
- Estimuló la dolarización de los depósitos y del crédito, aumentando la vulnerabilidad del sector financiero.

Reforma Ley Orgánica BCCR, 1995

Objetivo principal del BCCR (artículo 2): “El Banco Central de Costa Rica tendrá como principales objetivos, mantener la estabilidad interna y externa de la moneda nacional y asegurar su conversión a otras monedas ”

Interpretación Junta Directiva: Inflación baja y estable, déficit en cuenta corriente financiado con recursos de largo plazo y libre movilidad de capitales. Además, se definieron varios objetivos subsidiarios.

Transición a un nuevo esquema de política monetaria

- Enero 2005: la Junta Directiva del BCCR aprobó el proyecto estratégico “Diseñar una propuesta para establecer un régimen monetario de metas de inflación, que permita alcanzar una inflación baja y estable en el mediano plazo.”
- Metas de inflación: esquema de política monetaria donde el banco central hace explícito que su principal objetivo es lograr niveles bajos y estables de inflación y, por lo tanto, utiliza sus instrumentos de control monetario para estabilizar la tasa de inflación alrededor de un valor numérico (o rango) previamente anunciado.

No siempre se utilizaba el mismo agregado monetario. En algunas ocasiones fue la base monetaria, en otros el medio circulante, en otros el M2. Se hacía mediante encajes mínimos legales y operaciones de mercado abierto, sobre todo operaciones de mercado abierto porque el encaje si bien en aquel era alto, no se usaba como instrumento de política, sino que se mantenía siempre alto.

Se dieron los pasos hacia metas de inflación explícitas. Existe un cambio porque el enfoque ahora es la nueva síntesis keynesiana, donde lo que se busca es un control de la oferta y demanda de liquidez.

Se analizan las transacciones de un subconjunto de entidades financieras. Esto se verá ahora con más detalles y lo que se hace es darle seguimiento a los recursos líquidos del sistema. En el fondo de lo que se trata es de lograr lo que se llama en literatura un déficit estructural de liquidez. Es decir, hacer que la economía en lugar de tener el exceso estructural que la ha caracterizado tenga un déficit estructural que le permita al Banco Central tener una mayor injerencia mediante sus operaciones.

¿Por qué el Banco Central dio ese cambio? porque el esquema que se tenía generó una inercia inflacionaria. ¿Por qué? Porque se tenía un régimen cambiario fijo. Después se estuvo como 20 años con un régimen parecido al de Nicaragua de minidevaluaciones, como un ajuste diario, pero que el mercado podía anticipar porque si eran 20 centavos diarios, cualquiera podía decir cómo iba a terminar en el mes el tipo de cambio.

Por un lado, las empresas a la hora de fijar sus precios incorporaban esa variación cambiaria porque tenían todo el dato. Como el tipo de cambio era fijo, cuando había entradas de capitales, el Banco Central se veía obligado a absorber esas reservas, esas entradas de capital y tenía que estar emitiendo dinero.

Se generaba una expansión en los medios de pago y el Banco Central se veía en la obligación de hacer operaciones monetarias para esterilizar esos medios de pago, eso generó dos cosas: inercia inflacionaria y un déficit del Banco Central considerable, que era como hacia adelante. Le metía presión a los precios internos.

En realidad, la inflación persistía en dos dígitos, un 11 por ciento más o menos en promedio, eso estimuló la dolarización de los depósitos y del crédito porque si siempre el tipo de cambio iba a estar subiendo, había un sesgo para que la gente, sobre todo por el lado de los pasivos, hiciera sus depósitos en moneda extranjera.

En 1995, el Banco Central hizo una reforma a su ley orgánica, porque en realidad no estaba claro previo a esto, en el esquema de política anterior, cuáles eran los objetivos fundamentales en el Banco Central.

En el 95 se hizo explícito que su principal objetivo iba a ser mantener la estabilidad interna y externa de la moneda nacional y su conversión a otras monedas. ¿Cómo interpretó esto la Junta Directiva? porque cuando uno dice que el objetivo es mantener la estabilidad interna, ¿qué significa eso? Hubo una interpretación de la Junta Directiva del Banco Central que dice: eso significa mantener la inflación baja y estable; significa tener déficit de cuenta corriente financiados con recursos a largo plazo y exista libre movilidad de capitales. Este es el principal objetivo y política del Banco Central. Sin embargo, la Ley, los diputados no vieron cómo eliminar los otros objetivos y siempre quedaron algunos objetivos subsidiarios que tienen que observar con lograr el pleno empleo de los recursos, que tiene que observar con promover estabilidad del sistema financiero, que tiene que observar con asegurar la eficiencia en el sistema de pago.

En enero del 2005, debido a los problemas que tenía el enfoque anterior y los pocos grados de libertad que tenía el Banco Central para ejecutar su política monetaria, la Junta Directiva le encomendó a la administración que diseñara una propuesta para establecer un régimen monetario de metas de inflación, con la idea de lograr una inflación baja y estable en el mediano plazo.

¿Qué se ha hecho desde ese entonces? En el 2006, en concordancia con esa solicitud que hizo la Junta Directiva, la misma Junta Directiva aprobó entrar a un proceso de flexibilización cambiaria que es el actual régimen que tiene Costa Rica, de banda cambiaria.

¿Qué se ha hecho?

1. Modelación macroeconómica: labor permanente.
2. Capitalización del BCCR: proceso lento, con apoyos esporádicos y constantes amenazas.
 - Sin embargo en la actualidad no se considera que sea un obstáculo para el control de la inflación.
3. Flexibilidad cambiaria: hubo avances, pero el proceso ha tomado más tiempo del esperado, lo cual impide mejorar la credibilidad.
4. Gestión de liquidez: labor permanente.
5. Sostenibilidad fiscal: deterioro en los últimos años, incertidumbre.
6. Comunicación: en proceso de mejora continua.
7. Rendición de cuentas: mejora continua.
8. Credibilidad: en proceso de construcción.

Modificación al régimen cambiario

- Octubre 2006: el BCCR puso en funcionamiento el régimen de banda cambiaria (que sería temporal).
- BCCR se compromete a defender los límites de la banda y el tipo de cambio puede fluctuar dentro de dichos límites.

- Idea es brindar al BCCR un mayor grado de autonomía para ejecutar la política monetaria.
- Estrategia de transición basada en tres principios: gradualidad, comunicación y flexibilidad.
- Diseño inicial: amplitud creciente (Informe Inflación mayo 2010 para una síntesis de su evolución).

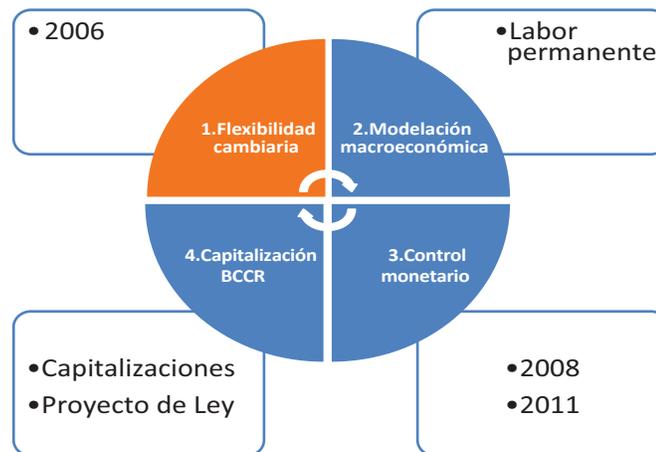
Mercados cambiarios de Costa Rica

- Mercado de monedas extranjeras (Monex).
- Ventanillas entidades financieras.
- Monex inició operaciones el 20 de noviembre del 2006, con 32 operadores.
- A partir de octubre 2009 se permite participar a todas las personas físicas y jurídicas registradas con alguna entidad financiera.

Participación BCCR

- BCCR interviene en Monex con los siguientes propósitos:
 - Defensa banda cambiaria.
 - Moderar la volatilidad del tipo de cambio.
 - Comprar divisas para atender requerimientos propios.
- Hasta el 25 de junio del 2014 llevó al mercado cambiario el requerimiento neto diario del SPNB.

¿Qué se ha hecho?



Se empezó a trabajar en lo que es modelación macroeconómica, por razones de tiempo no se discutirá la modelación macroeconómica, porque ese es un gran tema. En realidad, cada uno de estos bloques daría para una charla. la discusión se centrará en la flexibilidad cambiaria en la parte de control monetario.

El Banco Central, como tenía y tiene pérdidas y eran de naturaleza cuasi fiscal, se logró que el gobierno le hiciera una capitalización parcial en dos ocasiones que permitió que se redujera el déficit del Banco Central.

Si bien no se ha logrado alcanzar un proyecto de ley que garantice que el gobierno absorba las pérdidas en que el Banco Central incurrió por ese concepto, se considera que este no es un tema tan relevante.

¿Qué se ha hecho a la fecha? Bueno, en modelación macroeconómica, se dispone de un modelo que es con el que el Banco Central trabaja, basado en la nueva síntesis keynesiana, esta es una tarea que continúa.

Luego se logró una capitalización parcial, este es un proceso que por momentos avanza, por momentos retrocede; flexibilización cambiaria es donde ha habido avances, el proceso ha tomado más tiempo del que se esperaba, eso podría estar minando un poco la credibilidad y en gestión de la liquidez ha habido un avance especial.

Donde no ha habido avances es en la parte fiscal y se ha tenido un deterioro en los últimos años, porque como mencionó el Sr. Andrew Powell, con la crisis financiera la administración anterior había impulsado un plan que se llamaba Escudo, que lo que hizo fue impulsar un aumento en los gastos fiscales, no se pudo revertir porque se hizo en partidas que no permitían, como aumentos salariales a ciertos grupos personales.

Se ha seguido avanzando en la parte de comunicación, a través del sitio web, lo mismo en la parte de rendición de cuentas, incluso el Banco Central rinde cuentas en un informe a la Asamblea Legislativa y se está en un proceso de construcción de credibilidad.

En materia de régimen cambiario, a partir de octubre 2006, funciona un régimen donde el Banco se compromete a defender los límites de la banda y el tipo de cambio fluctúa dentro de estos límites. Esto con la idea que el Banco Central tenga más autonomía para ejecutar la política monetaria.

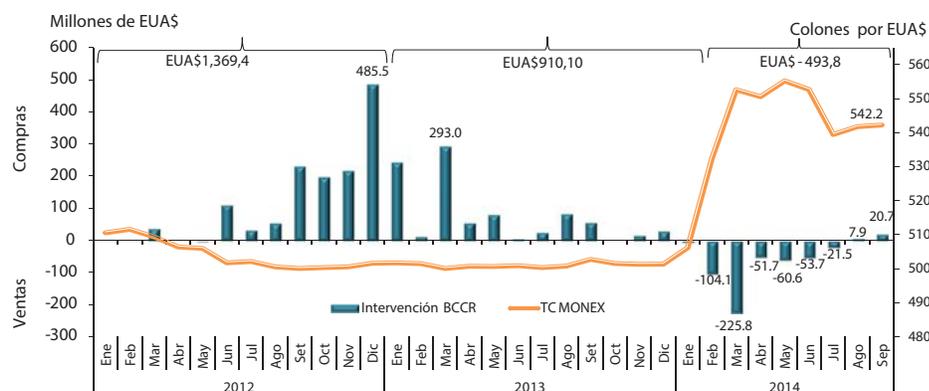
Cuando se entró a este régimen, la idea era que se entrara a un proceso gradual y a la vez con cierta flexibilidad. El mercado cambiario en realidad tiene dos componentes. El mercado de moneda cambiaria, que es donde interviene el Banco Central y el mercado de ventanillas de las entidades financieras. Cuando se inició el Money, o mercado de monedas extranjeras, solo participaban intermediarios financieros. En realidad, el público puede participar. Se hizo con la idea de tratar de lograr mayor competencia.

¿Para qué interviene el Banco Central en Money? Por tres motivos. En defensa de la banda cambiaria, porque cuando toca algunos de los límites que en realidad se ha atendido cuando han tocado algunos el límite inferior, el Banco Central sale en ese momento a intervenir.

¿Por qué? porque el régimen no permite que el tipo de cambio va debajo de ese límite. También, para moderar la volatilidad del tipo de cambio. Esta es una intervención entre bandas, no se necesita que toque límites, sino que, si se observa que existe mucha inestabilidad, el Banco Central puede intervenir. Para comprar divisas para atender requerimientos propios. Hasta el 25 de junio de este mes, el Banco Central compraba las divisas que requería el sector público no bancario. Esto acaba de cambiar y es uno de

los cambios más importantes que se ha hecho y que ha tendido a darle más estabilidad al mercado financiero.

Tipo de cambio promedio ponderado de MONEX e intervención del BCCR1/

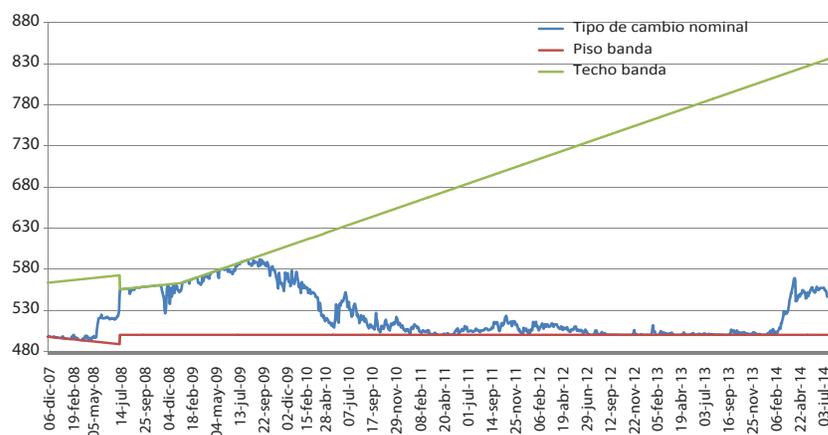


1/ : La intervención graficada contempla la ejecución del segundo programa de acumulación de reservas por EUAS\$1.500 millones entre el 12 de marzo del 2012 y el 11 de enero del 2013.

2/ : Información al 05 de septiembre del 2014.

Lo que se puede observar en los últimos meses, es como una flotación cambiaria de hecho, aunque se dice que es un régimen de bandas, se ha tenido varios períodos donde ha habido una flotación cambiaria de hecho.

Evolución del Tipo de Cambio Nominal^{1/} (flotación cambiaria de hecho)



1/ : Información al 24 de julio del 2014.

Algunos resultados de la nueva estrategia de política

- El tipo de cambio es ahora menos predecible.
- El Banco Central ha reducido el denominado “seguro cambiario”, por lo que los agentes económicos, en forma creciente, incorporan el riesgo cambiario en sus decisiones.
- La dolarización financiera se redujo y los intermediarios han moderado su exposición al riesgo cambiario (Implicaciones para la P.M. y la estabilidad del S.F.).

- La concentración en el mercado cambiario se ha reducido, lo que favorece el proceso de formación de precios competitivos.

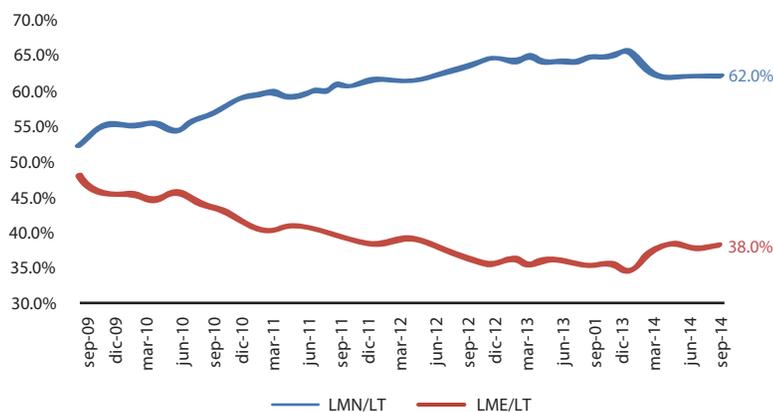
¿Qué resultados se han obtenido? El tipo de cambio es menos predecible, eso se considera importante porque eso hace que el Banco Central exista logrado reducir el seguro cambiario con que contaban los agentes económicos.

De manera que ahora estos se ven obligados a incorporar el riesgo cambiario en sus decisiones. La dolarización financiera, que era alta, se ha reducido por lo mismo y la concentración del mercado cambiario se ha reducido, eso ha favorecido la formación de precios.

La liquidez total en el 2009 andaba cerca del 50 por ciento y ahora ha bajado un 38 por ciento. Se puede observar que se ha logrado una reducción de la dolarización y lo mismo en el crédito. Se estaba cerca del 45 por ciento y ahora un 42 por ciento. Ha sido menos el cambio, pero ha habido un cambio en esa dirección.

- El efecto traspaso del tipo de cambio hacia los precios se ha reducido a partir de octubre 2006 al pasar de 0,6 a alrededor 0,3 en la actualidad.
- El menor compromiso cambiario ha permitido reducir las pérdidas del BCCR, lo que contribuye a mantener la inflación baja y estable.

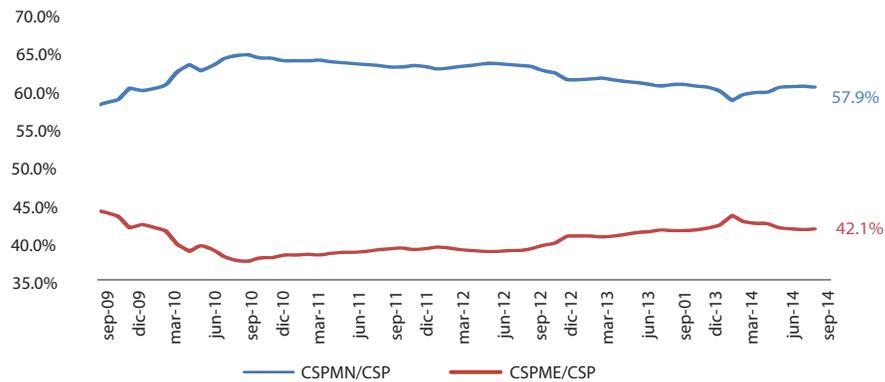
Liquidez total: participación por moneda ^{1/2/}
(porcentajes)



1/ : Información de BCCR al 17 de septiembre y de OSD bancarias (preliminar) al 05 de septiembre y de OSD no bancarias a junio 2014.

2/ : La moneda extranjera está valorada al tipo de cambio de cierre de cada mes.

OSD: crédito al sector privado ^{1/2/}
(participación % por moneda)

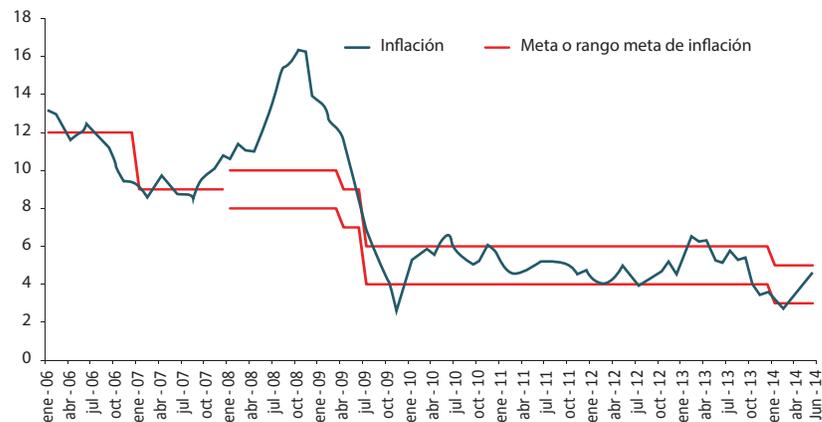


1/ : Información de OSD bancarias al 05 de septiembre y de OSD no bancarias a junio 2014.

2/ : La moneda extranjera está valorada al tipo de cambio de cierre de cada mes.

El efecto de traspaso del tipo cambio hacia precios que había sido importante, se ha reducido de 0.6 alrededor del 0.3. Esto le quita un poco de inercia inflacionaria. Las pérdidas del Banco Central se han reducido, aunque, el hecho que el Banco Central siempre tenga que intervenir cuando el tipo de cambio llega a la banda inferior, hace que no se reduzca como se desearía si el tipo de cambio fluctuara más.

Resultado: desempeño inflacionario



Gestión de la liquidez en Costa Rica

Otro componente en los que el Banco Central de Costa Rica ha estado trabajando es la parte del manejo de la liquidez. Lo primero que se ha hecho es separar lo que es la gestión de la deuda del Banco Central de lo que son las operaciones de afinamiento de la política monetaria.

Separación de pasivos

En 2011 inició separación de administración de deuda y de liquidez.

- Gestión de deuda: liquidez estructural, por ejemplo, déficit, servicio de deuda, efecto monetario de adquisición de reservas.

- Gestión de liquidez: movimientos de corto plazo en la liquidez sistémica, por ejemplo, demanda temporal por depósitos por encaje, flujo de caja de Gobierno.

Afinamiento de política monetaria:

- Influir en liquidez diaria para que la tasa de interés interbancaria sea congruente con TPM.
- Metas de la política monetaria.
- Canales de transmisión.

Gestión de deuda:

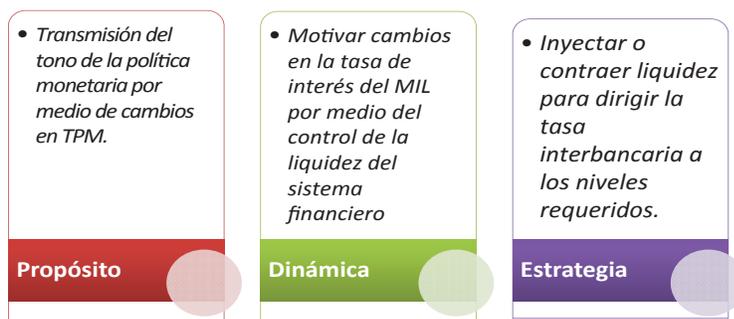
- Menor costo posible.
- Manejo de riesgos.

Gestión de deuda (BEM)

Balance BCCR

- Demanda de base monetaria congruente con meta, medidas y supuestos del Programa Macroeconómico (crecimiento real, tasas de interés, entre otros).
- Oferta de base monetaria: proyección de cuentas del balance (identificando su impacto monetario).
- Diferencia entre oferta y demanda de base monetaria determina requerimiento de BEM.
- Expresión mensual del ejercicio, entre otros, con base en estacionalidad de los indicadores → requerimiento mensual de BEM.
- Requerimientos de BEM → GAP.

Afinamiento de la Política Monetaria...



Esquema para el control monetario



Porque se tenía antes como un revoltijo para decirlo de alguna forma. Como el Banco Central tiene déficit, cuando el Banco Central salía a colocar bonos, no estaba claro si estaba absorbiendo, porque necesitaba financiar su propio déficit, o si era por una cuestión de política monetaria. Incluso a veces las señales para los agentes económicos podían ser extrañas.

Existe otro sesgo. Si un agente económico trata de financiar su deuda, trata de hacerlo con las tasas más bajas, desde el punto de vista de política monetaria, se requiriera una tasa de interés un poco más alta. Lo que se hizo fue separar lo que es la gestión de la deuda de la gestión de liquidez.

La gestión de la deuda es lo que se llama la liquidez estructural ¿qué se incluye? Bueno, el déficit mismo del Banco Central, el servicio de la deuda, el efecto monetario de las compras de dólares que haga el Banco Central y esta lo que es la gestión de la liquidez en el corto plazo.

Cuando se habla de la gestión de la deuda se busca el menor costo posible y manejar los riesgos, cuando se refiere a la gestión de política monetaria, de lo que se trata es de influir en la liquidez en el día a día, para hacer que la tasa interbancaria sea congruente con la tasa de política monetaria que fija el Banco Central.

La gestión de la deuda, a grosso modo, parte de una estimación de la demanda de la base monetaria y se busca que sea congruente con la meta que hace el Banco Central y con los supuestos que existe en el programa macroeconómico en cuanto a crecimiento y tasas de interés.

Del mismo modo, se hace una proyección de la oferta de base monetaria tomando en cuenta las cuentas del balance, viendo lo que es la parte del impacto monetario que eso tiene, porque algunos de esos movimientos son devengados y la diferencia entre estos dos conceptos, la demanda de base, la oferta de base dirá cuántos bonos de estabilización monetaria existe que colocar. Para esto se hace un ejercicio y existe un departamento del Banco Central, el GAP, que se encarga de hacer esta parte de la gestión de la deuda.

Las operaciones de afinamiento que tienen que observar más con política monetaria, tratan de propiciar ciertos cambios. Es decir, transmitir mediante las modificaciones que se hacen a la tasa de política monetaria, cuál es el tono de la política que el Banco Central desea y si está apretando las tuercas o está soltando un poquito la economía y para motivar cambios en la tasa de interés de un mercado que se llama MIL que es el mercado interbancario de liquidez, llamado mercado integrado de liquidez. De esta manera, la estrategia que se usa es contraer la liquidez o inyectar liquidez para dirigir la tasa interbancaria a los niveles que el Banco Central requiere.

Este es como el esquema de control monetario que se sigue. Existe una tasa de política monetaria, está en 5.25 por ciento y a esa tasa se crea como túnel, que es más menos 100 puntos base. el de arriba sería la tasa para una facilidad de crédito permanente y abajo una facilidad de depósito permanente y entre ellos dos, el Banco Central fija un límite técnico que no se da a conocer al público. Una vez que las tasas en el mercado integrado de liquidez se acercan a alguno de esos límites técnicos, el Banco Central entra a hacer operaciones en el mercado interbancario para guiar las tasas del MIL a la tasa de política monetaria.

¿Cómo se realizan esas subastas de intervención?, lo que se trata de hacer es de acercar la tasa del mercado interbancario dentro del corredor que definen esos límites técnicos. que el Banco Central actúa sobre esas tasas de corto plazo, porque la idea es que luego, por vía del mecanismo de transmisión de la política monetaria, esa tasa se transmita al resto de tasas de economía de tasas de interés, de manera que afecte a las variables de gastos que es las que se quieren afectar para afectar la inflación. Aquí no se debe perder de vista que el objetivo último es el control de la inflación.

¿Cómo se realizan las subastas de intervención?

Objetivo: mantener la tasa promedio del MIL dentro del corredor definido por los límites técnicos.

- Convocatoria toma en consideración:
 - Proyecciones diarias de liquidez.
 - Evolución de la tasa de interés promedio en el MIL
- Subastas competitivas, iterativas y de corta duración (5 minutos).
- Rendimiento toma como referencia la TPM.
- Participantes: bancos, mutuales, financieras, cooperativas y puestos de bolsa (concentrada en bancos).
- Horario (5 minutos para subasta y 5 minutos para asignar):
 - Contracción: 3 p.m.
 - Inyección: 2 p.m.

Proyecciones diarias de liquidez

Oferta neta de liquidez:

- Servicio deuda (BEM, DEP): principal e intereses.
- Operaciones de BCCR en MIL.
- Operaciones cambiarias
- Resultado operativo del BCCR
- Depósitos de Gobierno (flujo de caja diario de la Tesorería Nacional).
- Depósitos de entidades públicas (incluidos DEP) - consultas.
- Demanda por numerario (estacionalidad, programación macroeconómica).

Demanda por reservas bancarias:

- Encaje mínimo legal.
- Movimientos posteriores a 6 p.m. (complemento a información de movimientos de depósitos del sector público).



Diario se hacen proyecciones de liquidez. Esta parte es como más operativa, se estima una oferta neta de liquidez, se estima la demanda de reservas bancarias y con base en ello, se define el monto de intervención del MIL en la demanda de reservas bancarias y se toma en cuenta el encaje mínimo legal, etc. mientras que, en la oferta de liquidez, se lleva información diaria de los depósitos del gobierno en el Banco Central, del mismo resultado operativo del Banco Central, de los depósitos de las entidades públicas, etc.

Respecto a los retos de la política monetaria, el Banco Central estima que el reto más importante en este momento es consolidar la reducción a la inflación. ¿Por qué? Porque se debe cumplir el objetivo que es estabilidad interna y externa de la moneda. Como se tienen objetivos subsidiarios, se debe ponderar los costos y beneficios, para tratar de cumplir en alguna medida esos objetivos subsidiarios.

Retos de la política monetaria en Costa Rica

- Cumplir el mandato legal establecido en la Ley Orgánica del BCCR (objetivos principales y subsidiarios) en un contexto de volatilidad en los mercados financieros, con presión fiscal.
- Consolidar la reducción en la inflación, para cumplir el objetivo de estabilidad interna y externa de la moneda nacional.
- Ponderar adecuadamente los costos y beneficios en el cumplimiento tanto de los objetivos primarios como los subsidiarios.
- Determinar el nivel de volatilidad cambiaria “de mínimo costo”.

- Preservar los beneficios de la flexibilidad sin incurrir en una extrema volatilidad.
- Por tanto, hay que encontrar la volatilidad tolerable del tipo de cambio que permita consolidar el control de la inflación en el mediano y largo plazo.
- La promoción de la estabilidad interna y externa de la moneda ha de realizarse en un contexto de:
 - Insostenibilidad fiscal y con incertidumbre sobre las reformas requeridas y el momento de ejecutarlas.
 - Volatilidad en mercados emergentes ante la continua reducción del estímulo monetario del Banco de la Reserva Federal de los EUA y el posterior incremento de las tasas de interés.

Para que se consolide esa reducción de la inflación, se tiene que ganar credibilidad. ¿Por qué? Porque, aunque se tienen muchos años con una inflación controlada, las expectativas de inflación andan por encima de la meta del Banco Central. Eso indica que todavía no se ha ganado toda la credibilidad que se requiere para eso.

Se considera importante determinar un nivel de volatilidad. ¿Cuál es el nivel de volatilidad que se debería permitir? ¿Por qué? Porque si se trata de restringir esa volatilidad, en el fondo se llegaría a los mismos problemas que se tenían cuando existía un tipo de cambio fijo, si existe intervenciones a menudo implicaría de nuevo al Banco Central emitiendo más dinero a la calle y luego tener que recogerlo.

Hubo mucha inestabilidad en el pasado, en el 2012, hubo quejas del sector exportador, porque consideraban que se veían afectados y se sabe que tan perjudicial es una cosa como lo otra. El punto es cómo se llegó a ese punto de una volatilidad que sea tolerable y que a la vez de grados de libertad en el manejo de la política monetaria.

Cómo se va a promover nosotros esa estabilidad interna, en medio de un ambiente de insostenibilidad fiscal porque como les dije ese es el principal problema que se enfrenta en este momento y cuando a la vez, existe incertidumbre de qué es lo que va a pasar en la parte fiscal, de qué reforma se va a hacer.

En Costa Rica se ha venido hablando de reforma fiscal hace años. En realidad, se ha avanzado poco. Por lo tanto, cómo se va a lograr mantener estabilidad en un ambiente de volatilidad en los mercados emergentes.

Estabilidad financiera

La estabilidad financiera o más bien la inestabilidad financiera no ha sido un problema en el país desde hace muchos años. Sí es un tema al que le se le está dando tratamiento y de hecho en el Banco Central existe un departamento de estabilidad financiera. Se está tratando de incorporarlo en la modelación macroeconómica. Eso sí, se ha venido trabajando en varios frentes, en realidad se ha tenido una relación estable.

- Costa Rica no ha enfrentado crisis financieras relevantes desde los años 1980-1982, pese a las crisis financieras internacionales y a las circunstancias internas (cambio en

el modelo de desarrollo económico, apertura de la cuenta de capital, persistencia del déficit fiscal, entre otros).

- Sin embargo, con la crisis financiera internacional 2008-2009 el BCCR y el CONASSIF han tomado medidas para fortalecer la estabilidad del sistema financiero.
- Creación del Departamento de Estabilidad Financiera en el BCCR (orientado a políticas macroprudenciales). Entre otros, se ha trabajado en la identificación de entidades sistémicamente importantes y en la elaboración de un índice de tensión financiera.
- Primeros pasos hacia una supervisión de los intermediarios financieros basada en la gestión de riesgos.
- BCCR también ha aplicado acciones específicas para mantener la estabilidad financiera. La más reciente fue el límite al crecimiento del crédito (total y en dólares) en enero 2013.
- Esta medida se tomó en un contexto de alto ingreso de capitales (IV-trimestre 2012), elevado crecimiento del crédito (especialmente en dólares), creciente endeudamiento externo de los bancos comerciales y expectativas de reversión de la política monetaria expansiva en EEUU.

Política monetaria y estabilidad financiera

El caso Boliviano

Raúl Mendoza Patiño
Asesor Principal de Política Económica del
Banco Central de Bolivia.

El consenso de Washington y la visión ortodoxa

Para entender lo que Bolivia está haciendo es necesario explicar el cuestionamiento a enfoques convencionales, que se han planteado a nivel mundial durante la crisis global. Esta crisis generó debates acerca de los paradigmas considerados, hasta ese momento, como hechos fundamentales de la teoría económica. En ese sentido, es preciso hacer algunas consideraciones iniciales, analizar lo que dice el Consenso de Washington, paradigma fundamental de la doctrina económica durante 20 años, analizar los desafíos a esa visión convencional y luego discutir el caso de Bolivia.

En las dos décadas previas a la crisis económica iniciada en 2009, el pensamiento predominante estaba determinado por las recetas del Consenso de Washington, esa visión predominante en política y seguridad económica consistía en:

- **Disciplina fiscal: priorizar el gasto público:** reformas tributarias para mejorar los ingresos y presupuestos balanceados para garantizar la estabilidad de precios.
- **Liberalización de mercados y privatizaciones:** los mercados y la competencia disciplinan las acciones del sector privado. El gobierno, en lugar de empresario, debía ser un buen regulador. Política de privatizaciones y reducción del aparato estatal.
- **Desregulación de mercados y apertura:** las señales de precios son esenciales para coordinar decisiones individuales y asignar recursos eficientemente. Liberalización de tasas de interés, tipos de cambios competitivos, liberalización comercial, apertura a la inversión extranjera directa (IED).
- **Crecimiento basado en el mercado:** el crecimiento debía basarse en la eficiencia del mercado e inversión privada. Limitadas políticas sociales, al creer que el crecimiento iba a ser suficiente para la equidad social (*trickle down*).

Los resultados de la aplicación de las políticas con base en el Consenso de Washington estuvieron por debajo de lo esperado: bajo crecimiento económico, aumento de la pobreza, aumento de la desigualdad, más tensiones en los mercados financieros, cambiarios y de deuda soberana; se presentó la crisis financiera y una recesión sin precedentes en la historia de postguerra, resultando la crisis de la liberalización y la globalización financiera.

¿Cuáles son las causas de este desempeño? Diversas explicaciones surgieron.



¿Cuáles son las causas de este desempeño? Surgieron dos hipótesis (Birdsall, De la Torre & Caicedo, 2010), la primera, las recetas no se han implementado bien. Quienes señalan esto indican, que se debe tener paciencia y perseverancia. Si se continúa haciendo lo mismo, en algún momento funcionará. La segunda, las recetas estaban equivocadas. No existía esa conexión sistemática, robusta y predecible entre las políticas y el crecimiento, se ignoró la equidad social.

Limitaciones de esta visión ortodoxa relevantes para economías en desarrollo

- El Consenso no considera el contexto local de cada economía y es aplicado de forma similar a todos los países en desarrollo. Asimismo, el rol de las instituciones no es tomado en cuenta (Rodrik, 2003).
- No se advierte un claro compromiso para reducir los efectos negativos de la dolarización, como precondition necesaria para un sistema financiero estable. Asimismo, la importancia del desarrollo del sistema financiero doméstico pasa a un segundo plano (Herr & Priewe, 2007).
- La reducción de la inflación a través del uso exclusivo de políticas monetarias restrictivas es la receta estándar del Consenso; no obstante, esto puede resultar costoso en países en desarrollo (mecanismos de coordinación podrían mitigar estos costos).
- Se asignaba al Estado un rol secundario, en un contexto en el que existían importantes fallas en los mercados de factores y productos: asimetrías de información, mercados incompletos, externalidades, entre otros (Stiglitz & Greenwald, 2003).

Tras la crisis, autoridades de algunos países aplicaron políticas no convencionales, entre las que destacaron: políticas monetarias y fiscales extraordinarias que aumentaron la liquidez para los bancos, las familias y las empresas no financieras a fin de sostener la demanda. Además, se dio la relajación crediticia, la relajación cuantitativa, la facilitación de liquidez en divisas, con intervenciones en los mercados de divisas y de valores. Surge la pregunta ¿Hasta dónde cedió la economía de los Bancos Centrales? Lo que se estaba protegiendo hace pocos años se había roto con las intervenciones que trataban de resolver la crisis.

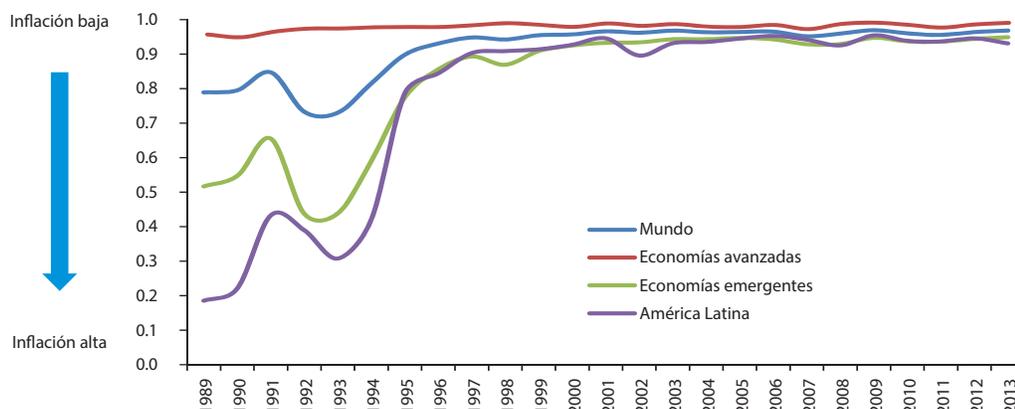
Los desafíos de política a la visión convencional

Uno de los principales desafíos a la visión convencional fue entender el concepto de estabilidad macroeconómica. La estabilidad macroeconómica fue entendida como el control de la inflación. Por ejemplo, en el gráfico se muestra un índice de estabilidad de

la inflación. Un valor igual a 1 indica la máxima estabilidad, un valor bajo indica una alta inestabilidad.

Índice de estabilidad de la inflación, 1989-2013

(porcentaje)



Elaboración : BCB –Asesoría de Política Económica

Nota : El índice de estabilidad de la inflación se construye como $\text{Ind Est Inf} = \frac{1}{1 + \pi}$

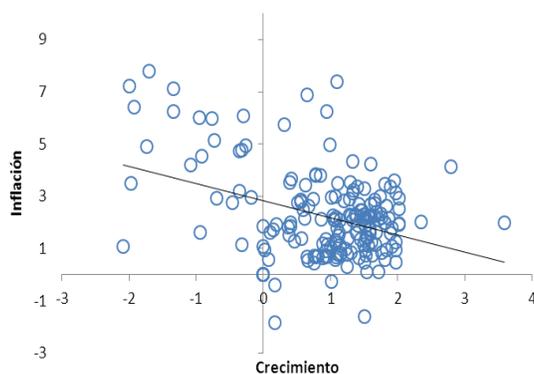
Fuente : Cálculos realizados a partir de datos del FMI.

En las últimas décadas la dimensión priorizada para alcanzar la estabilidad macroeconómica fue el control de la inflación. Fueron determinantes para controlar la inflación: la disminución de los desequilibrios fiscales y el rol más activo de los bancos centrales (Uribe, 2006; Haider y Ullah, 2007; Epstein y Yeldan, 2008; Carlstrom, Fuerst y Paustian, 2009; y Yao, 2011). Hubo entusiasmo por el control de la inflación todos perseguían la estabilidad de precios.

Este énfasis en el control de la inflación responde principalmente a los efectos negativos de la alta inflación sobre el crecimiento económico, que se observó sobre todo en países en desarrollo en los años de descontrol monetario y fiscal. Sin embargo, cuando las tasas de inflación son bajas, la evidencia indica que no habría una relación negativa entre esta variable y el crecimiento económico (Barro, 1995 y 2005).

Inflación y crecimiento económico en una muestra de 184 países, 1991-2000

(logaritmos)

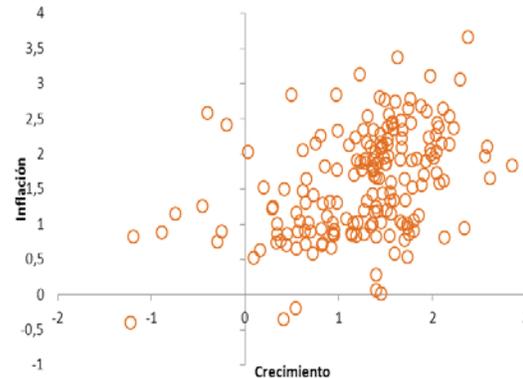


Elaboración : BCB –Asesoría de Política Económica.

Fuente : Cálculos realizados a partir de datos del WEO, abril 2014. FMI.

Inflación y crecimiento económico en una muestra de 184 países, 2001-2013

(logaritmos)



La razón de esto es que había una relación inversa entre elevada inflación y crecimiento. A medida que la inflación era alta, el crecimiento se reducía. A bajos niveles de inflación esa relación no existe y se podía observar una relación en un sentido directo. Hay tanto entusiasmo con la inflación que se olvida cuál fue el origen de eso. Se olvidó lo que decía la teoría, que esa relación existía cuando la inflación era alta.

Otro desafío a la visión convencional era que esa preocupación en la inflación hizo olvidar, la inflación de activos. A partir del 2007, los índices de precios internacionales de alimentos y energía, como el índice que publica la FAO, subieron por diversos factores de demanda y oferta, como: mayor ingreso en países asiáticos, fenómenos climáticos que afectaron la producción y mayor uso de alimentos para biocombustibles. Este fue el otro elemento que no estaba considerado y que afectó a la inflación de los países en la región y el mundo, especialmente en 2007-2008.

En países de bajos ingresos, el alza de precios de alimentos generó mayor inestabilidad política y social (Arezki y Bruckner, 2011), lo cual planteó dificultades para implementar políticas contractivas frente a este shock de oferta, cuando éstas implicaban una desaceleración de la economía y menor creación de empleo.



Un tercer desafío es la inducción de la inestabilidad financiera. El paradigma de política macroeconómica imperante era el de alcanzar la estabilidad de precios y del producto. La política prudencial se concentraba en reducir los riesgos idiosincráticos. Se consideraba que, con las rigideces nominales como única distorsión, estabilizar la inflación permitía maximizar el bienestar (Woodford, 2003; Blanchard y Galí, 2007). Con esta visión, todos contentos, no iba a haber ningún problema. Pero los riesgos financieros sistémicos fueron en gran parte inadvertidos. Estimaciones previas a la crisis señalaban una brecha del producto relativamente plana para los países que posteriormente experimentaron fuertes desaceleraciones (Irlanda, España, Estados Unidos), mientras la inflación se mantenía estable o aumentaba solamente de forma moderada.

Políticas macroprudenciales



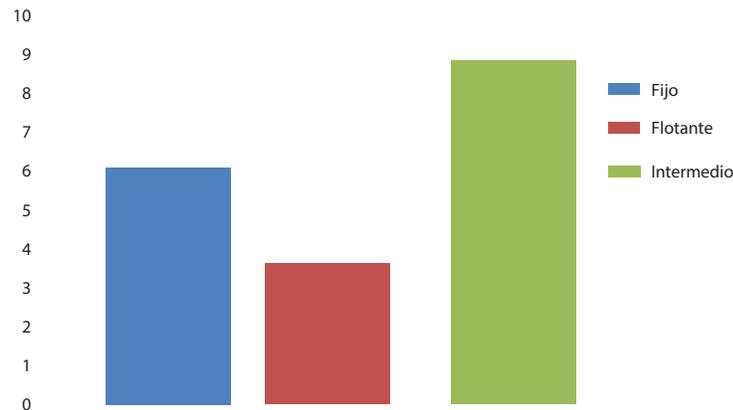
Surgió la crisis financiera internacional y se sabe que la macroeconomía no fue suficiente para controlar una crisis global. Países que luego terminaron con las peores crisis, estaban con una estabilidad de precios razonable, con brechas de producto bajas. Mientras tanto, en el lado financiero se estaba cambiando la composición y el valor del producto. La actividad relacionada con la construcción estaba cambiando la composición y el monto del producto. A raíz de esta crisis surgieron las políticas macroprudenciales asignadas a la estabilidad financiera y los riesgos sistémicos.

Falta convencimiento que esta sea la solución. Se hablaba de que ni siquiera existe consenso en su definición, tampoco existe consenso en la variable a seguir. Se dice que puede ser el Banco Central el que guíe esto o las Superintendencias de Bancos. Esto todavía difiere de ser una solución al problema que hace pocos años se vivía.

La disyuntiva en la administración cambiaria

La teoría decía que con tipos de cambio fijo la inflación se puede anclar. En 2005-2011, período con elevada volatilidad de precios, los regímenes cambiarios de tipo flotante (usualmente relacionados con regímenes de metas de inflación) tuvieron mejores resultados en términos del control de la inflación. Las bases de datos de inflación promedio 2005-2011 del Fondo Monetario muestran que los países con más baja inflación fueron los que tenían tipo de cambio flotante. Por el contrario, regímenes de tipo de cambio fijo e intermedios tendieron a registrar tasas de inflación más elevadas, aspecto opuesto al encontrado en investigaciones previas (Edwards, 1993; Ghosh et al, 1995; y Edwards y Magendzo, 2002).

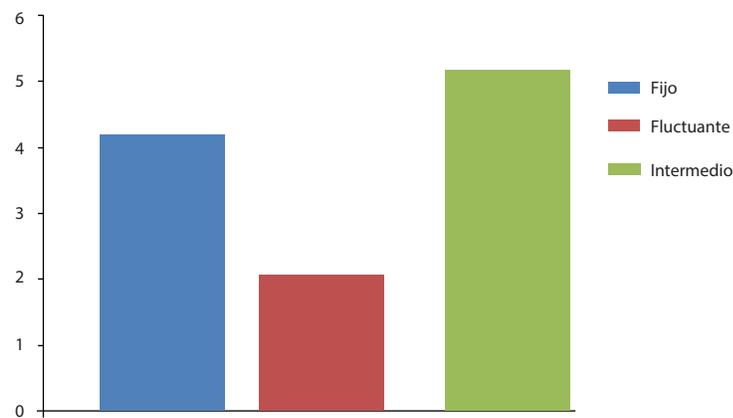
Inflación promedio 2005-2011 por régimen cambiario
(porcentaje)



Nota : Para la clasificación de los regímenes se empleó la «*De Facto Classification of Exchange Rate Regimes and Monetary Policy Frameworks*» del FMI.
Fuente : FMI. WEO, abril 2014.

Esto indica que es una sobrerreacción en la apreciación de las monedas. En esas economías con tipo de cambio flexibles se apreciaron tanto sus monedas que lograron reducir la inflación más que las otras economías. Según la visión convencional (Friedman, 1953; Mundell, 1963; y Calvo, 1999), los tipos de cambio flexibles permite aislar a la economía interna de los choques externos, porque promueven cambios de precios relativos que mitigarían dichos choques. De manera que estas economías con tipo de cambio flexible logran un mejor desempeño en crecimiento (Ghosh, 1995; Levy-Yeyati y Sturzenegger, 2003; y Larraín y Parrado, 2004). Las mismas cifras del FMI muestran que las economías con tipo de cambio flexibles fueron las que menos crecieron en comparación a las de tipo de cambio fijo y las de cambio intermedio. En otras palabras, la experiencia de los últimos años muestra que los países con regímenes intermedios y fijos obtuvieron, en promedio, mayores tasas de crecimiento respecto a países con tipo de cambio flotante. Es una disyuntiva a una visión que se preveía decidida.

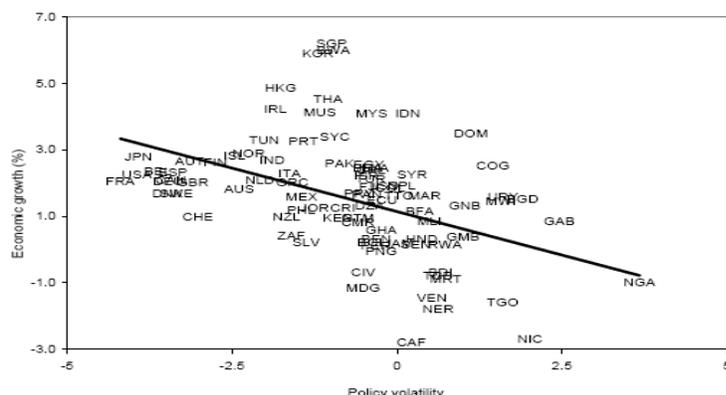
Crecimiento promedio del PIB según régimen cambiario 2006-2013
(porcentaje)



Nota : Para la clasificación de los regímenes se empleó la «*De Facto Classification of Exchange Rate Regimes and Monetary Policy Frameworks*» del FMI.
Fuente : FMI. World Economic Outlook, abril de 2014.

Un aspecto que se creía superado, pero que volvió a discutirse es la adecuada gestión de la política fiscal. Una política fiscal volátil (y por ende menos predecible) implicaría menor crecimiento (Fatas y Mihov, 2009). Sin duda, la prudencia fiscal es un elemento que se le dio énfasis al principio, había sido olvidado y resurgió, es un elemento central para el desempeño económico.

Volatilidad de la política fiscal y crecimiento económico

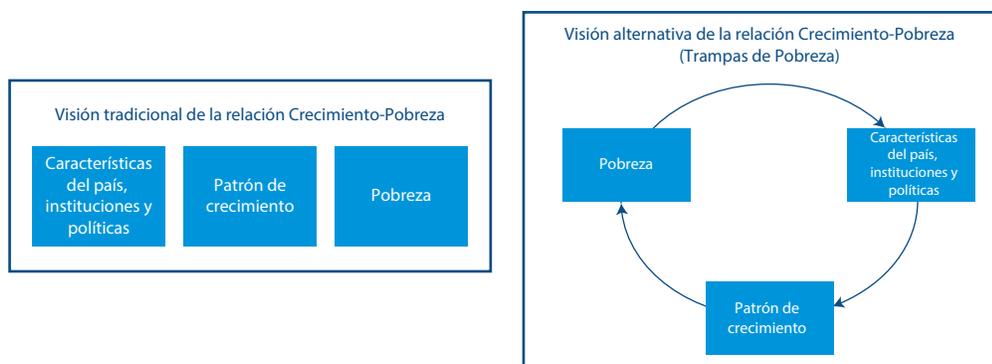


Nota : La volatilidad de la política fiscal se calculó para una muestra de 95 países en el período 1970-2000. Para el cálculo se consideró como indicador de la política fiscal al gasto de gobierno. Para cada país se realizó una regresión del gasto gubernamental en función a un set de variables de control. La desviación estándar de los residuos de las regresiones fue empleada como medida de la volatilidad de la política.

Fuente :Fatas y Mihov (2009).

En Bolivia se maneja que la estabilidad política social y la reducción de la pobreza son elementos centrales en la política económica. En la visión tradicional del desarrollo las restricciones al crecimiento (p.e. características del país, políticas y shocks) se consideran exógenas, focalizando el análisis en la causalidad crecimiento - pobreza.

Visiones sobre la relación crecimiento y pobreza



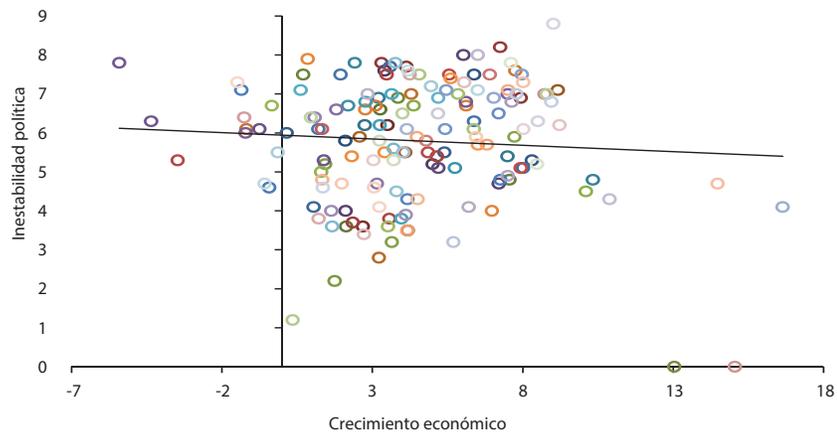
Nota : BCB – Asesoría de Política Económica

Fuente : Banco Mundial (2006) - *Poverty reduction and growth: Virtuous and vicious circles*

Una publicación reciente del Banco Mundial señala que la visión convencional tenía una relación en que el crecimiento determinaba la reducción de la pobreza, se plantea un círculo en el cual la pobreza es determinante del crecimiento y se puede estar hablando de trampas de pobreza. Es decir, la pobreza se constituye en sí misma en una barrera para el crecimiento. Esta causalidad puede dar lugar a la existencia de «trampas de pobreza», en las cuales pobreza y crecimiento interactúan en círculos viciosos (una elevada pobreza

lleva a un bajo crecimiento, el que a su vez se traduce en una pobreza elevada). La persistente pobreza de América Latina puede en sí ser un obstáculo para el logro de un mayor crecimiento.

Relación inestabilidad política y crecimiento económico para una muestra de países



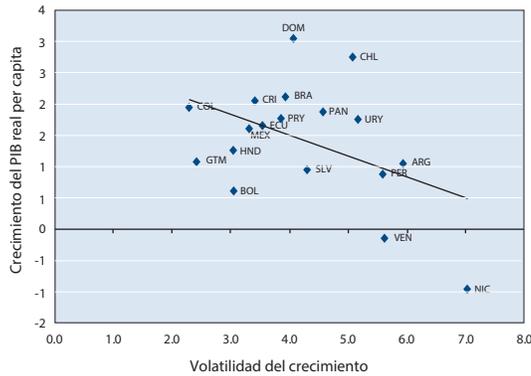
Nota : BCB – Asesoría de Política Económica
Fuente : *The Economist* y FMI, WEO, septiembre 2011.

La estabilidad política y social es esencial para promover el crecimiento (Alesina, et al., 1992; Dut y Mitra, 2006), así como un ambiente propicio para las actividades económicas públicas y privadas, además de disminuir la pobreza e inequidad.

La volatilidad del crecimiento es otra disyuntiva. Se ha visto que algunos países que registran tasas de crecimiento sorprendentes de 8, 9, 10 por ciento y al final de año, se caen. En trabajos de Reinhart y Rogoff se demuestra que la volatilidad del crecimiento del consumo puede ser perjudicial para las economías y para la pobreza. Existe evidencia empírica (Ramey y Ramey, 1995 y Fatás, 2002) y teórica (Smith, 1994; De Heck, 1999; Barlevy, 2004) de que una mayor volatilidad está asociada con menor crecimiento.

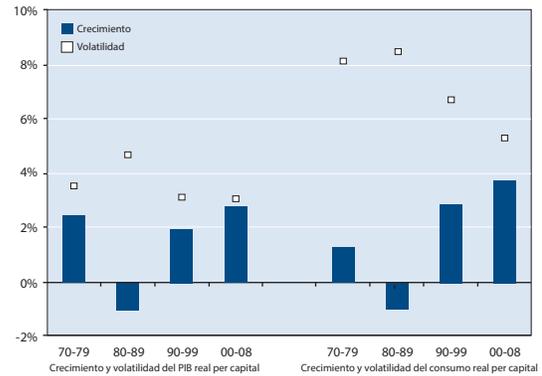
En América Latina y el Caribe la inestabilidad del consumo de las familias es aproximadamente dos veces mayor que la inestabilidad macroeconómica. Por tanto, daña el bienestar de las familias, especialmente las más pobres. El bienestar de la población en América Latina sería entre 5% y 10% mayor si se redujera la volatilidad del consumo en 1%.

Volatilidad del crecimiento económico 1980-2009



Fuente : Banco Mundial, World Development Indicators, 2011.

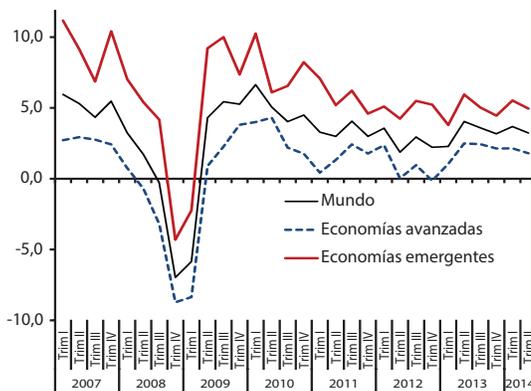
Crecimiento y volatilidad del PIB y del consumo en ALC



Se observa esta caída en todas las economías del mundo, economías avanzadas y economías emergentes. Se festejó pronto la recuperación, se registraron nuevas caídas y de ahí se empezó a hablar de las diferentes letras que tenía la recuperación.

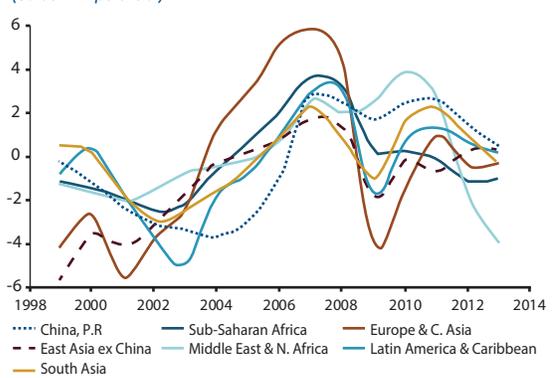
La inestabilidad financiera y la crisis económica asociada implicaron la caída del producto mundial. Un rebote inicial hizo presumir una salida rápida, pero fue seguido por nuevas caídas y volatilidad. De modo que el crecimiento aún no se recupera a los niveles precrisis.

Crecimiento económico por regiones (variación trimestral anualizada)



Elaboración : BCB –Asesoría de Política Económica
Fuente : FMI, Perspectivas de la economía mundial (enero de 2014)

Evolución de la brecha del producto en economías emergentes y en desarrollo (% del PIB potencial)



Fuente : Banco Mundial, Perspectivas de la Economía Mundial (junio de 2014).

La brecha del producto está mostrando mucha volatilidad. Se propone un enfoque más amplio de estabilidad macroeconómica que considere las políticas sociales que promuevan la reducción de la pobreza, un ambiente social y político adecuado, proteger un crecimiento sostenido, preservar equilibrios fiscales intertemporales y políticas fiscales predecibles.

Es importante una razonable estabilidad cambiaria que apunte a que el tipo de cambio real se mueva según sus fundamentos. Una regulación adecuada y oportuna en los mercados financieros más el balance entre inflación y crecimiento.

Hacia un enfoque más amplio de estabilidad macroeconómica

Lo anterior muestra que la visión convencional de estabilidad y crecimiento tiene sus limitaciones, desafortunadamente implicó enormes costos económicos y sociales. En esa línea, un enfoque más amplio de estabilidad macroeconómica podría comprender los siguientes aspectos:

- Políticas sociales que promuevan la reducción de la pobreza, un ambiente social y político adecuado.
- Crecimiento sostenido.
- Preservación de los equilibrios fiscales intertemporales y políticas fiscales predecibles.
- Razonable estabilidad cambiaria que apunte a que el tipo de cambio real se mueva según sus fundamentos.
- Regulación adecuada y oportuna de los mercados financieros.
- Balance entre inflación y crecimiento.
- Control de la inflación en un nuevo entorno de precios relativos en constante cambio.

En este marco, especialmente a partir de 2006, se asumió un rol más activo en la estabilización de la economía no en un sentido convencional, sino con un enfoque heterodoxo que promueve el crecimiento y desarrollo económico y social.

La política económica en Bolivia: estabilidad, crecimiento y equidad social son las bases del nuevo modelo económico, social, comunitario y productivo, el cual consiste en:

- **Participación activa del Estado en la economía:** nacionalización y control total de los recursos naturales estratégicos; intervención en el mercado para corregir sus fallas y políticas de protección social.
- **Preservación de la estabilidad macroeconómica como patrimonio:** recuperación de la soberanía en la formulación de la política económica (coordinación); generación de ahorro interno para inversión, menor endeudamiento y superávit fiscal; políticas monetarias y cambiarias contracíclicas y heterodoxas. Es más interesante la coordinación entre las autoridades del Banco Central y del Gobierno que una independencia legal. Los buenos ingresos no se deben despilfarrar. Políticas monetarias y cambiarias contracíclicas y heterodoxas. No se está sujeto a una receta convencional. Se trata de hacer lo que se deba hacer utilizando un conjunto amplio de instrumentos.
- **Equidad y justicia social:** redistribución del ingreso (bonos sociales, salario mínimo y otros); mayor desarrollo y generación de empleo y oportunidades; salud, educación y servicios básicos como derechos de la población y crecimiento en función de la demanda interna.
- **Patrón industrializador y de desarrollo productivo:** Empresas Públicas Nacionales Estratégicas (EPNE); Fondo para la Revolución Industrial Productiva (Finpro); Banco de Desarrollo Productivo (BDP) y profundización e inclusión financiera. Se está cerca

de encontrar energía y se ha dejado de importar líquidos en combustibles. Existe un proceso que está avanzando en la industrialización y profundización de la inclusión financiera.

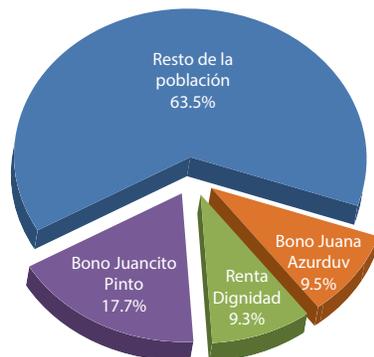
Han pasado hasta cinco presidentes en estos períodos (período presidencial cada nueve años) con tasas de crecimientos negativas. En ese período con un solo presidente, la tasa de crecimiento promedio ha sido la más alta de nuestra historia. Es importante la estabilidad política, quienes hacen política económica saben que algunas políticas pueden no tener lugar a implementación, porque son con una visión social. En este caso, el apoyo que puedan tener las autoridades es fundamental para la implementación de políticas de esta índole.

En este mismo ámbito, se han establecido bonos a los estudiantes a fin de reducir la tasa de deserción escolar, bonos a los ancianos, bonos a las madres, a las mujeres en periodo de gestación, incremento sostenido del salario mínimo y aún hay cambios por hacer. Por ejemplo, aun en Bolivia existe una gran población sin jubilación.

Se han aplicado políticas sociales que promueven la reducción de la pobreza, un ambiente social y político adecuado con enfoque distributivo:

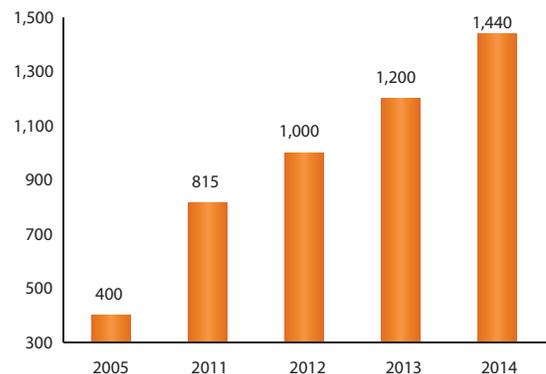
- Bono Juancito Pinto (2006), con el fin de reducir las tasas de deserción escolar.
- Renta Dignidad (2008) con la ampliación del beneficio monetario a personas de la tercera edad.
- Bono Juana Azurduy (2009) destinado a reducir la mortalidad en mujeres embarazadas (parte de los recursos para este beneficio provienen del Banco Central de Bolivia).
- Incremento sostenido del salario mínimo nacional.

Cobertura de beneficiarios de transferencias condicionadas en efectivo a diciembre de 2013(p)
(porcentajes)



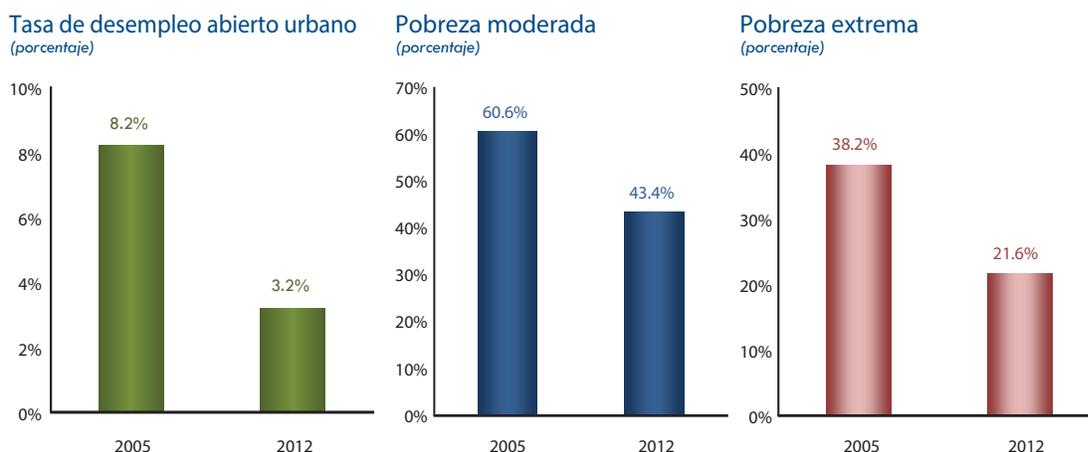
Elaboración : BCB –Asesoría de Política Económica.
Fuente : Ministerio de Economía y Finanzas Públicas.

Evolución del salario mínimo nacional
(bolivianos)



Resultados alcanzados

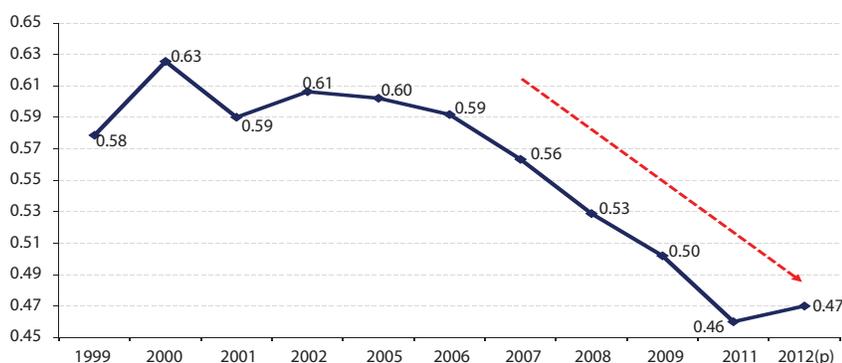
Los resultados alcanzados fueron positivos, se evidencia una caída en la tasa de pobreza extrema y moderada. Años atrás, estos temas estaban congelados y el salario mínimo no era preferencial. Como resultado, la tasa de desempleo se redujo.



Elaboración : BCB –Asesoría de Política Económica.
Fuente : Unidad de Análisis de Política Económica.

En los últimos ocho años se estima que alrededor de dos millones de personas salieron de la pobreza extrema en Bolivia. Las políticas redistributivas implementadas permitieron una reducción importante de la desigualdad, el índice de Gini indica que la distribución va mejorando en Bolivia.

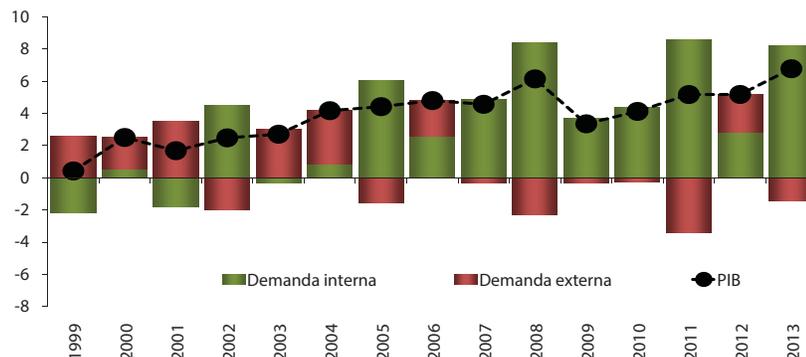
Bolivia: Índice de Gini, 1999-2012
(valores entre 0 y 1)



(p) : Preliminar.
Elaboración : MEFP.
Fuente : Instituto Nacional de Estadística (INE).

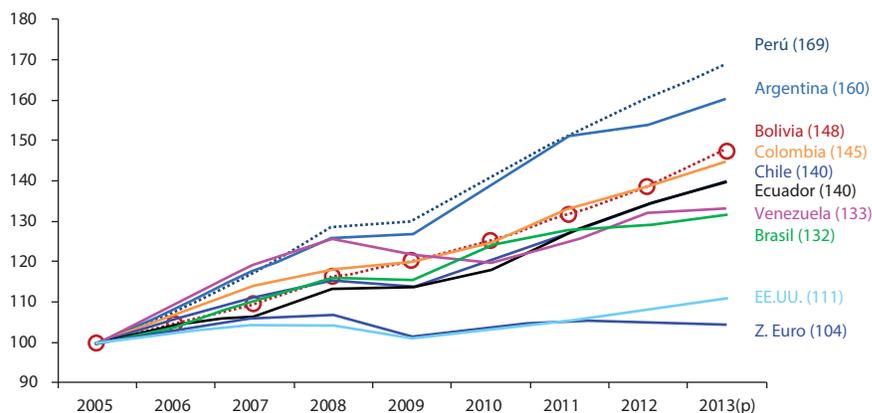
Bolivia mantuvo un crecimiento sostenido que le ha permitido posicionarse entre los países de la región con la mayor tasa de crecimiento acumulada en los últimos ocho años. El desempeño de la economía estuvo sustentado principalmente por el dinamismo de la demanda interna, al mejorar los ingresos y mejorar la distribución, mejoró la demanda interna que fue un motor del crecimiento. También interesa la demanda externa porque Bolivia es un país exportador.

Bolivia: Incidencia de la demanda interna y externa en el crecimiento (puntos porcentuales y porcentaje)



Nota : Datos preliminares.
Elaboración : BCB –Asesoría de Política Económica.
Fuente : INE -BCB.

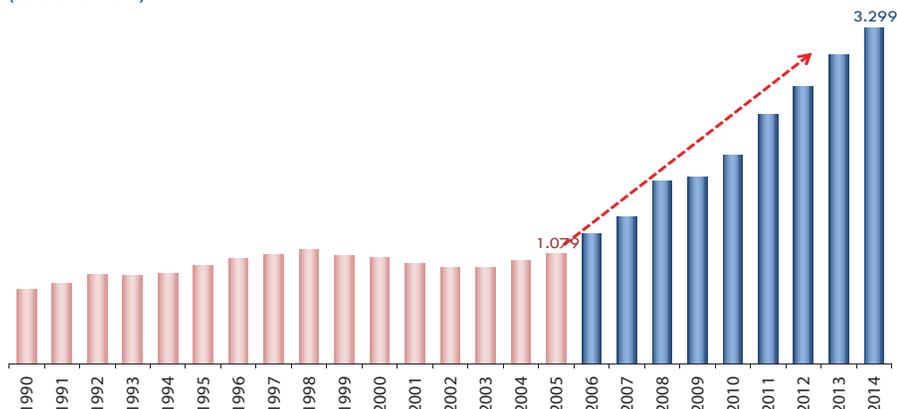
Índice de actividad acumulada (2007 IV=100)



Elaboración : BCB –Asesoría de Política Económica.
Fuente : Bloomberg - BCB

La estabilidad macroeconómica enfocada desde una perspectiva más amplia (control de la inflación en un entorno más volátil, regulación del sistema financiero, estabilidad cambiaria, disciplina fiscal y estabilidad política) y concentrada en el desarrollo económico y social, ha implicado un crecimiento importante del PIB por habitante, que era alrededor de 1,000 dólares, se ha triplicado en un período de 8 años.

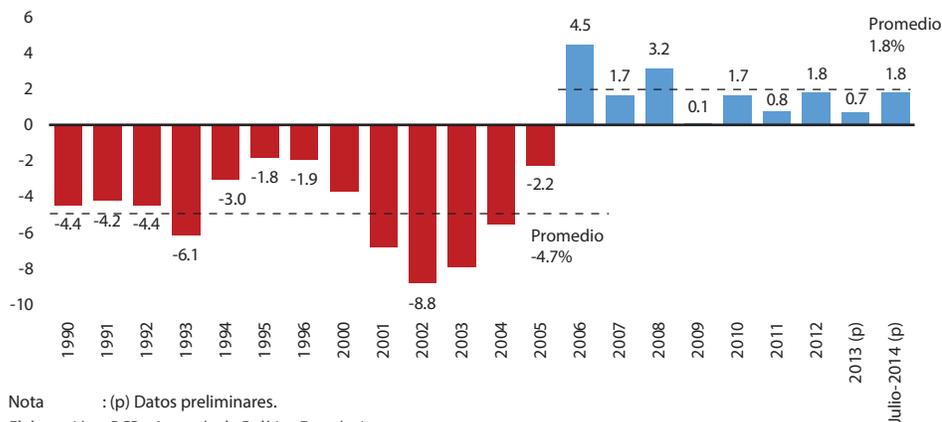
Bolivia: Evolución del PIB por habitante
(dólares nominales)



Elaboración : BCB –Asesoría de Política Económica.
Fuente : INE.

Otro elemento que se considera importante es la preservación de los equilibrios fiscales. Bolivia tuvo una historia de años de déficit fiscal. Desde año 2006, se registra un superávit, explicado en ingresos por exportaciones, manteniendo a su vez, un gasto coherente, con el fin de evitar que esto tuviera otros efectos nocivos. El buen manejo de los ingresos fiscales permitió que se cuente con recursos para la implementación de políticas sociales que, a su vez, fueron relevantes para la estabilidad sociopolítica del país.

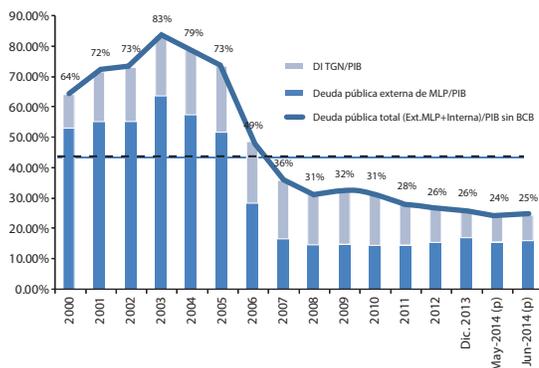
Bolivia: Superávit fiscal 1990-2014
(porcentaje del PIB)



Nota : (p) Datos preliminares.
Elaboración : BCB –Asesoría de Política Económica.
Fuente : INE - Banco Central de Bolivia.

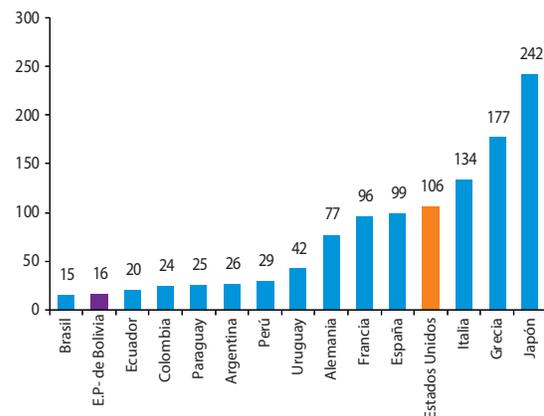
El consumo respecto al PIB ha venido disminuyendo y la inversión ha crecido. Junto a eso los resultados fiscales, la deuda se redujo del 80 por ciento del PIB al 25 por ciento. La deuda pública total se encuentra por debajo de los límites máximos referenciales señalados por organismos internacionales, está entre las más bajas de los países de la región y del mundo, con 15 por ciento respecto al PIB.

Deuda pública interna y externa (junio 2014, porcentaje del PIB)



Nota : (p) Datos preliminares.
Elaboración : BCB –Asesoría de Política Económica.
Fuente : INE - Banco Central de Bolivia.

Deuda pública externa países seleccionados junio 2014 (porcentaje del PIB)

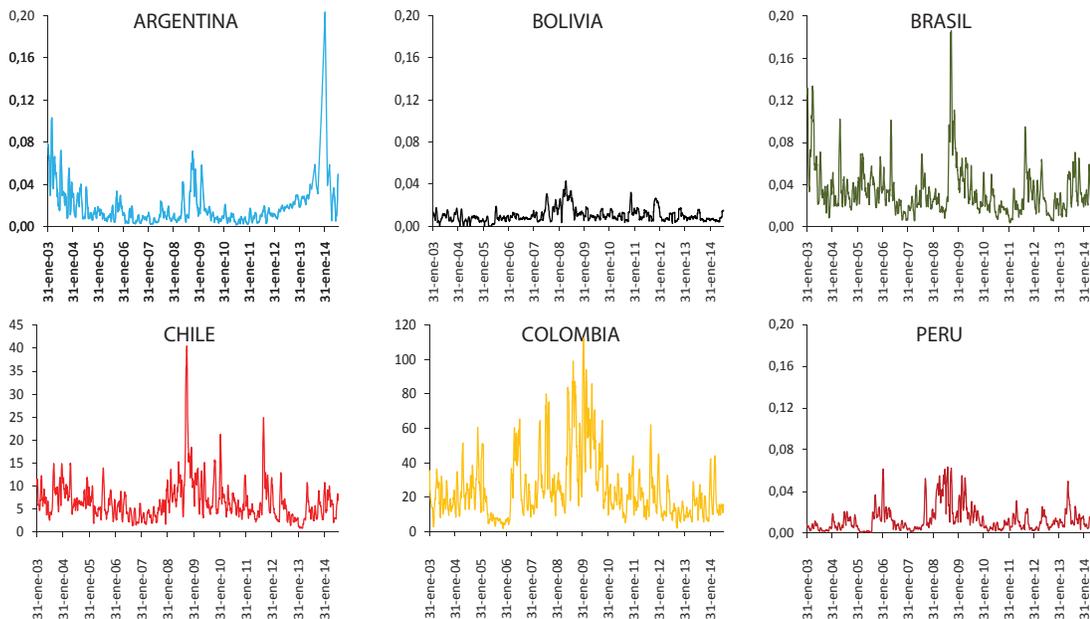


Elaboración : BCB –Asesoría de Política Económica.
Fuente : Latin Forecast Consensus.

La estabilidad cambiaria apunta a que el tipo de cambio real se mueva según sus fundamentos. Tuvo una larga historia de depreciación en la moneda. Los tipos de cambios solo subían sin importar lo que estuviera pasando con los fundamentos. Desde el año 2006 se iniciaron unas apreciaciones graduales, que el IPC importado estaba subiendo.

Acorde con el régimen adoptado (*crawling peg* o minidevaluaciones) y las características de la economía boliviana, el tipo de cambio nominal tuvo una baja volatilidad, menor a la de otros países de la región. De esa forma se preservó la estabilidad financiera, en un contexto en el que aún existe un importante grado de dolarización parcial.

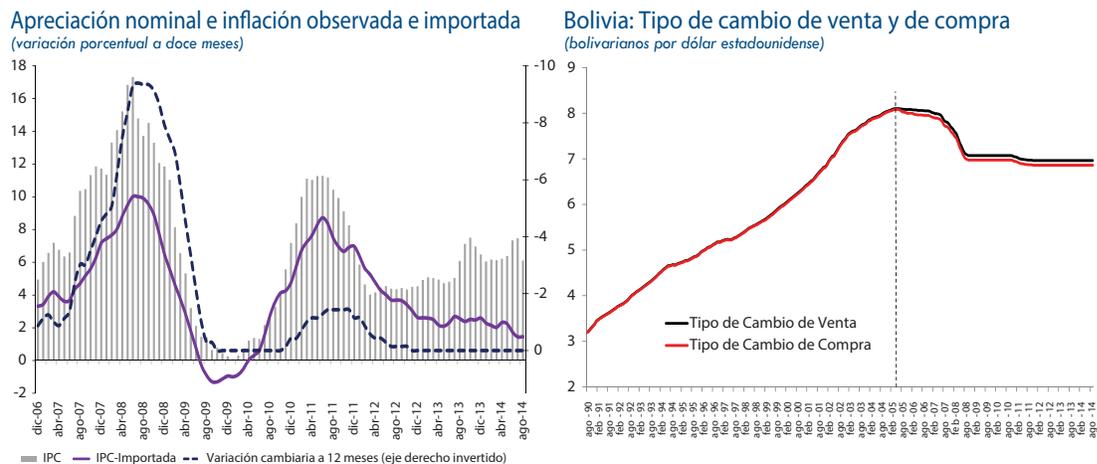
Volatilidad cambiaria en países seleccionados 2003-2014 (coeficiente de variación, 30 días)



Fuente : Bloomberg-BCB .

El tipo de cambio pasó a ser un instrumento que ayudó a contrarrestar la inflación importada, se abrió una brecha entre el tipo de cambio de compra y de venta, porque la gente recibía su sueldo y compraba dólares, porque el tipo de cambio siempre subía y solo lo convertía a moneda nacional cuando quería hacer gastos.

Ante las presiones inflacionarias de origen externo, una respuesta de política con importante repercusión en las expectativas de la población fue la apreciación del boliviano. Este hecho se contrapone a la continua depreciación efectuada hasta 2005, a pesar de que en dicho periodo también existieron presiones inflacionarias de origen importado y que en promedio la inflación estuvo por encima de un dígito.



La orientación de la política cambiaria (además de otras medidas), a la vez de contribuir a preservar la estabilidad financiera, externa y de precios, tuvo un rol importante para la consecución de dos resultados:

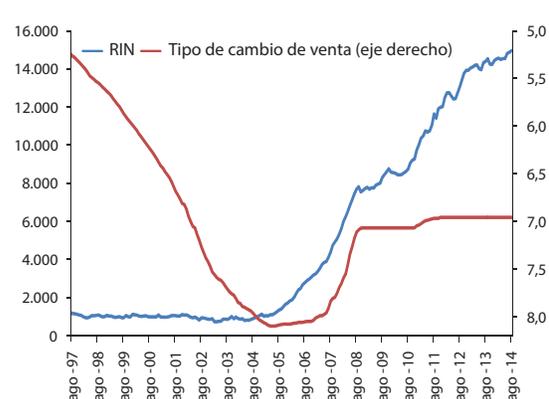
- La bolivianización (deshdolarización) del sistema financiero y de la economía en general.
- La acumulación de Reservas Internacionales Netas (RIN) por parte del BCB.

Fue costoso ese proceso al abrir la brecha entre el tipo de cambio de compra y de venta. Cuando la moneda se apreció, se inició un proceso de desholarización o bolivianización. Ahora los depósitos en bolivianos están por encima del 80 por ciento. Además, con la apreciación se ganaron reservas internacionales, porque en Bolivia la bancarización es baja y la gente ahorra en dólares. En la medida que veía que el tipo de cambio se reducía, todos empezaron a cambiar esos dólares por moneda nacional. Esos dólares llegaron al Banco Central y contribuyeron al crecimiento de nuestras reservas internacionales.

Variación cambiaria mensual y bolivianización
(porcentaje y Bs. por dólar, eje derecho inverso)



Reservas internacionales netas y tipo de cambio
(miles de millones de dólares y Bs. por dólar, eje derecho)

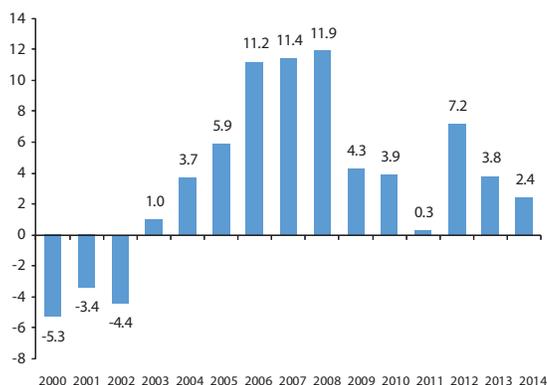


Elaboración : BCB –Asesoría de Política Económica.
Fuente : Banco Central de Bolivia.

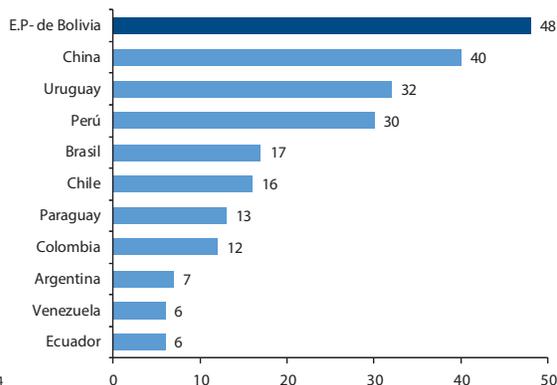
De esas operaciones, la cuenta corriente registró saldos positivos tanto en la cuenta comercial como en las transferencias netas. Asimismo, las reservas internacionales equivalen a casi el 50 por ciento del Producto Interno Bruto, siendo así una de las más altas de la región y del mundo.

Bolivia presenta una posición externa sólida que se refleja en un superávit en la cuenta corriente y un incremento sostenido en el nivel de reservas internacionales, contando en la actualidad con el nivel más alto de RIN en términos del PIB en la región.

Cuenta corriente
(porcentaje del PIB)



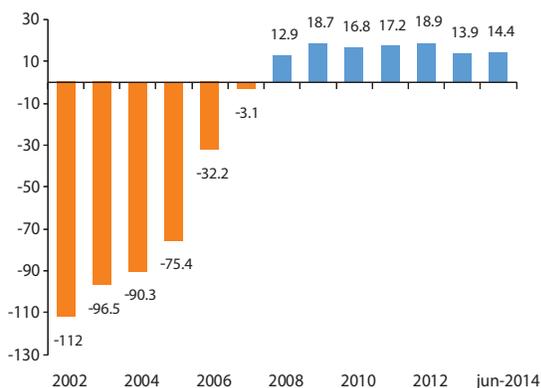
Reservas internacionales netas - junio 2014
(porcentaje del PIB)



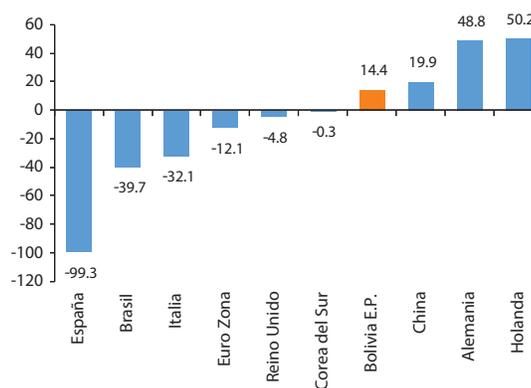
Elaboración : BCB –Asesoría de Política Económica.
Fuente : Banco Central de Bolivia - INE.

Desde el 2008, Bolivia es un país acreedor respecto al resto del mundo. Es algo que no había ocurrido en nuestro pasado, se asumió toda la deuda, tanto pública como privada. La deuda es menor que los activos internacionales que se tiene, se tiene una posición acreedora frente al resto del mundo junto con China, Alemania y Holanda. Actualmente, la posición acreedora de Bolivia se sitúa en torno al 14,4% del PIB, contrastando con la posición deudora observada en varias economías desarrolladas.

Posición de inversión internacional
(porcentaje del PIB)



PII de países seleccionados
(porcentaje del PIB)



Nota : Bolivia y Brasil con datos a junio de 2014, China con cifras a septiembre 2013 y el resto de países con datos a diciembre de 2013.
 Datos del PIB corresponden al WEO de abril 2014, excepto en el caso de Bolivia.
 Elaboración : BCB –Asesoría de Política Económica.
 Fuente : Banco Central de Bolivia - INE.

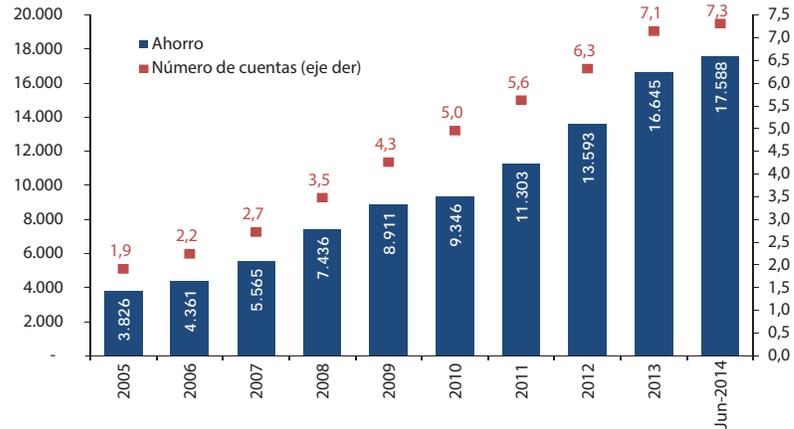
Bolivia no sufrió por el canal financiero, realizó medidas en el ámbito macroprudencial con las salvaguardas señaladas, se tomaron medidas como:

- Requerimientos de encaje legal.
- Revisiones crediticias cíclicas; ambas diferenciadas por moneda.
- Requerimientos de liquidez para los bancos.
- Límites a las posiciones de cambio.
- Se modificó el cálculo de la tasa de referencia que determinan las tasas activas.
- Se han realizado acuerdos con la asociación de bancos para que reduzcan sus tasas activas y suban las pasivas.
- Se creó un reglamento que le exige a los bancos tener sucursales en todo el país.
- Existen límites para las inversiones en el exterior que se emplean de acuerdo a la coyuntura.
- Se fundó el consejo de estabilidad financiera en el año 2013.
- Se orientaron esquemas de regulación a las tasas.

Se regulan los volúmenes de créditos para vivienda social y sector productivo. Otro tema de vital importancia ha sido la profundización financiera. Se ha crecido en depósitos un 20 por ciento anual. La profundización financiera en términos del PIB se puede reflejar tanto en créditos como en depósitos. Los puntos de atención que eran 558 en el año 2005, son 4,216. A su vez, el número de cuentas que era 1.9 millones ahora son 7.3 millones. Una de las medidas que se tomaron fue prohibir que los bancos cobren costos de mantenimiento de cuentas. La población puede tener cuentas en cualquier banco sin que eso signifique que tenga que pagarle al Banco para mantener sus cuentas.

Depósitos del público

(número de cuentas en millones y saldo en millones de dólares)



Nota : Incluye títulos del Banco Central de Bolivia en poder del sector privado.

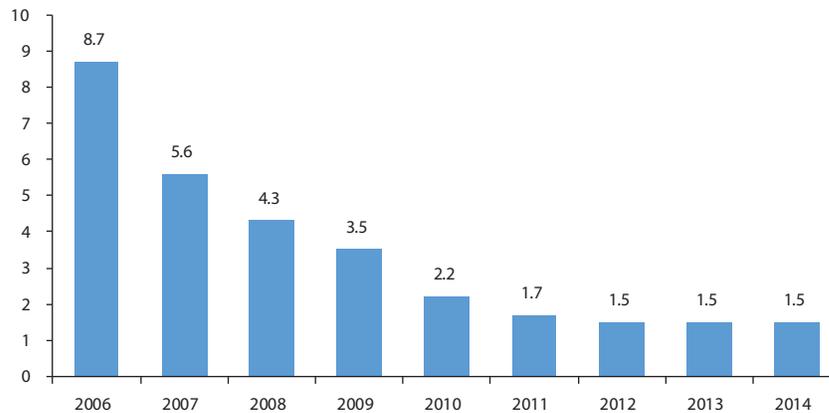
Fuente : Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero (ASFI).

La mora del sistema financiero descendió notablemente

La cartera de mora se redujo, se tiene 1.5 por ciento en mora. Los coeficientes de adecuación patrimonial están por encima de lo que exige la norma. La norma dice 10 y se está en casi 13 por ciento. Asimismo, están bien los indicadores de rentabilidad y liquidez.

Cartera en mora respecto al total

(porcentaje)



Fuente : Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero (ASFI).

La Ley del Banco Central tiene como objetivo procurar la estabilidad del poder adquisitivo interno de la moneda nacional, es decir, la estabilidad de precios para contribuir al desarrollo económico y social. Para cumplir con este objetivo el Banco Central, como medida de desarrollo económico, otorga créditos a empresas extranjeras internacionales que se dediquen a la industria de hidrocarburos, telecomunicaciones y energía, basados en leyes aprobadas por el Congreso y con una fiscalización estricta. Esto ayuda con el alto costo de oportunidad de tener reservas internacionales tan elevadas, con bajas tasas de inversión.

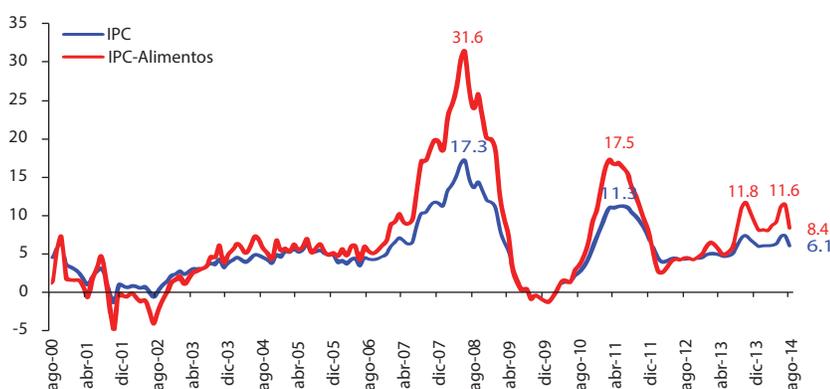
Se realizan transferencias que provienen del rendimiento de las reservas para financiar el bono a las madres y a las mujeres en etapa pre y post parto. En este balance se tiene una coordinación estricta con el ejecutivo.

Bolivia dejó de suscribir acuerdos con el FMI en el año 2006, lo que hace es firmar acuerdos con el Ministro de Economía. En estos acuerdos, el Banco Central y el Ministerio de Economía se comprometen al crecimiento económico y al mantenimiento controlado de la inflación. Se estima que es más efectivo que una ley que impida darle crédito al gobierno, porque en algunos momentos, cuando se necesita reactivar la economía puede ser razonable el crédito.

Índice de precios al consumidor e índice de precios de alimentos

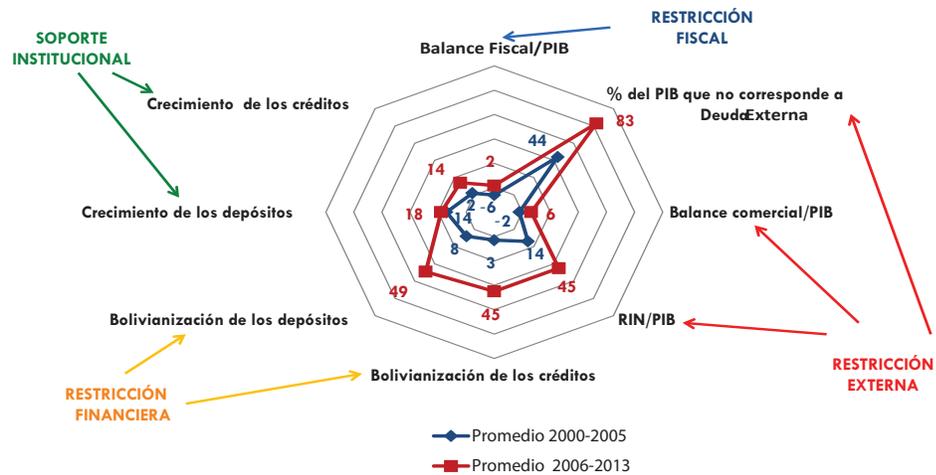
Bolivia enfrentó intensas presiones inflacionarias, estas se originaron, fundamentalmente, en el incremento de la inflación de alimentos entre 2007-2008 y 2010-2011, cuya tasa interanual alcanzó a 31,6% en junio de 2008 y a 17,5% en marzo de 2011. Esto debido a la alta ponderación de alimentos en la canasta, así como choques de oferta, fenómenos naturales que generan desabastecimiento y junto con ese incremento en precios de alimentos, subía la inflación. Ésta ha sido reducida por el trabajo coordinado. El Banco Central realizaba su tarea de control de liquidez y el gobierno apoyaba con otras medidas.

Índice de precios al consumidor e índice de precios de alimentos
(variaciones a doce meses, porcentajes)



Elaboración : Instituto Nacional de Estadística – BCB.
Fuente : BCB – Asesoría de Política Económica.

Se incrementó el espacio monetario en los cuatro ámbitos (fiscal, externo, financiero e institucional). El espacio monetario se define como: “la capacidad del banco central para aplicar políticas monetarias y cambiarias sin crear efectos adversos que deterioren la sostenibilidad de las políticas y/o las condiciones de estabilidad a nivel macroeconómico” (Corso, 2007).



Fuente : Banco Central de Bolivia – Instituto Nacional de Estadística.

Analizando el espacio monetario, se puede observar que este ha mejorado, facilitando una mejor y más efectiva política monetaria, desde la parte institucional, el crecimiento del crédito y los depósitos, la profundización financiera y desdolarización. La restricción externa ha sido reducida, las reservas han aumentado, el balance comercial es superavitario, el porcentaje de la deuda es reducido y la restricción fiscal no se da con un sector público en permanente superávit. Eso da más margen de acción a la política monetaria.

RÉGIMEN MONETARIO ACTUAL

- La política monetaria se instrumenta por medio de **metas cuantitativas**, a través de Operaciones de Mercado Abierto (OMA), OMA Directas, Certificados de Depósitos, Encaje Legal, Reservas Complementarias y otros. Dada la dolarización parcial de la economía, el tipo de cambio administrado también tiene un rol determinante.



El BCB sigue un enfoque heterodoxo que consiste en el empleo de varios instrumentos.

- Los créditos a las empresas estratégicas y las transferencias para programas sociales son también políticas heterodoxas del BCB.



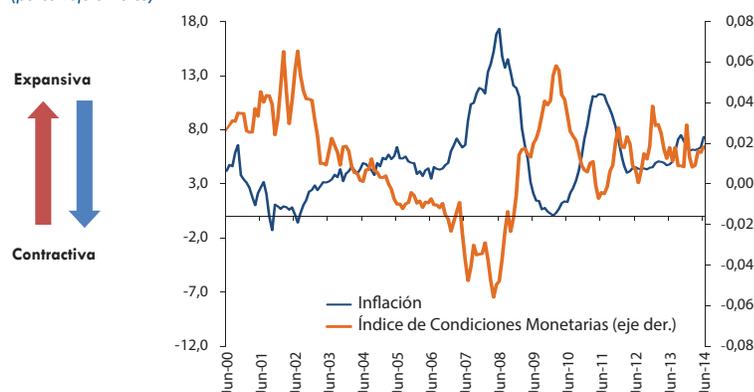
Se puede decir que la política monetaria es heterodoxa, porque se emplea un conjunto de instrumentos, se tiene metas cuantitativas, se realizan operaciones de mercado abierto con las entidades de intermediación financiera, como lo hacen algunos países, se ha encontrado que se pueden hacer operaciones de mercado abierto con los clientes de los bancos. De modo que primero se empezó a hacer operaciones de mercado abierto con las familias, ofreciéndoles tasas atractivas.

Las tasas de interés para las familias subieron de forma inmediata, se hicieron operaciones con los grandes clientes de los bancos, los certificados de depósito para las administradoras de fondos de pensiones y las compañías de seguros. Se generó una gran competencia al

sistema financiero cuando se necesitaba retirar la liquidez. El encaje legal es diferenciado, es más alto con moneda extranjera que con moneda nacional. Se administra el tipo de cambio poniendo límites en la posición de cambios. Existen comisiones para transferencia de fondos al exterior, se establecen límites a las inversiones del exterior, límites al margen cambiario.

Son muchos instrumentos, preocupa ser contra cíclicos. La utilización exclusiva de una regla de Taylor para guiar la política monetaria resulta insuficiente. Para evaluar la orientación de la política del BCB se construyó un índice de condiciones monetarias que incluye dichos instrumentos, interesa observar que se estén comportando en dirección inversa al ciclo de orientación.

Índice de condiciones monetarias y ciclo de la inflación en Bolivia
(porcentaje e índice)



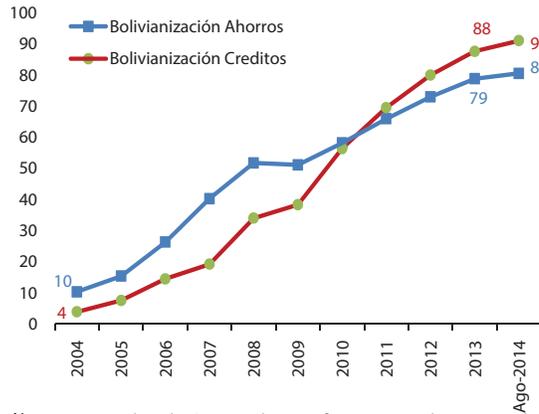
Nota : El índice de condiciones monetarias combina el saldo de OMA como proporción del agregado monetario más amplio, los desequilibrios de la emisión monetaria respecto a sus fundamentos y la depreciación cambiaria, ponderadas por el grado de bolivianización. El ciclo de inflación corresponde a la inflación menos su promedio.

Bolivianización

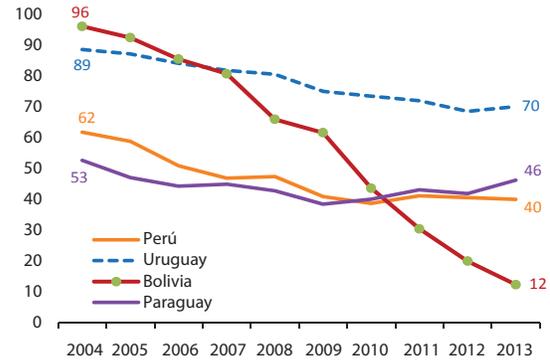
La palabra bolivianización se usa intencionalmente, porque los textos solo hablan de dolarización y desdolarización. La palabra bolivianización, se le ha dado una connotación de soberanía monetaria en el país, a su vez está teniendo un efecto en este proceso. La bolivianización era 4 por ciento en créditos, ahora es 91 por ciento; en depósitos era 10 por ciento, pasó a 81 por ciento. En esa línea de créditos, se tienen algunos países de la región como el Uruguay, el Perú, Paraguay, que partieron de niveles más altos de dolarización, pero este proceso fue más rápido en Bolivia. Es un proceso que está en curso, es difícil sostenerlo y se han tenido períodos difíciles.

La desdolarización financiera y real fue uno de los resultados más relevantes que se logró con políticas específicas. El ritmo fue más acelerado en comparación con economías parcialmente dolarizadas de la región.

Bolivianización de cartera y ahorro
(porcentaje)



Dolarización de cartera en países seleccionados
(porcentaje)



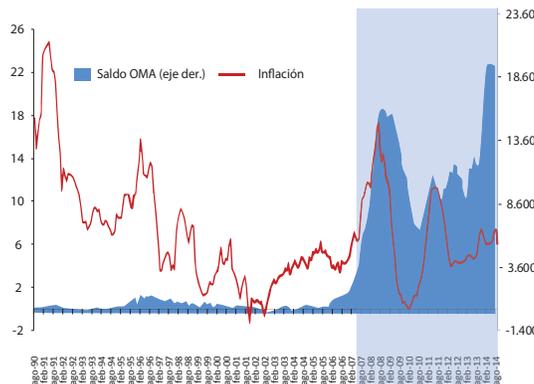
Nota : Incluye depósitos en el sistema financiero privado y tenencia de títulos del BCB por parte de privados y AFP.
Elaboración : BCB –Asesoría de Política Económica.
Fuente : Banco Central de Bolivia.

Las intervenciones del Banco Central en operaciones de mercado abierto tenían la característica que no guardaba ninguna relación con la inflación, eran casi 100 por ciento en moneda extranjera. Qué gran dilema enfrentaba el Banco Central cuando quería ser expansivo. Primero, tenía un compromiso con el Fondo Monetario para cumplir metas de reservas internacionales, luego si quería ser expansivo, tenía que meter sus operaciones de mercado abierto que eran en dólares, es decir, perder reservas.

Operaciones de Mercado Abierto (OMA)

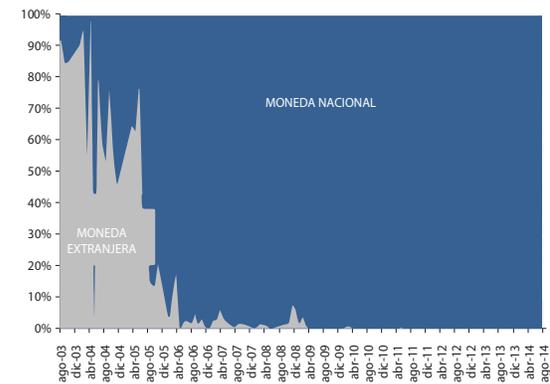
La recuperación de la soberanía monetaria permitió mejoras de los mecanismos de transmisión y mayores grados de acción para la aplicación de la política monetaria contra cíclica. El grado de intervención del BCB en el mercado monetario se incrementó significativamente. Ese dilema se resolvía por cumplir con el programa con el Fondo y descuidar a la economía. Entre el 2006 y parte del 2008, se retiró una cantidad impresionante de liquidez de la economía, porque se está enfrentando un proceso de inflación fuerte, que se había generado en lo que se conoce como el alza de los precios de las materias primas, pero en factores internos.

Saldo OMA e inflación
(millones de bolivianos y porcentajes)



Elaboración : BCB –Asesoría de Política Económica.
Fuente : Instituto Nacional de Estadística – BCB.

Composición de las OMA en MN y ME
(porcentaje)



Elaboración : BCB –Asesoría de Política Económica.
Fuente : Banco Central de Bolivia.

En el último trimestre del 2008, se cerraron esas operaciones y esa liquidez entró a la economía. Ese año, Bolivia pasó a tener las tasas de interés más bajas de la región, después que meses atrás tenía las tasas más altas. En el año 2009, se logró el crecimiento más alto de la región, se había dinamizado fuerte el crédito, a través de este proceso de bolivianización.

Encaje legal diferenciado

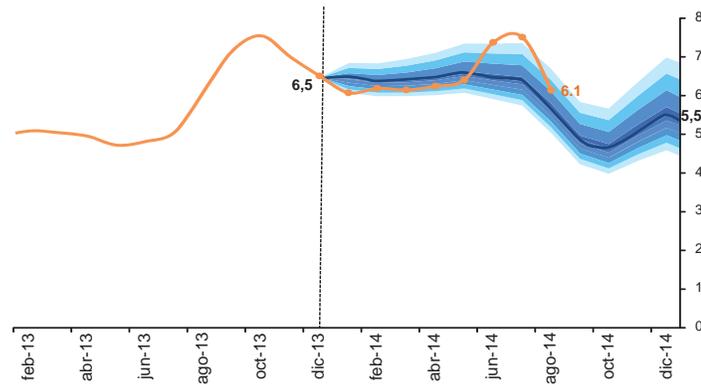
El encaje legal es diferenciado. La tasa de encaje en moneda extranjera, si se suma el encaje adicional, ayudó a desdolarizar la economía. Las tasas de encaje en moneda extranjera fueron incrementadas con el objetivo de regular la liquidez de la economía, promover una mayor bolivianización financiera, promover el crédito productivo y constituirse en un resguardo de liquidez en moneda extranjera frente a posibles corridas.



El ejecutivo ayuda con una serie de actividades como la creación de empresas para la producción de alimentos. Existen empresas de insumo y soberanía alimentaria. Venden alimentos porque en Bolivia los choques de inflación a veces vienen por uno, dos o tres productos. Se da un abastecimiento en los mercados y una lucha fuerte contra la especulación. Se está trabajando en la infraestructura para actividades productivas.

En algunos momentos se han prohibido las exportaciones cuando no se había satisfecho al mercado interno y se han establecido acuerdos con gremios de productores. Si sólo se hubiera tenido que bajar la inflación con la tasa de interés, habría ocasionado un problema más fuerte en el ritmo de actividad económica.

Inflación a doce meses observada y proyectada para 2014
(porcentajes)



De este modo, para citar un ejemplo, en junio y julio de este año, la inflación sube por tres productos: el tomate, la carne de pollo y la cebolla. Se hacen acuerdos con el gobierno, se importan esos productos, se establece acuerdos con los productores y se crean mercados. Al mismo tiempo que se había retirado la liquidez, la inflación baja en el siguiente mes en el 6.1 por ciento, está en 4.5 por ciento. La meta para este año es de 5.5 por ciento.

La inflación en junio-julio se situó por encima de la banda superior de la proyección. Este incremento se debió a factores de oferta. Durante el mes de agosto con la complementación de políticas monetarias y de abastecimiento la inflación interanual registró una importante caída. Este es el conjunto de elementos que se querían discutir desde el ámbito del contexto internacional, caracterizar la política económica y política monetaria que está realizando Bolivia.

Estabilidad financiera en Colombia

Esteban Gómez
Director del Departamento de Estabilidad Financiera
Banco de la República de Colombia

Inicios y objetivos

El inicio del estudio de la estabilidad financiera en Colombia parte de los efectos de la crisis financiera colombiana de los años noventa, que implicó:

- **Programa de apertura económica y liberalización financiera:** con fuerte entrada de capitales y un proceso de privatización que incrementó el acceso al crédito externo.
- **Crecimiento de la industria de intermediación financiera:** aumento del número de instituciones financieras y mayor libertad en el manejo de operaciones financieras y tasas de interés.
- **Crecimiento de la cartera de forma acelerada:** la cartera comercial registró un crecimiento de 102,7% entre diciembre de 1990 y diciembre de 1995. Además, la cartera hipotecaria registró un crecimiento de 104,9% en el mismo período.

La lección más importante de la crisis es que una condición necesaria para lograr estabilidad macroeconómica es la estabilidad financiera. En el caso colombiano, la estabilidad financiera se entiende como una situación en la cual el sistema financiero intermedia eficientemente los flujos financieros, contribuyendo a una mejor asignación de los recursos y, por ende, al mantenimiento de la estabilidad macroeconómica.

El logro de la estabilidad financiera no se garantiza con el uso de instrumentos de carácter microprudencial, sino que éstos tienen que ser complementados por medidas macroprudenciales.

El resultado de las medidas macroprudenciales implementadas en Colombia luego de la crisis, fue una moderación significativa en la tasa de crecimiento del crédito, con encajes marginales, depósito al endeudamiento externo y depósito a los flujos de portafolio.

Estabilidad financiera

Con el fin de mejorar la capacidad de detección temprana de riesgos financieros, las autoridades monetarias y financieras en Colombia, en especial el Banco de la República, implementaron medidas adicionales a las tomadas después de la crisis.

En el año 2000, se creó el Departamento de Estudios Financieros del Banco de la República, que dos años más tarde se llamaría Departamento de Estabilidad Financiera (DEFI). El DEFI desarrollaría en adelante la tarea de analizar y monitorear los principales riesgos que enfrenta el sistema financiero.

La mayor atención a la estabilidad financiera impulsó la elaboración del primer Reporte de Estabilidad Financiera (REF) en julio de 2002. El REF se enmarcó en la tarea de ejercer un monitoreo cuidadoso sobre las tendencias económicas que pudieran amenazar la estabilidad financiera y en la generación de conocimiento.

El cambio de enfoque busca que los reportes sean más prospectivos, hagan análisis de sensibilidad de las principales variables del sistema financiero ante choques adversos en la economía y tengan en cuenta situaciones de coyuntura.

Objetivos del Reporte de Estabilidad Financiera (REF)

- Describir el desempeño reciente del sistema financiero y de sus principales deudores, con el objeto de visualizar las tendencias futuras en torno de ese comportamiento.
- Identificar los riesgos más importantes que enfrentan los establecimientos de crédito.

Con ambos objetivos se pretende informar al público en general sobre las tendencias y los riesgos que atañen al sistema financiero. El inicio en la estabilidad financiera, el estudio o el interés por pensar en estos temas en Colombia nace a raíz de una crisis financiera que se tuvo a finales de los años noventa. Antes de eso el Banco Central estaba enfocado en controlar la inflación, de pensar en variables macro, en agregados monetarios, la estabilidad financiera de alguna manera era un tema un poco relegado.

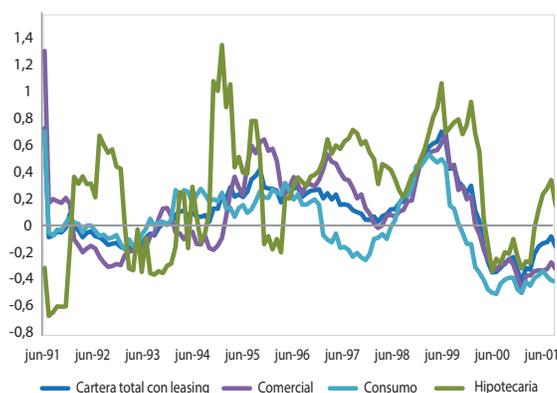
A comienzos de los años noventa se experimentaron una serie de cambios en el país, con un programa de apertura económica y de liberalización financiera, eso generó una fuerte entrada de capitales. En ese momento en el país se dio una migración hacia un esquema de privatización. El número de entidades financieras empieza a crecer y se da mayor libertad en el manejo de las operaciones que puedan hacer las entidades, en las tasas que podían cobrar por los diferentes productos que ofrecían. Como resultado de eso, se tuvo un crecimiento de la cartera de crédito, en particular de la comercial y la hipotecaria.

Los datos entre los años 1990 y 1995, muestran que, en tan solo 5 años, las carteras comercial e hipotecaria presentaron crecimientos por encima del 100 por ciento. Esto es una expansión del crédito, que terminó siendo una crisis hipotecaria. Ese alto crecimiento del crédito estuvo acompañado de fuertes crecimientos en los precios de la vivienda, que iban reforzando ese ciclo. Esta es la historia que se maneja por lo menos de Estados Unidos, la gente veía los precios de la vivienda subiendo, era un buen negocio comprar viviendas. Los bancos lo veían como un buen negocio de bajo riesgo y prestaban, se empezó a generar una burbuja. Todo esto coincide con una salida abrupta de capitales, eso hace que el Banco empiece a subir las tasas. Por lo menos en ese momento se tenía banda cambiaria, por tratar de defender la banda, las tasas de interés aumentan de manera precipitada, la mayoría de los créditos hipotecarios estaban indexados a una tasa que dependía de la tasa del mercado.

La tasa financiera de los hogares se disparó, la gente entregó las casas, los bancos tuvieron que asumir unas pérdidas gigantescas, se tuvo unas pérdidas fuertes. La rentabilidad del estado financiero venía estable alrededor de un 2 por ciento, pero se da la crisis que fue un golpe fuerte para los bancos. En la cartera vencida se puede observar, en ese período, que

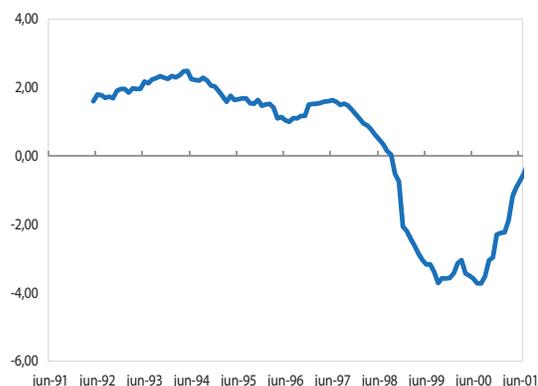
hubo un golpe fuerte. Una gráfica del producto interno bruto mostraría esta misma caída, de hecho, un poco más fuerte. El efecto real fue considerable, a raíz de eso el país entendió que estos problemas que se gestaban en el sector financiero podrían tener impactos reales.

Crecimiento real de la cartera vencida



Fuente : Banco de la República

Rentabilidad del activo (roal)
(porcentajes)



Fuente : Banco de la República

Las lecciones grandes que deja la crisis son tres. La primera, es que se entendió que la estabilidad financiera era uno de los elementos para poder garantizar una estabilidad macro que sea verdadera. A raíz de eso se comprende estabilidad financiera de la forma en que estaba descrito acá. No existe una definición única, cada uno tienen sus propias definiciones, se decidió definirlo de esa manera, hace referencia a que una situación de estabilidad es una situación en la que el sistema intermedia de manera eficiente los recursos financieros, de esa manera permite que el dinero fluya donde tiene que fluir, eso ayuda a mantener la estabilidad macroeconómica del país.

Lo segundo que se aprendió es que tener solo instrumentos microprudenciales no era suficiente. Se tenía una Superintendencia que sigue existiendo, que es fuerte, solo con las herramientas microprudenciales que se promovían desde la Superintendencia no fue suficiente. Había que complementar eso con otro tipo de medidas de un carácter macroprudencial, como resultado de esos nacen una serie de instrumentos como los encajes marginales, los depósitos en endeudamientos externos y otra serie de medidas que tiene el país para ayudar a la política microprudencial.

A raíz de esta crisis financiera en el 2000 el Banco de la República decide que tiene que tomar alguna medida, de carácter más estructural y crea un Departamento que se llamaba Estudios Financieros en ese momento y dos años después lo rebautizaron Departamento de Estabilidad Financiera, que tenía como tarea estar pendiente de analizar y monitorear los principales riesgos a los que se exponía el Sistema Financiero Colombiano.

Esa nueva tensión que había en el tema, ese departamento que nace da pie a que se publique en julio del 2002 por primera vez un reporte de estabilidad financiera. En ese momento el reporte de estabilidad financiera se veía como un instrumento, no solo para cumplir con uno de los pilares que tiene el Banco de la República en Colombia que es aportar a la generación de conocimiento, sino que debería ayudar en la medida en que estaba de alguna manera identificando las tendencias que podían afectar contra la estabilidad

del sistema. Estaba apoyando esa labor de mantener la estabilidad macroeconómica y de precios del Banco.

El primer Reporte de Estabilidad Financiera era un reporte enfocado a hacer una descripción detallada de los deudores del sistema y del estado del sistema financiero, examinando las típicas razones, lo básico que uno aprende es cómo se debe tratar de analizar un sistema financiero. Había indicadores de rentabilidad, crecimiento de la cartera por el lado de los deudores, e indicadores de rentabilidad de las firmas. Era una cosa descriptiva.

El análisis de riesgo todavía no existía, eso fue un primer paso, pronto se comprendió que era completa e ineficiente mantener un Departamento de Estabilidad Financiera, que tenía de alguna manera un propósito de identificar riesgos, hacer un análisis enfocado en mirar las cifras de balance, calcular y mostrarle eso a la gente. El Reporte de Estabilidad Financiera, en términos del contenido, ha cambiado de manera significativa.

Componentes del Reporte de estabilidad financiera

1. Informes periódicos

- Informes Especiales (REF)
- Informe semestral del comportamiento del crédito
- Informe mensual de riesgo de liquidez
- Informe mensual del desempeño de las economías centroamericanas
- Informe mensual del Indicador Financiero Único (IFU)
- Informe semanal de riesgo de mercado
- Encuesta sobre la situación del crédito
- Encuesta sobre la situación del microcrédito
- Encuesta de riesgos

2. Investigación – documentos

- A Composite Indicator of Systemic Stress (CISS) for Colombia, junio de 2014.
- Interés por la identificación y monitoreo del riesgo sistémico que enfrenta una economía en épocas de crisis.
- Seguimiento a varios sectores cuyo comportamiento e interrelación pueden aumentar la vulnerabilidad del sistema en su totalidad.
- Construcción de un Indicador de Riesgo Sistémico (IRS) que busca capturar la dinámica e interrelaciones existentes entre diferentes dimensiones que pueden contribuir al riesgo del sistema en periodos de crisis.
- Efecto de la salida de una entidad en el sistema financiero colombiano, septiembre de 2014. (Requerimientos macroprudenciales de capital y riesgo sistémico: una aplicación para Colombia, diciembre de 2012).

- Interés por la identificación y monitoreo de entidades sistémicamente importantes y de mayor vulnerabilidad.
- Se quiere cuantificar las pérdidas que puede generar el default de una entidad sobre el resto de entidades en el sistema financiero.

3. Recuadros (coyuntura)

- Cambios en la regulación del Sistema Financiero Colombiano, 2012-2013.
- Reporte de Estabilidad Financiera, septiembre de 2013.
- Resultados de la encuesta de capacidades financieras en Colombia. Reporte de Estabilidad Financiera, septiembre de 2013.
- Impacto del anuncio del tapering en Colombia. Reporte de Estabilidad Financiera, marzo de 2014.
- Análisis de la cartera de infraestructura y de los riesgos asociados a los proyectos de cuarta generación. Reporte de Estabilidad Financiera, septiembre de 2014.

Se cuenta con una foto de cómo está el sistema financiero, una foto de la situación de los deudores, esa parte en especial se ha ido mejorando de manera significativa. Se cuenta con ejercicios de sensibilidad para tratar la situación de los deudores y cómo puede cambiar el panorama ante diferentes choques. Se tiene un capítulo que es el corazón del reporte, que está únicamente dedicado a mirar los riesgos.

Es una parte prospectiva, donde se utiliza una batería de indicadores que se han construido en el Banco y de modelos para mirar cómo está el riesgo de liquidez, como está el riesgo de mercado, cómo está el riesgo de crédito y algunos indicadores de riesgo en conjunto para tratar de tener una imagen del sistema de manera más global.

Primero, sobra decir que pasar a esto es un trabajo de más o menos 10 años, no es fácil, es complicado en varios niveles. De entrada, se necesita gente cada vez más técnica, capacitada para ir mejorando un reporte, hacerlo más sofisticado, con mejores herramientas y tratando de estar a la vanguardia de lo que está dando en términos de desarrollo de modelaje.

Segundo, se debe generar un cambio de mentalidad. Dentro del equipo hay que empezar a ver ¿Cómo se tiene que pensar en el riesgo? ¿Dónde se quiere tratar de encontrar esas fuentes de riesgo? es un proceso que toma tiempo. Al principio uno está tentado siempre a tratar de encontrar las cosas por donde aparecieron, resulta que el riesgo y las fuentes de riesgo van cambiando, eso implica un cambio.

Tercero, lo más importante es venderle a los que están arriba la importancia de todo esto. A veces parece que fuera sencillo entender la importancia de hacer este tipo de análisis, de presentarlos al público, no es tan fácil. Varias cosas hacen que esto sea un proceso que a veces no va a la velocidad que se quisiera, es un esfuerzo que toca hacer. Elaborar reportes de estabilidad financiera, ir mejorándolos y sobre todo permitir que sean de acceso público, es una herramienta.

Ese cambio lo que buscaba es que el reporte fuera más prospectivo, que se enfocara en hacer análisis de sensibilidad sobre algunas variables del sistema financiero para observar cómo respondía el sistema ante diferentes choques macroeconómicos en condiciones financieras. Lo mismo con los deudores, se ha hecho un esfuerzo. Eso no es fácil, porque los reportes de estabilidad financiera no son un periódico. No salen día a día, se trata de que sean coyunturales y se va a mostrar en el caso colombiano como ha funcionado.

Desde ese momento, el reporte de alguna manera tiene dos objetivos. El primero, es una fotografía y proporciona una imagen descriptiva de cuál es el desempeño reciente que ha tenido el sistema financiero. La segunda parte es la identificación de los riesgos y no solo identificación, sino que se ha hecho un esfuerzo grande por cuantificar esos riesgos.

Esa ha sido la motivación. Cómo se hace, cuáles son las cosas que se utilizan como herramientas para el estudio de la estabilidad financiera. El producto estrella es el Reporte de Estabilidad Financiera, eso está complementado con una cantidad de otras cosas. Por ejemplo, se acompañan las publicaciones de Reporte de Estabilidad Financiera con unos reportes llamados Informes Especiales de Estabilidad Financiera, donde se ahonda en algunos temas, porque no se quiere que el Reporte se convierta en una Biblia que nadie quiera leer porque tiene 300 páginas y 8 mil ejercicios que nadie entiende.

El mensaje en el Reporte se espera que sea conciso y que le llegue al lector. Que sea una cosa que cuando la gente, la persona del común, la persona que desconoce del tema de la estabilidad financiera lo lea, pueda entender dónde se considera que están los riesgos. Los informes especiales están hechos para la gente dispuesta a mirar ejercicios un poco más sofisticados. Se tiene eso para tratar de que, dado que los nichos de ambos reportes son distintos, que exista algo para todos los gustos.

Existen informes semestrales de comportamiento del crédito, mensuales de riesgo de liquidez, semanales de riesgo de mercado. Una cantidad de reportes adicionales que acompañan todo el estudio de la estabilidad financiera es importante el uso de encuestas.

Se tienen encuestas sobre la situación del crédito y microcrédito que se le hacen a las entidades y una encuesta de percepción de riesgos que se hacen no solo a las entidades, sino a universidades, de esa manera se obtiene buena información cualitativa que incluye mucha información de expectativas que es valiosa.

Se tiene un componente fuerte de investigación. La mayoría de las personas que entran al Departamento de Estabilidad Financiera son personas jóvenes y la idea es que mientras estén en el Departamento se formen para ir a hacer sus doctorados o sus maestrías.

Se observa al Departamento de alguna manera como una escuela de enseñanza donde la gente puede desarrollar ese amor por la parte investigativa. En el Departamento se promueve la investigación, se tiene de hecho una serie de documentos de investigación en temas de estabilidad financiera. Las personas del Departamento pueden publicar. Esas publicaciones cuentan dentro de lo que se ha elaborado como un plan de carrera, para que la gente pueda ascender dentro del Departamento y ahí han salido varios trabajos que después han servido para enriquecer el análisis de estabilidad financiera.

Por ejemplo, hace poco se hizo un indicador de riesgo sistémico que fue un trabajo de investigación que elaboraron las personas del Departamento, que se va a empezar a incluir como parte del Reporte de Estabilidad Financiera. Se puede consultar esta edición que va a salir en octubre. En el reporte se presentan ideas de investigación que se desarrollan y pueden servir para seguir haciendo monitoreo continuo.

Por último, se trata de incorporar temas de coyuntura y la forma en la que se ha hecho es a través de recuadros que se incluyen en el Reporte de Estabilidad, que por su misma característica no son temas que merecen escribir un artículo completo y demás y son temas que merecen la pena por lo menos abordar y darle entender al público que son temas de preocupación.

Se han analizado temas como el impacto que puede tener todo el gasto de infraestructura que piensa hacer el Gobierno y el sector privado, en lo que se conoce como la infraestructura de cuarta generación en el país, que es tratar de deshacer el atraso de años de no hacer carreteras. Cuando se hizo el anuncio del taper se hizo un recuadro evaluando los posibles efectos que eso podría tener para el estado financiero.

Herramientas de política e interrelación con la política monetaria

- Tasa de interés de política del Banco Central.
- Uso de encajes marginales. En mayo de 2007 se tomó como una medida macroprudencial complementaria a la tasa de referencia.
- Definidas como políticas anticíclicas complementarias.

Según un artículo académico de la Universidad Brookings de Dakota del Sur, algunas economías, en especial las emergentes, tienen el dilema político común de tener pocos instrumentos (tasa de política monetaria) en relación con el número de objetivos. De esta manera, dichas economías recurren al uso de los requerimientos de encajes para cumplir con sus objetivos. La frecuencia de los cambios en dichos requerimientos de encaje se toma como un potencial indicador de si estos son usados con propósitos de estabilización macroeconómica.

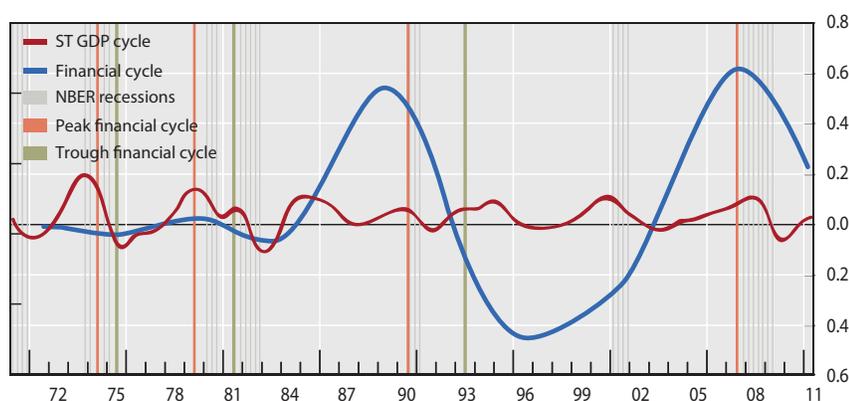
Herramientas de política macroprudencial: permiten establecer límites a la posición propia de contado (PPC) de los intermediarios del mercado cambiario; depósitos a los créditos en moneda extranjera contratados por las firmas del sector real; depósito a la inversión extranjera de portafolio; encaje ordinario (y marginal) de las entidades de crédito; IEM, entre otras.

Regulación microprudencial: Estas incluyen cambio en las reglas de clasificación del crédito (vencida vs. riesgosa) y aumento en los niveles de capital de las entidades (riesgo de mercado – Basilea III).

Mejora en los esquemas de cobertura de riesgos de las entidades financieras: a pesar de las diferentes herramientas, medidas y políticas macroprudenciales implementadas en el estudio de la estabilidad financiera, es importante tener en cuenta que: Cualquier

análisis económico debe ser ajustado para tener en cuenta los ciclos financieros. No es posible entender las fluctuaciones en los ciclos económicos y sus correspondientes retos sin entender los ciclos financieros. Dada la diferencia en la frecuencia de ambos ciclos, las políticas macroprudenciales mencionadas pueden tener el efecto deseado solo en determinados periodos. El riesgo de largo plazo es que las políticas fallen en reconocer los ciclos financieros y terminen siendo demasiado asimétricas.

Los ciclos financieros son más largos que los ciclos económicos, un ejemplo de Estados Unidos



Fuente : "The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt?", Claudio Borio, BIS.

Existe una relación de doble vía entre la política monetaria y la política macroprudencial. En Colombia, las políticas se han reforzado mutuamente y han actuado de forma complementarias. La política macroprudencial está en medio de las políticas macro (fiscal y monetaria) y micro (de riesgos individuales).

Existe riesgos de confusión de objetivos y de pérdida de credibilidad de la política monetaria. Pueden identificarse tanto conflictos como complementariedades y necesidad de coordinación. En principio, la política macroprudencial puede dar una mano: actuando de manera contracíclica y estando lista para prevenir burbujas.

Los instrumentos de política macroprudencial pueden ser efectivos para moderar el riesgo sistémico y estabilizar la economía, más que la política monetaria. Puede ser que las políticas macroprudenciales lleguen a tener conflictos con política monetaria porque afecta precios y niveles de deuda. La política monetaria expansionista estimula tomar riesgos y apalancamientos. Los instrumentos macroprudenciales afectan el crédito y los precios, afectando el entorno macro. En economías pequeñas y abiertas, un choque externo (entrada de flujos) puede incrementar decisiones de apalancamiento y precios de activos, afectando la meta inflacionaria (subir tasas).

Con respecto a la interrelación entre la política monetaria o las políticas macroprudenciales, el gran instrumento de política monetaria, no solo en Colombia, sino en varios países es la tasa de interés de política del Banco Central. Como herramientas de políticas macroprudencial, se tiene una lista amplia y a veces es difícil distinguir entre las micro y las macroprudenciales. Cuando se llenan sobre todo encuestas del BID, del Banco Mundial, uno siempre se pregunta si una herramienta en particular es macroprudencial o micro prudencial y al final uno termina tirando la moneda porque trazar la línea es complicado.

Algunas de las herramientas de carácter macroprudencial que vale la pena mencionar: encajes marginales que se usaron en el 2007 cuando el crédito estaba creciendo rápido; los depósitos a los créditos en moneda extranjera y un depósito en la inversión extranjera de portafolio, con el fin de controlar entradas fuertes de capital que puedan tener efecto no solo sobre el ciclo financiero, sino en efectos reales. Se tiene un límite a la posición propia de contado. No se permiten descalces cambiarios y se han implementado algunos indicadores a nivel consolidado para tratar de medir la liquidez por moneda que tienen los grupos financieros dada la expansión hacia Centroamérica.

Por el lado de la regulación microprudencial, esos son avances que ha adelantado la Superintendencia. En algún momento se hizo todo el cambio mental de pasar de clasificar el crédito con respecto a la morosidad y pensar en el riesgo, a hacer ese análisis prospectivo para que las provisiones fueran con respecto a la pérdida esperada y no la pérdida realizada. Ese cambio se hizo para la cartera comercial y de consumo y se está avanzando en que salga la de vivienda. Se han hecho cambios en las mediciones de capital. Hace un par de años influyó el riesgo de mercado para acercarnos a Basilea II y en agosto del año pasado se hizo todo el cambio en la definición de la calidad del capital para acercarnos a Basilea III y todo esto se sintió que ha generado una mejora en la cobertura de riesgos en las entidades del Sistema.

En 2007 se estaba experimentando un período de un boom crediticio, con el crédito de consumo creciendo por encima del 30 por ciento en términos reales. En mayo de 2007 se decide utilizar la tasa de interés para empezar a controlar el crecimiento del crédito y se utiliza el encaje marginal como una herramienta complementaria. Después de eso se hizo un trabajo en la Universidad de Dakota del Sur, donde ellos miraron un panel de países y miraban el uso que se había dado a los encajes marginales, porque los encajes marginales sobre todo en la región son un instrumento utilizado y catalogaban a Colombia dentro del grupo de países que utilizaban la tasa de interés y el encaje de manera complementaria y contracíclica. Se cree que por lo menos ahí se hizo la labor.

Existe un artículo que escribió Claudio Borio del BIS en el que discute la importancia de tener en cuenta los ciclos financieros. Se ha hecho un esfuerzo grande en Colombia por empezar a medir los ciclos financieros y es dar el mensaje: está bien pensar que se tiene que tener herramientas macroprudenciales que sean complementarias de la política monetaria, eso no siempre es tan sencillo. Esto es de esas cosas que a veces suena bonito, en la práctica son complicadas por varios factores, uno de ellos lo menciona Borio en su artículo: tener en cuenta en qué punto del ciclo financiero se está. Esto es así porque el ciclo financiero y el ciclo real no siempre están en el mismo punto. En particular lo que él encuentra para la economía estadounidense es que los ciclos financieros son más amplios y tiene unos picos y unas caídas más acentuadas. No en todo momento la aplicación de la política macroprudencial va a tener el mismo efecto.

Lo otro es que, de alguna manera, siempre se ha dicho que la política macroprudencial está como en la mitad de las políticas micro prudenciales y de las políticas macro siendo estas la fiscal y la monetaria.

La política macroprudencial puede ayudar junto a la mitigación de riesgos, que es el objetivo central de la política micro prudencial y puede ayudar a controlar la estabilidad de precios, porque tiene efectos reales. Estar ahí en la mitad implica que va a haber momentos en que habrá conflictos entre esas políticas y en particular va a haber ese tipo de conflictos.

Si uno tiene una política monetaria expansiva, eso va a disimular la toma de riesgo y va a afectar las decisiones de apalancamiento de los agentes. Se va a empezar a meter en el rancho de la política macro-prudencial. La política macroprudencial a su vez afecta los niveles de créditos que se otorgan en la economía, por esta vía puede afectar los precios de la economía, eso va a cambiar en el informe macroeconómico.

En el caso colombiano uno diría que se ha tenido la suerte que cuando se han utilizado los ciclos financieros y real, parece haber estado en ese momento in tándem y han podido ser complementarios, en cualquier momento puede haber conflictos. La coordinación es importante, porque de lo contrario se puede poner en riesgo la credibilidad en la política monetaria.

¿Cuál es el gran resumen de esto? En sí se observa que la política macroprudencial puede ser efectiva para moderar el riesgo sistémico y estabilizar la economía. El colega de México mencionó que aumentar la resiliencia del sistema financiero puede ayudar a contener esos riesgos sistémicos, se estima que en ese sentido puede ser más efectivo que la política monetaria. Por lo menos está diseñado con ese objetivo y actúa de manera más inmediata, sí se piensa que se debe tener en cuenta que en algún momento puede haber conflictos y la coordinación ahí es relevante.

¿Quién lleva a cabo la política macroprudencial? ¿Debería ser una entidad del Gobierno? ¿Debería ser el Banco Central? ¿Debería ser una entidad independiente?

Se espera que el trabajo que se ha hecho desde el Departamento haya contribuido a lo que se está viendo. Se observa un sistema bien capitalizado. Se tiene una nueva definición de capital que se acerca a Basilea III y aun así los niveles de capital están bordeando el 15.5 por ciento, cuando el mínimo regulatorio en Colombia es del 9 por ciento. La rentabilidad medida como el ROA está en 1.7 por ciento, el ROE 12 por ciento. Estos venían con una tendencia a la baja en los últimos meses y ahora se han estabilizado y de hecho se piensa que pueden empezar a subir.

Se cuenta con un indicador de riesgo de liquidez, que se parece al que calcula Basilea, que tiene un mínimo regulatorio del 100 por ciento y está en 287.5 por ciento. Es decir, en términos de liquidez las entidades presentan una situación favorable, se observa que la cartera está creciendo a un ritmo que se consideró saludable, de 10 por ciento real. La profundización financiera sigue al alza, siendo baja, un poco más del 41 por ciento, viene con una tendencia favorable.

En términos de indicadores de riesgos, la calidad de la cartera que es medida como toda la cartera distinta de la que se califica como A, está alrededor de 6.6 por ciento, nivel que se consideró favorable y si se dan cuenta son de los mínimos que se tienen en la muestra. Lo mismo con el indicador de mora que muestra la materialización de ese riesgo, que

ni siquiera llega al 4 por ciento, siendo de 3.5 por ciento. Se debe tener en mente que se define la morosidad después de 30 días y no de 90, tener un 3.5 por ciento con una definición que es un poco más ácida como la que se maneja, pero es positivo.

Se tiene una serie de indicadores a los que se les da seguimiento continuo, como el índice de fragilidad financiera, se calcula con un modelo econométrico sofisticado para estimar la probabilidad de estar en una situación de fragilidad, ayudando a identificar períodos que se consideran de *stress* financiero en Colombia. El ajuste del modelo es bueno, recoge bien la realidad y permite ver el umbral a partir del cual uno empieza a tomar acción preventiva, como se dan cuenta los niveles de probabilidad son bajos. Se tiene uno similar de créditos, estos picos coinciden con períodos de boom crediticio identificable en Colombia, se está bien.

Este es un índice de estabilidad financiera que se construye teniendo en cuenta una batería de variables del sistema financiero. La línea negra es el indicador y cada uno de esos colores indica cómo cada dimensión está aportando al riesgo y lo que se ve es que está por debajo del 0, que vendría siendo como la media histórica y a partir del punto donde se empezaría a preocupar. Por lo menos las cifras dan muestras de tranquilidad.

¿Qué es lo que puede causar intranquilidad al hacer estabilidad financiera? Es donde no se está mirando. Ese es el reto constante, qué se está perdiendo. La respuesta obvia, es este sector todo regulado. ¿Qué pasa con el famoso *shadow banking* (banca en la sombra)? en Colombia las estimaciones dan que eso es pequeño, las estimaciones podrían estar mal. De alguna manera, ser paranoico es parte del trabajo y siempre estar pensando: ¿Dónde pueden estar los riesgos que uno no está viendo?

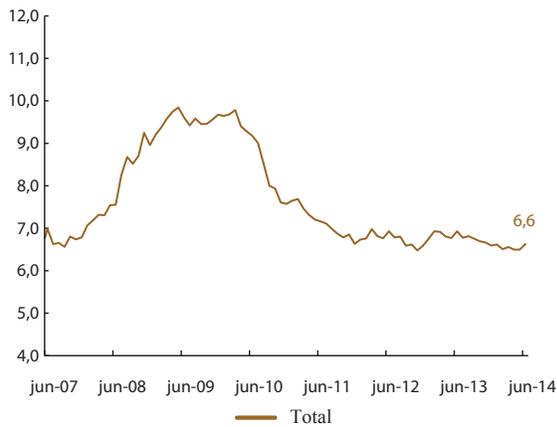
Desempeño y principales retos

Principales indicadores

- La relación de solvencia de los establecimientos de crédito se ubicó en 15,5% en junio de 2014.
- Los indicadores de rentabilidad están en niveles moderados: ROA (1,7%) y ROE (12%)
- IRL: El Indicador de Riesgo de Liquidez (de los establecimientos de crédito) se ubicó en 287,5% en junio de 2014.
- El crecimiento real de la cartera se encuentra en niveles saludables (10%) y la profundización financiera continúa en avance (41% a junio de 2014)

Indicador de calidad de cartera

(porcentaje)



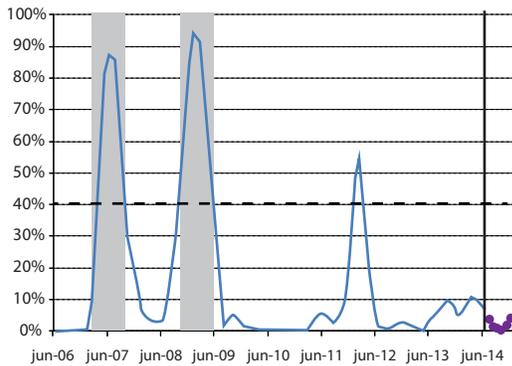
Indicador de mora de la cartera

(porcentaje)



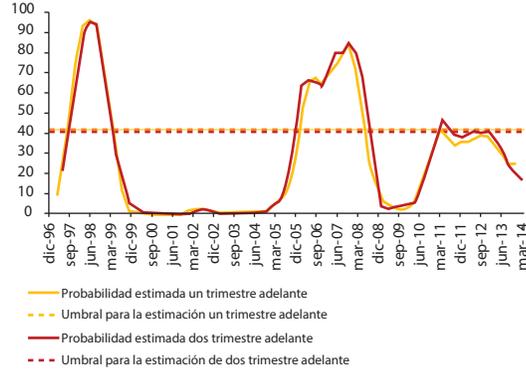
Fuente : Banco de la República.

Índice de fragilidad financiera

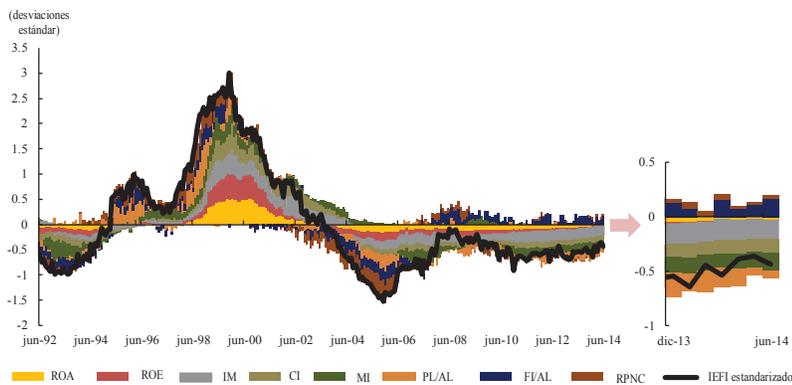


Probabilidad de Boom de crédito

(porcentaje)



Índice de estabilidad financiera



Fuente : Departamento de Estabilidad Financiera del Banco de la República.

Principales y desempeños retos

- Análisis de riesgos más sistemático.
- Retos de supervisión asociados a la rápida innovación.
- Adecuado balance entre políticas.

- Promoción de la inclusión financiera: Ley de inclusión financiera (PAD – sanción presidencial). CRC regular el valor de los SMS utilizados en operaciones de banca móvil. Ley 1731 de 2014 Fondo de microfinanzas rurales y apoyo al desarrollo del seguro agropecuario.
- Sistema Administrativo Nacional para la Educación Económica y Financiera: Estrategia Nacional de Educación Económica y Financiera.
- Mejorar la supervisión de la expansión de la banca colombiana: Consejo Monetario Centroamericano (CMCA) y Grupo Ad-hoc de Estabilidad Financiera Regional (GEFR), política de “puertas abiertas” y videoconferencias mensuales.

El análisis tiene que ser más sistemático en términos de riesgos, si bien se cuenta con algunos indicadores como el de riesgo sistémico, el indicador de estabilidad financiera se trata de observar diferentes variables que pueden estar midiendo de manera conjunta el riesgo de liquidez, crédito y otros. No se tiene un modelo que sea de riesgo sistémico, donde se pueda analizar un choque macro y ver cómo afecta la cartera, si hay riesgo de crédito, si los bancos van a liquidar o si va a afectar la liquidez de los bancos.

Falta tener ese mapa sobre lo que ocurre en una crisis. Se cuenta con los componentes, pero se deben unir, esa es una dirección hacia la que se tendría que ir. Algunos países como Corea del Sur han hecho avances. Hacia allá se está tratando de moverse.

El sistema financiero siempre debe estar pendiente de lo que está pasando, pero la innovación financiera es más rápida que los supervisores. Se tiene ahora, con todo este proceso de inclusión financiera que se está promoviendo, una cantidad de ideas que están surgiendo en el mercado como, tener créditos de micro consumo y no se tiene ni idea del riesgo que eso pueda tener, de si en últimas por tratar de hacer mucho, se termina haciendo poco. Se debe que tratar adelantarse a lo que pueda salir para no cometer errores, como el adecuado balance entre las políticas.

Hasta ahora se ha tenido la suerte que cuando se ha usado esas políticas macro, no ha ido en contra de lo que pueda ser, el objetivo de la política monetaria. Pero se debe ser conscientes en que eso puede pasar y se tiene que pensar bien en las disyuntivas que pueden resultar.

Cuarto, los niveles de profundización financiera en Colombia son bajos. Se tiene un problema grandísimo que el 80 por ciento de la gente en Colombia tiene una cuenta de ahorros y el 40 por ciento de esas cuentas están inactivas. A veces no es solo generar los indicadores que parezca que todo está bien, sino que se usan los productos financieros y ahí por lo menos, desde mi punto de vista particular el gran problema siempre ha sido un tema de educación y es que a veces la gente no conoce los productos que ofrece el sistema financiero, no saben cómo utilizarlos y peor a veces los asesores de los bancos tampoco saben qué ofrecer.

En Colombia ahora se va a empezar un estudio que va a financiar el Banco Mundial, donde van a mandar actores a que vayan a los bancos a observar cómo los atienden y qué

tipo de productos les ofrecen, de seguro que eso va a confirmar la impresión que se tiene, que algunos asesores no están bien capacitados en el país.

La buena noticia, es que por fin se creó un Sistema Administrativo Nacional para la Educación Económica y Financiera. Se creó un Consejo que está conformado por varias instituciones del Gobierno que va a generar la Estrategia Nacional Económica y Financiera para empezar a enseñarle a la gente temas financieros desde el colegio. De las cosas que se habían hecho en el país eran los mismos bancos tratando de hacer algunas jornadas de educación y demás, pero con un objetivo distinto. Esto se debe enseñar desde que se está gateando y aprendiendo a caminar, eso va a ser un cambio.

Colombia necesita mejorar la supervisión de las actividades y de los efectos que puedan darse en el Sistema Financiero Colombiano. Se debe reconocer que tanto el Consejo Monetario Centroamericano, como en particular el Grupo de Estabilidad Financiera Regional ha sido un apoyo grandísimo. El Departamento de Estabilidad Financiera entró a formar parte de ese Grupo de Estabilidad Financiera a partir de este mes, eso ha sido una bendición.

Se va a seguir promoviendo una política de puertas abiertas, se tuvo una visita de funcionarios del Banco Central de Nicaragua, que fueron a conocer todo el proceso de estabilidad financiera en el Banco de la República de Colombia, a observar cómo se hacían los ejercicios. También se tuvo una visita de Costa Rica la semana pasada y se han recibido visitas de República Dominicana. Se tiene las puertas abiertas para cualquier país que quiera venir y se sabe y se está convencidos que estrechar esos lazos es fundamental.

Se está promoviendo una videoconferencia mensual con personas de los diferentes Bancos Centrales de la región para empezar a mejorar el tema de compartir información sobre los riesgos que está viendo cada uno en su país.

Hacia allá se piensa que se está moviendo la estabilidad financiera, que como se dan cuenta, en un principio uno puede pensar que inicia como en los bancos, se va creciendo a otras instituciones financieras no bancarias del sistema financiero y ahora resulta que termina metido en temas de educación e inclusión financiera y en la expansión de la Banca Centroamérica. Es un tema que va cambiando, que va proponiendo retos nuevos.

Consolidación de la estabilidad financiera en Nicaragua



Consolidación de la estabilidad financiera en Nicaragua

Víctor Urcuyo Vidaurre
Superintendente

Superintendente de Bancos y Otras Instituciones Financieras

Instituciones supervisadas

En nuestro país se tiene un sistema financiero compuesto por 7 bancos, 2 financieras reguladas, 5 compañías de seguro, 6 puestos de bolsa y 4 almacenes generales de depósitos.

Instituciones supervisadas

Tipo de institución	# empresas
Bancos	7
Financieras	2
Compañías de Seguro	5
Puestos de bolsa	6
Almacenes generales de depósito	4

En lo que va del año las instituciones financieras han alcanzado un monto en activos de 36 mil 784 millones de córdobas, aumentando en un 27 por ciento entre agosto 2014 y agosto 2013. Asimismo, la cartera de crédito aumentó 21.8 por ciento comparando el mismo período. De esta manera, el saldo a agosto 2014 fue de 91 mil 459 millones de córdobas.

Sistema Bancario y Financiero Nacional

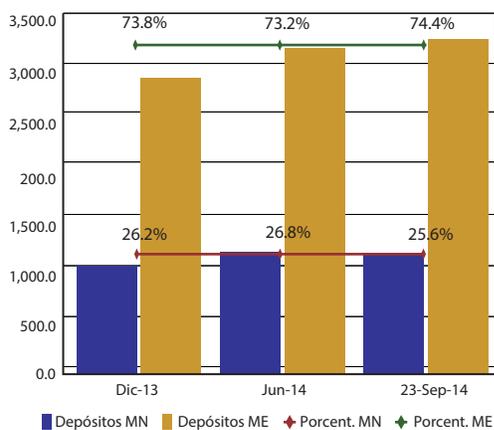
Balance de situación

(saldos en millones de córdobas)

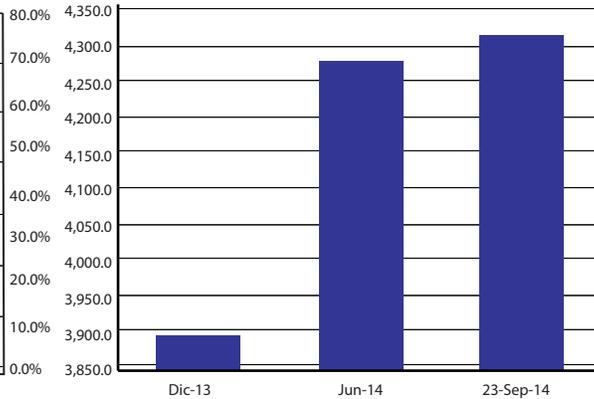
Concepto/Entidad				Variación			
	Ago-13	Dic-13	Ago-14	Ago14-Ago13		Ago14-Dic13	
				Absoluta	%	Absoluta	%
Activo	126,823.13	133,052.49	151,741.05	24,917.92	19.65%	18,688.6	14.05%
Disponibilidades	29,018.72	30,856.57	36,784.13	7,765.41	26.76%	5,927.57	19.21%
Inversiones en valores, neto	19,757.87	14,240.29	20,048.88	291.01	1.47%	5,808.59	40.79%
Cartera Bruta	75,061.86	83,179.52	91,459.09	16,397.24	21.84%	8,279.57	9.95%
Otras cuentas por cobrar, neto	498.88	474.45	578.08	79.19	15.87%	103.63	21.84%
Bienes recibidos en recuperacion de creditos, neto	132.07	153.66	137.63	5.57	4.21%	-16.03	-10.43%
Pasivo	113,674.94	119,098.65	136,006.76	22,331.82	19.65%	16,908.11	14.20%
Depósitos	96,390.75	98,591.80	112,714.73	16,323.98	16.94%	14,122.93	14.32%
Obligaciones con Instituciones financieras y por otros financiamientos	11,900.25	11,920.50	14,093.26	2,193.01	18.43%	2,172.76	18.23%
Obligaciones con el Banco Central de Nicaragua	443.29	439.71	473.18	29.89	6.74%	33.47	7.61%
Patrimonio	13,148.19	13,953.84	15,734.29	2,586.10	19.67%	1,780.45	12.76%
Resultados del Período	1,751.95	2,840.56	2,006.42	254.46	14.52%	-834.14	-29.37%

Los depósitos, signo de confianza en la solidez de las instituciones bancarias del país de parte del público, registran un monto de 112 mil 714.7 millones de córdobas, lo que representó un crecimiento de 16 mil 324 millones, equivalentes a 17 por ciento comparando agosto 2014 con agosto de 2013. Los resultados del período representan un saldo de 15 mil 734 millones de córdobas, cifra que excede en 254 millones a lo registrado el año pasado en el mismo mes (agosto).

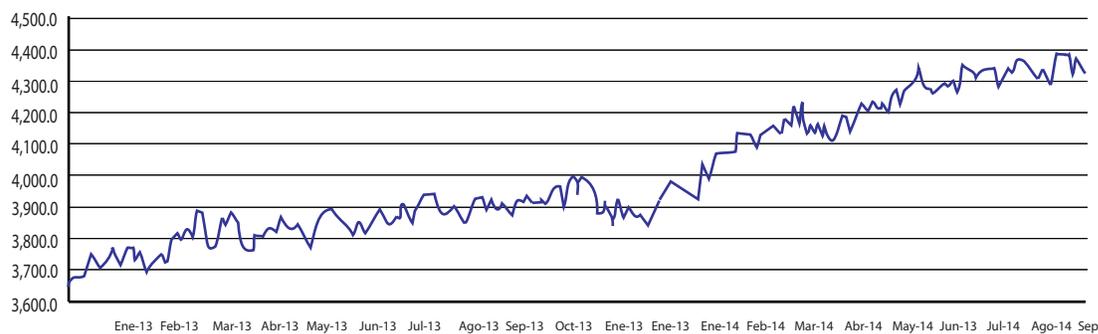
Depósitos por moneda SFN



Depósitos totales SFN

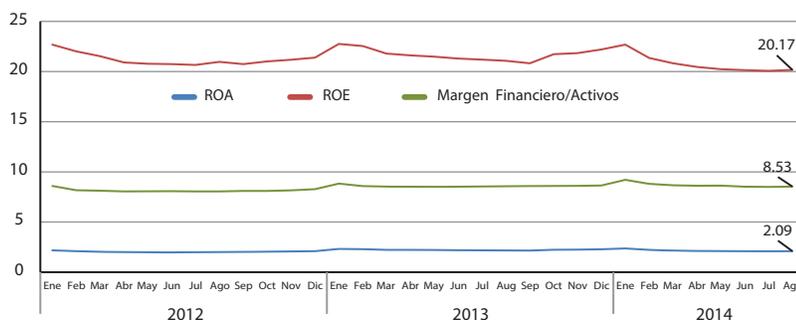


Tendencia de depósitos totales SFN
(millones de dólares)



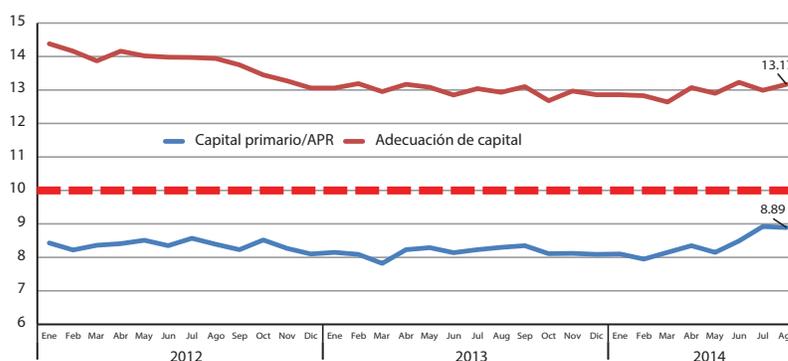
La rentabilidad sobre los activos del sistema financiero se situó en 2.09, mientras que la rentabilidad sobre el capital social, más los aportes patrimoniales no capitalizables se ubicaron en 20.17, lo coloca como uno de los sistemas financieros más rentables de la región.

Indicadores de Rentabilidad



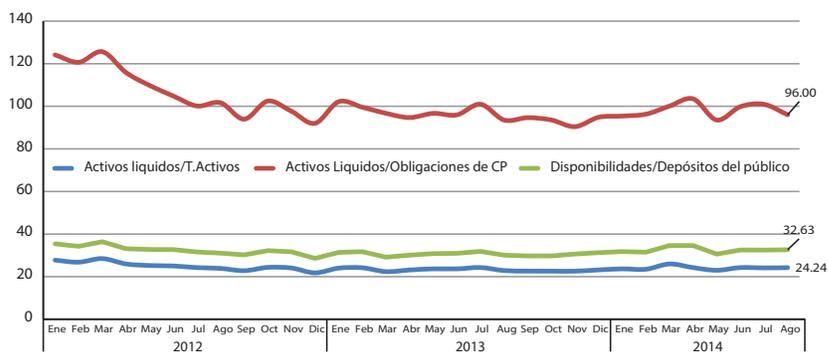
Al cierre del mes de agosto todas las instituciones del Sistema Financiero Nacional cumplen con los requerimientos de capital establecidos en la legislación nicaragüense, reflejando un porcentaje de 13.17 por ciento, cifra que se ubica por encima de lo requerido por la ley que es del 10 por ciento.

Indicadores de solvencia



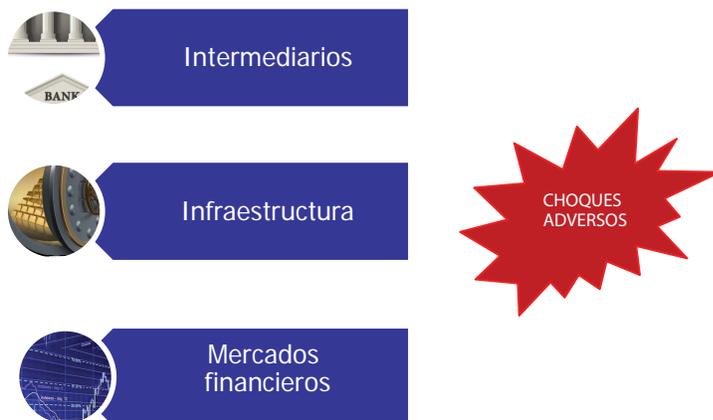
El nivel de liquidez es considerado adecuado para el giro del negocio de los bancos, mostrando a agosto de 2014 un nivel de disponibilidades sobre depósitos del público de 32.6 por ciento. Todos los bancos del sistema financiero a excepción de uno han formado grupos financieros locales y se han establecido en la región centroamericana, lo que ha llevado a adoptar medidas para continuar fortaleciendo el buen desarrollo de los mercados financieros y monitorear situaciones de posibles tensiones financieras a nivel regional. Lo anterior es un esfuerzo adicional, que acompaña las acciones supervisoras que cada superintendencia de la región efectúa como parte de su quehacer cotidiano.

Liquidez



Se entiende por estabilidad financiera la capacidad que tienen los intermediarios, la infraestructura y los mercados financieros de realizar sus funciones y de resistir choques adversos a nivel sistémico. En tal sentido, la estabilidad financiera es un bien público que se desea mantener y fortalecer; debe ser objeto de continua vigilancia y seguimiento. En nuestra opinión, esta es una labor conjunta entre el Banco Central y la Superintendencia de Bancos. Vale la pena decir que se tiene la red de seguridad bancaria que está conformada por: Banco Central de Nicaragua, Ministerio de Hacienda y Crédito público, Fondo de Garantía de Depósitos y Superintendencia de Bancos y de Otras Instituciones Financieras.

Estabilidad financiera



Fuente: SIBOIF.

¿Qué hemos hecho?

En un esfuerzo para continuar preservando la estabilidad de nuestro sistema financiero, desde septiembre del año 2010 se creó el Grupo de Estabilidad Financiera Regional con el objetivo de fortalecer la vigilancia macroprudencial de los sistemas financieros de la región. Este grupo está compuesto por los equipos técnicos de los Bancos Centrales y las Superintendencias.

En el presente mes, los titulares de la Superintendencia de Bancos conocieron el Informe de Estabilidad Financiera Regional, elaborado y preparado por el mismo grupo. Este informe tiene el fin de dar a conocer el desempeño del sistema bancario regional, así como identificar las principales vulnerabilidades y riesgos que enfrentan y que puedan atentar contra la estabilidad de la región en el corto plazo. De esta manera, pueden estar listos para realizar esfuerzos coordinados y eficientes, para preservar la estabilidad financiera de cada país y de la región. Se pretende que cada Superintendencia, respetando el sigilo bancario que impone cada legislación, dé a conocer un reporte sobre la situación financiera de los bancos regionales que operan en su país, enriqueciendo así el panorama supervisor. Para elaborar el informe los equipos técnicos de las Superintendencias y Bancos Centrales han trabajado en tres áreas:

- Evaluar el contexto macroeconómico para identificar amenazas exógenas y endógenas.
- Analizar las vulnerabilidades de los diferentes sectores de la economía, hogares, empresas y gobierno.
- Asignar valoraciones cualitativas para las cuantificaciones de impactos de choques adversos.

Para afianzar nuestro compromiso con el tema, el 19 de septiembre del 2014 las Superintendencias y los Bancos Centrales de la región firmaron un Acuerdo de Cooperación. El objetivo de este acuerdo es preservar y fortalecer la estabilidad financiera

regional; prever y estar preparados para enfrentar con eficacia las situaciones de tensión financiera; gestionar de manera oportuna situaciones que un banco regional o nacional de importancia sistémica enfrente, que pueda derivar en una crisis y contagiar a los otros sistemas bancarios de la región.

Desde Julio del 2013 se publica con periodicidad semestral el Informe de Estabilidad Financiera del BCN sobre el Sistema Financiero Nacional. El objetivo del mismo es contribuir al cumplimiento de la misión del BCN, que es preservar la estabilidad de la moneda y normal desenvolvimiento de los pagos internos y externos, y en el contexto que la estabilidad financiera es condición necesaria para garantizar la contribución del sistema financiero al desarrollo económico y social. El informe es un desarrollo innovador en cuanto a la iniciativa de análisis desde una perspectiva de riesgo, identificando las posibles vulnerabilidades del sector financiero. El estudio se adecua a las prácticas internacionales, tal como las recomendaciones de los acuerdos de Basilea y el grupo de estabilidad financiera regional de la Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano. El informe consta de 4 secciones. La primera destinada al análisis de la coyuntura externa e interna del sistema financiero. Las tres sesiones restantes corresponden al análisis de riesgo de mercado, crédito y liquidez, además se incluyen recuadros referidos a aclaraciones metodológicas y notas investigativas.

Se conformó en 2007 el Consejo de las Superintendencias conformado por las Superintendencias de Centroamérica, Panamá, República Dominicana y Colombia. El propósito de este Consejo es realizar una supervisión consolidada efectiva en torno a los conglomerados financieros, a su vez instruyó que se integrara el Comité de Enlace de las Superintendencias, el cual tiene las siguientes funciones: establecer la planificación; identificar los riesgos materiales y coordinar la supervisión consolidada y transfronteriza para los conglomerados financieros, el cual debe ser presentado para su aprobación a la Asamblea Supervisora; compartir información relevante referente a sucesos o inquietudes relativas a las operaciones de los establecimientos transfronterizos, incluyendo cambios en la titularidad de los accionistas; intercambiar información a la mayor brevedad y en la medida de lo posible sobre cualquier evento que tenga la posibilidad de poner en peligro la estabilidad de los establecimientos transfronterizos. Las tareas del Comité de Enlace durante 2014 fueron:

- Verificar capital mínimo consolidado para la norma sobre los grupos financieros locales.
- Intercambiar informes con organismos supervisores: informes de riesgos y reportes periódicos y eventuales de los grupos financieros que analiza el comité de enlace para el seguimiento de los riesgos de éstos mismos.
- Participar en Colegios de Supervisores de los diferentes grupos regionales. Esto es algo innovador y es un tremendo avance en el proceso de la supervisión consolidada. Los colegios de supervisores son un componente para la supervisión efectiva de los grupos bancarios internacionales. Su objetivo fundamental es apoyar a la supervisión en obtener una visión compartida del perfil de riesgos del Grupo Bancario y la cooperación mediante el flujo eficiente de información entre los supervisores, a fin

de reforzar la supervisión en los diferentes componentes de un grupo bancario y determinar las áreas potenciales de trabajo y colaboración.

Algunas de las medidas macroprudenciales contenidas en la normativa vigente son el apalancamiento, el precio de capital con duración de riesgo, la liquidez o riesgo de mercado en moneda extranjera límites de deudas a garantías y límites de endeudamiento. En el tema de interconectividad existen límites a la concentración.

Medidas macroprudenciales contenidas en la normativa vigente

Apalancamiento	Ratio de capital	✓	Límite deuda/garantía (LTV)	✓
	Ponderación de riesgo	✓	Límite servicio de deuda/ingreso	✓
	Provisionamiento anticíclico	✗	Límite de madurez	✗
	Restricción a la distribución de utilidades	✗		
	Límite al crecimiento del crédito (agregado/sectorial) y exposiciones	✗		
Liquidez o riesgo de mercado	Requerimientos de liquidez	✗	Reglas de valuación (fondos mutuos)	NA
	Restricciones a préstamos en moneda extranjera	✗		
	Límites al descalce de monedas	✓		
	Límites a posiciones abiertas en moneda extranjera	✓		
Interconectividad	Límites a la concentración	✓		
	Requerimiento de capital adicional a bancos sistémicos	✗		

Tareas pendientes en el tema de estabilidad financiera

Las tareas que aún quedan pendientes para trabajar en estabilidad financiera son: **establecer medidas macroprudenciales** para las instituciones que puedan representar un riesgo sistémico. Al igual que en las demás recomendaciones de Basilea, ésta es una labor que se debe de realizar conjuntamente con el Banco Central y las instituciones financieras para escuchar sus apreciaciones y decidir cuáles son los caminos que mejor respondan a las necesidades del país.

Además, **recopilar datos de ingresos de todos los sectores**. En estos primeros pasos de la elaboración del Informe de Estabilidad Financiera, se han utilizado como insumo la información crediticia que las entidades supervisadas envían a través de la central de riesgo, pero solo se ha logrado estimar la razón de endeudamiento y cargas financieras de las familias, debido a que no se tiene disponible la información de ingresos de las empresas. Para desarrollar este aspecto se deberá recolectar esta información.

Se está trabajando en el análisis del grado de endeudamiento de los hogares y las empresas, para lo cual se ha recopilado y colaborado con el Banco Central los datos referentes a la deuda y carga financiera de estos sectores.

Otra tarea pendiente es la **cuantificación de impactos macroeconómicos en el sector financiero**. El ambicioso trabajo de estimar qué pasará en el futuro para poder estar preparados en lo que nos corresponde es una tarea que aún nos queda pendiente por afinar. Se ha logrado emitir valoraciones cualitativas, pero la meta es poder precisar cuánto sería el impacto en cada uno de los sistemas financieros y así poder tomar las medidas prudenciales y macroeconómicas que ayuden a mitigar esos impactos dadas las complejidades y la interrelación de los sistemas financieros regionales, ¿Cuál cree que debería ser la visión nacional en torno a la estabilidad financiera?

La estabilidad financiera no es un fin, es una condición necesaria

*Silvio Conrado Gómez
Director por Nicaragua
Banco Centroamericano de Integración Económica*

La estabilidad financiera va más allá de consolidar una economía estructuralmente sostenible

Los expositores se han referido a la estabilidad financiera. Una de las cosas que más llamó la atención es que en ningún momento se observó que se tuviera una definición precisa de qué es lo que entienden todos por estabilidad financiera. No había, así como una definición, aunque todos al final, prácticamente estaban diciendo que lo que entendían por estabilidad financiera, era que hubiera estabilidad en el sistema financiero, en las instituciones que componen el sistema financiero, pero en realidad la estabilidad financiera va más allá.

Lo segundo, todos consideran que la estabilidad financiera no es un fin en sí; es una condición necesaria para lograr otras cosas, otros objetivos que son más amplios, eso es en realidad lo que se tiene que ver en Nicaragua.

En Nicaragua, en otras partes y en todos los lugares, lo que se anda buscando es un objetivo principal que es el bienestar de la población. En el caso específico de Nicaragua, donde se tiene un problema fundamental en la pobreza, el objetivo debe ser la reducción de la pobreza. Para ello se necesitan ciertas condiciones y una de las principales es crecer sostenidamente para poder generar los empleos que se requieren, eso implica tener estabilidad macroeconómica. Esto con el fin de sostener los flujos de inversiones que se necesitan y a su vez se tenga un sistema financiero sano, con estabilidad financiera. No se debe perder de vista el objetivo final de lo que se busca. Por lo tanto, la estabilidad financiera es un instrumento o una condición necesaria para poder alcanzar esos objetivos.

De tal manera que la meta de Nicaragua en asuntos de estabilidad financiera debe ser consolidar una situación económica estructuralmente sostenible que se exprese en tasas de inflación baja con un tipo de cambio real estable. Lo anterior debe permitir mantener un déficit de balanza de pagos financiable con inversión extranjera directa y tasas de interés reales que estimulen el ahorro, así como una disciplina fiscal sostenible en beneficio de la competitividad económica y el desarrollo social.

Desde este punto se debería pasar a la estabilidad económica, esto es lograr la estabilidad financiera con crecimiento económico sostenible, capaz de absorber la población económicamente activa que se incorpora cada año al mercado de trabajo, lo cual es condición necesaria para reducir la desigualdad.

Lo fundamental de este pensamiento es que el crecimiento económico no es posible sin estabilidad financiera. Aquí se puede visualizar dos aspectos de la estabilidad que son: el primero se refiere a la estabilidad macroeconómica, reconociendo que el control de la inflación es fundamental para estimular el crecimiento de la economía, tasas bajas de inflación permiten fortalecer el poder adquisitivo del ingreso y estimular la inversión. En este aspecto hay que continuar con las reformas estructurales de la economía para estimular el ahorro y la inversión.

Desarrollar un sistema financiero competitivo

El segundo aspecto se refiere a la estabilidad del sistema financiero propiamente dicho, reconociendo que un sistema financiero competitivo permite una asignación más eficiente de capital y que al lograr un nivel más alto de tasas de interés reales se estimula el ahorro y se incrementan los fondos disponibles para financiar la inversión. Hay que continuar trabajando en la competitividad del sistema.

En este orden de ideas, Nicaragua ha avanzado con esfuerzo en el establecimiento del orden macroeconómico. Podrá cuestionarse que aun hacen faltan mayores acciones en política fiscal para solventar el déficit de las empresas públicas, lograr la eficiencia del gasto, revisar los subsidios y los tratamientos preferenciales de impuestos, pero Nicaragua sigue el camino correcto de la estabilidad consistente con los objetivos del desarrollo humano y del crecimiento económico.

Nicaragua debe continuar fortaleciendo su Sistema Financiero Nacional. La estabilidad financiera pasa por el fortalecimiento institucional, la eficiencia operativa y el reforzamiento de las normas prudenciales de supervisión, incluyendo la macro supervisión del sistema.

Nicaragua es un país pequeño y cuenta con una pequeña cantidad de instituciones financieras. Todos los bancos tienen lazos regionales. Inclusive, restan dos bancos en Nicaragua que no tienen participación regional, pero que son de capital nicaragüense. El resto no es de capital nicaragüense y han sido comprados por bancos internacionales más grandes, los cuales vienen a fortalecer la base de capital. No se está discutiendo si los bancos tienen el capital suficiente, la misma Superintendencia dice que todos lo tienen, todos cumplen con los capitales, con los requerimientos mínimos, pero tienen un respaldo mayor al pertenecer a instituciones más grandes, entre ellas unas colombianas.

El mismo expositor de Colombia señaló que mediante los estudios y seguimiento que hacen incluyen un seguimiento de cuál es la situación de las inversiones que tienen en Centroamérica. Los otros pertenecen a otros tipos de bancos, pero aun los que son de capital nacional tienen participación y están extendidos a nivel regional.

Cabe señalar que Nicaragua, siendo el más pequeño de los sistemas financieros de la región, ha sido siempre el pionero en cuanto a salir de las fronteras y extenderse a nivel regional, por eso tal vez, cuando vinieron los bancos internacionales más grandes, vinieron porque Nicaragua se había extendido.

Eso lleva a otra situación y es la necesidad de vigilar. El Superintendente ha mencionado los esfuerzos que se han hecho de tener una coordinación a nivel regional de la Superintendencia para poder saber qué es lo que está sucediendo no solo en los bancos de Nicaragua, sino en toda la región. Debemos preguntarnos ¿cuáles son las posibilidades de contagio que puedan existir si de repente un banco X, no en Nicaragua, tiene problemas en otros países? ¿Esta situación contagiará a un banco de Nicaragua? y si fuera así, se corre el riesgo que esto se traspase al resto de nuestro sistema.

No es un problema de supervisar y vigilar qué es lo que está sucediendo con los bancos a nivel local, sino que se debe observar lo que está sucediendo con los bancos en otros países, es decir, ¿si un Banco en otro país tuviera problemas, va a tener un efecto sobre Nicaragua? es un reto que tendría que adelantarse.

Los retos que quedan es que la estabilidad financiera es algo que se necesita tener, es una condición necesaria y tanto el Banco Central y la Superintendencia a lo que están dirigidos es a vigilar la parte asociada al riesgo, eso está bien. Lo segundo es que no se debe de pensar en estabilidad financiera solo en Nicaragua, sino que esto va más amplio y que la estabilidad financiera pasa por una serie de situaciones que no hay tiempo para analizar, pero que en Nicaragua necesitan fortalecerse, en lo que es la dirección del crédito, la tasa a la que está creciendo el crédito desde el punto de vista de riesgo, siendo que la concentración básica está en los bancos, en los créditos de consumo, en los que el riesgo no es solo entre personas, sino por sectores al que está dirigido.

¿Qué pasa cuando existen problemas a nivel económico general?

El primero que sufre es el crédito de consumo y si se tiene una concentración alta en este sector, ahí es donde se va a tener problemas, por eso se tiene que supervisarlos más. El reto principal es: cómo se hace para canalizar los recursos a otros sectores que no sean el de consumo, que en el caso de Nicaragua es exagerado.

Dos puntos. Uno es el de la dirección del crédito. Efectivamente, en Nicaragua algunos medios y hasta cierto punto el Gobierno cuando se refiere al sector productivo está hablando del sector agropecuario. Sin embargo, no es a eso lo referido. Existe todavía una enorme concentración de crédito de parte de los bancos en el consumo. Ha habido cierto mejoramiento, pero se está lejos de llegar a lo que se quisiera y esto no es por razones que alguien quiera desestimular el consumo.

Lo que este país necesita es crecimiento para poder luego reducir el desempleo y poder de esa manera combatir la pobreza. Lo que se necesita es que la gente trabaje, que tenga ingresos, que salga de la pobreza, pero eso conlleva riesgos. Por lo tanto, se necesita del Estado, del Banco Central y de las autoridades supervisoras. No es que se empiece a dirigir el crédito, aunque ellos estén en contra de lo que es las reglas del mercado, pero sí se necesita tomar algunas medidas siempre dentro de la libertad de mercado para que se puedan dar estas situaciones.

Pero el asunto del crédito no solo es un tema de flujos de recursos. La creencia que entre más aumente el crédito más aumentará la producción, no es totalmente cierta, sino se observa la asignación eficiente de los recursos. Varios sectores de la economía nicaragüense enfrentan serios problemas como la deficiencia productiva y esto debido a la baja tecnificación, así como la falta de infraestructura y servicios públicos.

No solo se trata del riesgo frente a los fenómenos naturales, sino que se trata de la cultura arraigada en este sector, lo cual refleja una baja productividad, pérdidas en el proceso productivo, costos elevados de producción, por supuesto la escasez de créditos en los pequeños y medianos productores.

Se puede realizar la pregunta ¿cómo hacer para que el crédito rinda más en términos de producción?, es decir, ¿cómo se aumenta el crédito en términos reales? Aquí se está pensando en la responsabilidad compartida del sector privado y público y el Gobierno debe destinar mayores esfuerzos para aumentar la competitividad de la economía a través de la inversión en carreteras, caminos, energía eléctrica y otras inversiones que favorezca la reducción de costos de transacción en los pequeños y medianos productores. Esto reduce el riesgo productivo, pero el Gobierno debe insistir en el rediseño de la banca estatal para la producción, como la están haciendo en otras regiones del mundo. Por parte del sector privado, los bancos deben ser capaces de generar nuevos productos financieros que favorezcan a todos los sectores productivos del país y estimulen el ahorro con tasas de interés reales.

En cambio, la evolución del crédito se debe seguir analizando en un contexto de largo plazo. Sin los cambios estructurales necesarios en el sector productivo la expansión del crédito corre el riesgo de ser inflacionaria, que no genera una contraparte productiva, aumentando de esta manera la masa crediticia para producir más de lo mismo.

Esto viene a lo que se había dicho que la estabilidad financiera es un instrumento, es una condición necesaria para lograr lo que son los objetivos del país. No se puede obviar, no se puede apartar que estabilidad financiera se va a tener solo si se tiene una situación macroeconómica estable y un país en crecimiento. Si el país entra en problemas, el sector financiero está en grandes problemas. Ahí lo que se tiene que tener es un instrumento para prever cuáles serían los efectos que tendría y cuáles serían las medidas que podrían tener para poder soportar estos problemas de la mejor forma.

Nicaragua pudo sortear la crisis de una buena manera, se podría decir que mejor que otros, aunque puede ser consolación de tontos. Tampoco es que se puede decir que eso da orgullo, pero sí fue sorteada mejor que otros.

Llamó la atención en otra presentación que varios países más grandes que Nicaragua han tomado medidas con intervenciones regulatorias que aquí cada vez que alguien menciona eso, pegan el grito y empiezan a decir: intervención estatal. El Estado tiene a través de los entes como el Banco Central y la Superintendencia, no solo el derecho, sino la obligación de estar viendo cómo se toman las medidas para que se pueda sortearlos de la mejor forma. Esos sí son retos que aquí se deben de tener en cuenta.

Tal vez los bancos están dirigiendo recursos hacia el consumo, a corto plazo, porque no tienen los recursos de largo plazo necesarios para poder atender crédito productivo en los términos y condiciones que se requieren. Eso lleva a que es necesario pensar en la banca de fomento, que antes era tabú y de repente se volvió a retomar. En otros países, la banca de fomento funciona eficientemente, en especial la banca de fomento dirigida a intermediar recursos por vía de largo plazo para poder dirigirlos en esos términos que son los que efectivamente se necesitan. Porque aquí la banca está dependiendo demasiado de depósitos estatales y es algo que se tiene que comenzar a ver, porque en un momento se los van a pedir, eso puede crear problemas de finanzas.

Visión nacional respecto a la estabilidad financiera

*Luis Rivas Anduray
Director Ejecutivo y Gerente General
Banco de la Producción*

Las preguntas planteadas por el Superintendente son: ¿Cuál debería ser la visión nacional en relación a la Estabilidad Financiera? ¿Es viable o no el tema de Basilea III y si los bancos están preparados para las recomendaciones de Basilea III? ¿Qué elementos podrían propiciar el aumento del crédito de los sectores productivos? ¿Qué aspectos se deben de tomar en cuenta para la política macroprudencial en Nicaragua? Todas estas interrogantes serán elaboradas desde el punto de vista bancario.

La estabilidad financiera es imprescindible para el correcto funcionamiento de la economía y facilita un clima de confianza para todos los actores de la sociedad. Se puede definir de diferentes maneras, pero se hablará desde el punto de vista de qué es lo que podría causar la inestabilidad financiera, sobre todo de los riesgos sistémicos de los cuales podemos identificar dos: el riesgo cíclico y los riesgos estructurales.

Riesgos cíclicos y los riesgos estructurales

El riesgo cíclico asociado con el ciclo económico es el de mayor relevancia en el caso nacional y esto a pesar de ser banquero, que ese riesgo cíclico está relacionado con auges de crédito, es decir, cuando el crédito crece demasiado por encima del potencial de la economía, dos de cada tres veces resulta en una crisis financiera o en un deterioro económico.

El tema principal es cómo regular. No se está hablando de controlar el crédito, sino más bien de cómo regular la amplitud de los ciclos de crédito, porque los especialistas estiman que la amplitud de los ciclos de crédito es 5 a 6 veces mayor que la amplitud de los ciclos económicos.

Hasta los banqueros más responsables dentro de un contexto del sistema financiero a veces se dejan llevar por estas olas del auge de crédito, sea por la competencia, porque los que son menos responsables están creciendo rápido, tratan y crecen más del potencial de la economía. Esto inicia una competencia grande entre los bancos: bajan tasas, quitan clientes y los otros banqueros que tal vez no quieren crecer tanto se ven de alguna manera obligados a preservar su base de clientes y es difícil controlar ese crecimiento del sistema financiero.

Sobre los riesgos estructurales, las autoridades han diseñado una serie de políticas macroprudenciales las que operan a través de las hojas de los bancos, emitidas por la Superintendencia de Bancos y de Otras Instituciones Financieras, al igual que las que afectan la calidad del crédito. Esto es así porque en estos auges de crédito se deteriora la calidad del crédito y no dictan los indicadores de crédito, sino en los términos en

condiciones de los créditos que se están dando. Así, empiezan los bancos a prestar con menos colateral o empiezan a prestar con menos cobertura de las hipotecas o de otros activos que están respaldando esos créditos y esta facilitación del crédito conlleva a que, en caso de un detenimiento del crédito, los bancos estén más expuestos a un riesgo o causen un detenimiento del crédito de manera significativa.

Recomendaciones en el contexto de Basilea III

En este contexto, Basilea III ha emitido una serie de recomendaciones que tiene dos componentes, uno de capital y otro de liquidez. En el de capital se debe establecer un coeficiente mínimo de apalancamiento, porque lo que sucede es que durante los auges de créditos los bancos tienden a apalancarse más y poner menos capital. Por lo tanto, uno es establecer un coeficiente mínimo de apalancamiento y un colchón mínimo de capital.

Sobre la información disponible del sistema financiero y sobre la institución que dirijo, si se observa, a como Basilea lo contempla, una gradualidad en la implementación se debería de ir caminando en esa dirección y sería para prevenir estos problemas en los ciclos crediticios. Es básica la no discrecionalidad de parte de las autoridades en la implementación de estos principios. Basilea establece ciertas cosas y a veces a la hora de establecer la normativa se amplifican y se hacen más duras y se tiene que tomar en cuenta, del lado bancario, el impacto que esto pueda tener en una contracción no deseada del crédito. Es decir, se tiene que ir haciendo de forma gradual, que los bancos lo vayan asumiendo poco a poco en el tiempo y no constituya una desaceleración del crédito a la actividad económica. En base a las cifras del sistema financiero y a las propias, los bancos están preparados para el tema del componente de capital de Basilea.

Sobre el tema de liquidez de Basilea, se debe de estudiar con mayor profundidad en el caso nuestro y analizar si amerita implementarse en este momento, porque las normas de liquidez que se tienen son robustas y los bancos pasaron una prueba de fuego que fue la crisis financiera y los bancos grandes sobre todo estuvieron líquidos durante la crisis. Habría que analizar si pedir la liquidez adicional a los bancos no causaría mayores sobre encajes, causando un deterioro en el crecimiento del crédito. El componente de liquidez hay que analizarlo con más cuidado, las medidas que se tienen han sido robustas y probadas.

Se debe ver si el sistema incluye a los bancos y a las autoridades, se tiene que estudiar las cosas en conjunto, implementarlas de la manera más conveniente. Se debe de observar qué es lo que están haciendo las instituciones financieras respecto al riesgo sistémico, cuando suceden estos auges de crédito y tener más discreción en el control de ese crecimiento.

Medidas en la implementación de Basilea III

Se debe estudiar qué medidas están tomando los bancos para contrarrestar cualquier eventualidad sobre un decrecimiento de crédito. Se hablará un poco de las medidas que se están tomando como Bancos y así se puedan definir cómo se puede implementar Basilea.

Primero, las normas no contemplan que los bancos tengan provisiones genéricas contra los ciclos de créditos. En algunas ocasiones, algunos bancos utilizan estas provisiones, pero no son deducibles de impuestos. Lo que es deducible de impuestos son las provisiones que son aprobadas por la Superintendencia de Bancos, se debería incluir en las normas la posibilidad que los bancos puedan tener provisiones anticíclicas, porque al no tener tanto control sobre crecimiento en las provisiones anticíclicas pueden dar un colchón en contra del deterioro del crédito que pueda suceder durante la desaceleración del crédito. El Sistema Financiero Nacional en general y Banpro en lo particular cuenta con una política anticíclica entre 10 y 20 por ciento de las utilidades mensuales anuales. Es decir, entre uno y dos meses de utilidades netas, en una provisión genérica que no la deducimos de impuestos, porque no está dentro de las normas contempladas, pero que da la tranquilidad de dormir tranquilos en la noche.

Segunda, contar con una política interna de liquidez. Banpro es parte de un grupo regional y este grupo regional tiene una política de liquidez para todos estos bancos que es más severa que las normas del país, inclusive que Basilea III. Esta política contempla un colchón de liquidez aparte del regulatorio, que consiste en asumir la salida del 25 por ciento del total de depósitos a la vista y de ahorro y el 100 por ciento que es de 0 a 30 días. Exige a los bancos tener 25 días para enfrentar esta salida de depósitos. Eso es robusto y permite tener indicadores de liquidez por arriba del 35 por ciento. Da una tranquilidad poder estar creciendo en el crédito.

Tercero, proteger el patrimonio de una devaluación eventual. Algunos otros bancos del sistema son consistentes en eso, otros no tanto, pero Banpro tiene la política respecto a que la posición en dólares debe ser equivalente del 100 por ciento del patrimonio.

La última que es tratar de no utilizar deuda subordinada para crecer, en el balance de Banpro se tiene un millón de dólares en deudas subordinadas y no se contratan deudas subordinadas para crecer. El problema de la deuda subordinada es que se vuelve un tema que es necesario capitalizar al banco y es mejor crecer un poco menos y no contratar esa deuda, esa es una política interna nuestra del Banpro.

Sobre el crecimiento de crédito productivo, primero que el sector productivo a veces solo se toma en cuenta como el sector agropecuario. Pero el crédito productivo es más que eso. A veces existen empresas pequeñas y medianas que tienen una casa y piden un crédito hipotecario de un camioncito para distribuir los productos. Eso es crédito productivo, eso está clasificado en la cartera como crédito de autos o como créditos hipotecarios.

De manera que si se ve el crédito productivo que va a actividades productivas en el país, tiene un porcentaje arriba de 50, 60 por ciento de todo el crédito del país. Si se habla del sector productivo como el sector agropecuario la banca solo atiende alrededor del 10 y 12 por ciento de todas las áreas cultivadas del país.

Se atiende solo el 10 o el 12 por ciento de las áreas cultivadas del país, pero eso se traduce en la mayor parte de la actividad agrícola generadora de divisas del país. Lo que no se está

atendiendo son las grandes áreas que están siendo sembradas de arroz de secano, frijoles y maíz y que constituyen más del 60 o 70 por ciento, hasta 75 por ciento de las áreas cultivadas del país.

No se están atendiendo porque lo que impide incursionar en estos sectores son una serie de barreras estructurales, que no tienen que ver con la regulación. Entre esos temas se tiene el tema de los contratos, los cuales no están bien establecidos, como el caso del azúcar, maní, café. Está la falta de preparación para los cambios climáticos. En el caso de la sequía, las áreas de riego en el pacífico son alrededor del 3 por ciento de las áreas cultivables, 3, 4 por ciento apenas. El riego no se puede aumentar, es un tema estructural donde los dueños de las tierras no son los que la producen, no existe un incentivo ni de los que producen, ni de los dueños para invertir en riego.

El exceso de lluvias y los seguros. Existen seguros y podrían utilizarse de manera masiva, pero todos estos seguros requieren que exista un centro de medición pluvial en una vecindad de las áreas que se están cultivando y en Nicaragua no se tiene suficientes centros. Existen lugares donde se podría tomar seguros, pero no existe medición pluvial. Ese es un problema, tiene que aumentar la zona, eso debe hacerse en conjunto y es un tema estructural.

Los derechos de propiedad son clave para financiar estas actividades. Hay una gran cantidad de tierras que no pueden darse en colateral y no pueden ser financiadas por los bancos. No necesariamente no están siendo financiadas, que las están atendiendo otras entidades financieras a una tasa alta, pero se tiene que poder resolver el tema de la propiedad para que exista una mayor seguridad jurídica en esas propiedades y puedan ser objeto de hipoteca para poder financiar la explotación agrícola.

Visión desde el usuario de crédito

José Adán Aguerri

Presidente

Consejo Superior de la Empresa Privada de Nicaragua - COSEP

Estabilidad macro y crecimiento ejes para enfrentar la pobreza y el desempleo

El Dr. Conrado hablaba de la reducción de la pobreza. El sector privado siente que la estabilidad macroeconómica y la consolidación del crecimiento económico son ejes de ataque fundamentales para poder enfrentar los dos problemas más sentidos que se tiene en este país, que son la pobreza y el desempleo.

Se tomará el punto de vista no del banquero, sino desde la visión del usuario del crédito, del que demanda el crédito. En ese sentido, aunque trabajé algunos años en el sistema bancario. Sin embargo, desde el sector privado que representa COSEP, desde las organizaciones que están buscando cómo acceder al crédito, lo que se tiene que señalar es cómo se está viendo la situación financiera, la situación del crédito que en este sentido el sector privado siente todavía poca profundidad y limitado acceso al financiamiento, los cuales son obstáculos al desarrollo económico.

Desde ese punto de vista, la vivencia histórica a nivel global muestra que los países que han logrado desarrollar y profundizar sus mercados de capitales han gozado de tasas de crecimientos más altas y de mayores niveles de ingresos per cápita en el largo plazo. Nicaragua en esto tiene que apostar por un crecimiento en el mercado capital y que sea bajo un marco de transparencia y con la regulación adecuada. Sin embargo, se ve al sistema financiero sólido y concentrado y se puede decir que ha habido desde los años 80 para acá 4 etapas del sistema bancario: la etapa de la banca estatal, la etapa de regresar a banca privada, luego las dos crisis que se han tenido, la crisis del 2001, 2002 y luego la crisis del 2009 con el Movimiento No pago ha sido la última etapa de la concentración. Desde ese punto de vista, se tiene un desarrollo de mercado de valores que es incipiente, eso a su vez hace que la utilización de instrumentos alternativos financieros sea todavía acotada. Se habla de instrumentos como los fideicomisos financieros, como las sociedades de garantías recíprocas, como los fondos inmobiliarios, por supuesto nuestro acceso al mercado internacional es limitado.

Esta semana ha estado en los periódicos el tema que Moody's ha mejorado la calificación de Nicaragua, tema que era un esfuerzo que se ha venido haciendo apenas a partir del año pasado desde el sector privado con el sector gobierno, con organismos multilaterales, lo que se busca es como acceder a más créditos con tasas más bajas, eso no se va a lograr hasta que se mejoren ese tipo de calificaciones.

Sistema financiero sólido y concentrado

Cuando se habla del grado de penetración en el mundo, el grado de penetración de los servicios financieros en relación a la razón de crédito contra PIB en Nicaragua es 32 por ciento cuando el promedio mundial es 130 por ciento. Se tiene un tema ahí por recorrer, un desafío por recorrer. Se habla que la crisis en el período 2000-2001 trajo estos cambios al sistema e hizo un sistema concentrado y que la bolsa de valores todavía es 98 por ciento pública, 2 por ciento privada.

El Dr. Rivas habló de los problemas, se han mencionado los problemas de titulación, de registros de propiedad, de la informalidad, que es un problema serio en el país (65 por ciento de esta economía es informal), la recurrencia de la crisis y que eso afecta es la pequeña escala de las unidades. Nicaragua es una economía de pequeñas escalas, las unidades siguen siendo pequeñas. Aquí 2 mil empresas representan el 90 por ciento de la contribución fiscal del país. Existen 24 mil empresas que representan apenas el 8 por ciento, estos son las limitantes que se tienen.

Solo para dar una idea, la cifra que se tiene hasta el año 2001, el 31 por ciento de los tenedores de tierra están en situación irregular en este país. Esto hace que se tenga falta de liquidez en las empresas, por tal razón se ve que los créditos productivos se dirigen más hacia el sector personal que hacia el sector comercial.

El Dr. Rivas hablaba de cifras y las cifras de Julio del 2013 a Julio del 2014 dicen que el 60 por ciento de la cartera de este país va al sector comercial, va al sector personal y va al sector de tarjetas de crédito. El 40 por ciento va al sector agrícola, al sector ganadero, al sector industrial y al sector hipotecario, eso ha mejorado, porque el año pasado a Julio del 2013 era de 64 por ciento la que iba a comercio, personal y tarjetas de créditos es 60, es decir, subió a 40 por ciento un poco más en este tipo de carteras.

Se ha señalado que existe trabajo por hacer, ir hacia los microcréditos, hay que profundizar en el tema de la supervisión. Se debe reconocer que después de la crisis que tocó vivir con el Movimiento No Pago se trabajó desde el sector privado con el Banco Interamericano de Desarrollo y el Gobierno en una nueva ley de microfinanzas que tiene Conami funcionando y que está empezando a revertir el daño que causó. Se estima que la Superintendencia de Bancos^u tiene que ir hacia una visión y aquí sin querer inmiscuirnos, pero dejando clara esta posición que se debe de mantener ese marco de supervisión prudencial, pero que se tiene que fomentar la expansión del crédito.

De nuevo, si se quiere reducir la pobreza y generar empleos, se tiene que ir en esa dirección de buscar cómo tener políticas que equilibren la expansión de crédito, porque al final nada va a servir que sea el sistema más estable, sin que se vean las respuestas a los problemas más sentidos.

Los promedios esconden grandes desviaciones entre instituciones

Otro punto al cual hacer referencia en este sentido y siguiendo la línea de lo que mencionó uno de los panelistas, es que a veces los promedios esconden o pueden ocultar grandes

desviaciones que puede haber entre instituciones. Uno se puede ahogar en un río si no sabe nadar, en un río de un metro de profundidad, si tiene algunos lugares de cinco metros y otros de medio metro, a veces se pueden tener buenos promedios a nivel del país, pero se pueden tener instituciones que tal vez no lleguen y no satisfagan los estándares que tal vez se quieren, que tienen que ser más altos en el contexto de Basilea.

Se tiene que observar la adecuación de capital y liquidez y monitorear si todas las instituciones, en este mundo complejo por todas las interrelaciones, pueden soportar choques externos e internos. Esto solo puede saberse con un buen modelaje de riesgo. Se está moviendo en esa dirección, todavía existen caminos por andar en esta área.

Hace años tuve que modelar el riesgo de una cartera de un banco estatal agrícola. Es un modelaje sencillo, pero que revelaba que esa cartera tenía un altísimo riesgo por el alto apalancamiento que estaba dando a un sector, que en efecto poco tiempo después de haber hecho este trabajo el sector entró en una mora y tuvo que condonarse la deuda. El Banco Central tuvo que intervenir y me acuerdo que el Presidente del Banco Central de este país decía: se está en una situación que se está privatizando las ganancias y socializando las pérdidas, por el alto apalancamiento que estaba dando a un sector específico. El hecho que se esté avanzando mencionaba el Superintendente es el monitoreo de estos riesgos a nivel de sector, la interrelaciones a nivel regional, se va en la dirección correcta, no va a ser un camino fácil, pero un camino necesario.

¿Cuáles son los modelos de política monetaria? Como se mencionaba, el régimen cambiario es la estabilidad de precios, se ha venido estableciendo la tasa de deslizamiento en descenso y ha estado en 5 por ciento durante años. Algunos critican o argumentan que no se está dando flexibilidad a la economía, porque llueve, truene o relampaguee ahí está el 5 por ciento de deslizamiento, exista crisis o no exista crisis ahí se tiene el deslizamiento. La economía se ajusta por otros factores.

El enfoque es que el ajuste va por importaciones, por ahí es donde se ajusta. Cuando existe un desequilibrio interno en la economía, o la variable que refleja incluso la demanda agregada y el gasto agregado son las importaciones. Si hay importaciones en la economía es que hay gasto y si son pocas las importaciones es poco el gasto. Ese es el enfoque. Anclado el tipo de cambio o anclado a una meta de reservas internacionales y la política fiscal, actuando coordinadamente para alcanzar esos objetivos. Las otras variables y la inflación terminan siendo un resultado fuera del control del BCN, pero sí es un resultado del esquema económico monetario con que se cuenta.

Tareas pendientes

Para finalizar, se mencionan las tareas pendientes. El sector privado siente que se tiene que hacer un esfuerzo en corregir los derechos de propiedad, el fomento a la cultura de pago y este es un tema fundamental, las deudas asumidas deben ser honradas, junto con las mejoras en el acceso a la información, se requiere la promoción de innovaciones que ayuden a reducir las limitaciones de la falta de colateral y la pequeña escala. Aquí se tiene que hablar de préstamos grupales y de fondos de garantías, la utilización de fideicomiso financiero como alternativa al sistema bancario tradicional, la coordinación de la Bolsa de

Valores de Nicaragua con la Bolsa de Valores de la región y la mayor difusión del Sistema de Garantías Recíprocas.

Algo que se ha venido discutiendo con el gobierno y es que, en el tema de Basilea, uno tiene que saber cómo ir en la dirección adecuada. No se puede pretender imponer sistemas del primer mundo y ser los primeros, cuando se es todavía país del tercer mundo y se tiene que ir a la velocidad que lleve esa gradualidad.

No se entienda mal. No es que se está diciendo que no se tiene que ir hacia allá; se tiene que ir hacia allá, pero se tiene que saber hacer en el momento oportuno. En ese sentido, Basilea, aunque va a fortalecer por un lado el sistema, no siempre va a responder a las nuevas situaciones que va a provocar ese cambio. Así, ¿Quién va a garantizar que no se va a tener falta de crédito a las PYMES, una vez que se implemente Basilea III a como se está planteando? Este es otro tema que se tiene que ver, de dónde va a salir el crédito a esos miles de empresas que se tienen, la acentuación que esto puede provocar en la deuda soberana puede significar de mayores costos para los bancos, eso como se va a traducir en mayores costos financieros para los créditos.

Así es que son retos que están ahí, por supuesto se necesita mantener esta estabilidad financiera, pero se tiene que observar hacia ese sector que es el que va a asegurar que este país siga dando respuestas a esa reducción de pobreza y generación de empleos.

Gobernabilidad de las instituciones financiera

Eduardo Luis Montiel

Catedrático

Instituto Centroamericano de Administración de Empresas INCAE

Avances en las regulaciones

Existen tres realidades que hay que tomar en cuenta. La primera realidad es que ha habido enormes avances en las regulaciones en toda la región, pero en Nicaragua, se tiene un sistema más sólido y mejor supervisado de lo que teníamos hace cinco, diez años. La segunda realidad es que se está mejor en la solidez financiera de las instituciones. Los informes que mencionaba el Superintendente lo demuestran.

Existe una tercera realidad, que fue presentada sobre todo por el Representante del Fondo Monetario, el Dr. Walsh, que decía que se está entrando a un mundo más complicado, con menos crecimiento tanto en América Latina como en el resto del mundo. Mencionaba algunas áreas problemáticas de mercados emergentes en Europa y otros países, una mayor volatilidad de la existente y una casi segura alza en tasas de interés por el hecho que no pueden bajar más en esos países. Se está entrando a un mundo más complicado y es cierto, en la línea de lo que mencionaba el Dr. Conrado, tener estas barreras de monitoreo y reconocer que existe una transmisión de crisis de un país a otro.

Cuando se habla de integración financiera, solo se piensa en la integración de los sistemas de los mercados financieros y se olvida de un componente que es la integración de los clientes. Una multinacional que no operaba en Nicaragua, que casi llega a la bancarrota, que se podría haber llevado por delante algunos sistemas financieros, por lo menos, algunas instituciones financieras de la región.

Esta multinacional y no voy a mencionar el nombre, pero el caso está documentado, tenía el incentivo que podría pedir el crédito local, el máximo, siempre y cuando no se pidiera el recurso a la casa matriz, tenía un incentivo perverso, porque los ejecutivos de esta multinacional eran medidos por cuántos dividendos trasladaban a la matriz regional Latinoamericana y ésta los trasladaba hacia afuera. Lo que acabó sucediendo fue un alto apalancamiento a nivel local a nivel regional y a nivel incluso de la matriz los llevó al borde de la bancarrota, el precio de la acción pasó de cerca de 80 dólares a un dólar por acción.

Algunos dijeron que no iba a sobrevivir. Gracias a Dios que se reestructuró, pero lo interesante del caso y la razón de mencionarlo es que en ese momento no fue detectado, ni por los supervisores a nivel de Estados Unidos, ni los supervisores regionales, ni los locales.

Se ha avanzado en este sentido para evitar este tipo de problemas, pero el mensaje es que el conocimiento a fondo de los clientes, que el Superintendente mencionaba, de las empresas que cada vez están regionalmente más integradas, como decía el Dr. Conrado, el problema en un país puede ser transmitido, si no se toman las medidas necesarias.

El crédito no va a solucionar todos los problemas

Existen sectores que tienen problemas de tecnologías, infraestructura, propiedad, de contrato, el crédito no va a solucionar estos problemas. Incluso, los puede hacer peores, puede excluir a sectores enteros del sistema financiero. Eso se ha visto en país tras país, incluyendo a Nicaragua y se deben de atacar estos problemas de raíz y a veces una banca de fomento sí puede servir para atender a estos sectores y ayudarles a salir adelante, pero estando claros que el crédito por sí solo no va a ser la solución y puede hacer los problemas aún peores.

Un segundo punto es sobre la liquidez de capital. En Basilea siempre se mencionan los requisitos de liquidez y los requisitos de capital. Se debe saber si en Nicaragua son lo suficientemente robustos los índices en todas las instituciones. Un temor es que no se sabe si todas las instituciones tienen la posibilidad de poder sobrevivir choques de diferente naturaleza como el mencionado por el Dr. Conrado, del retiro de los depósitos por parte del Estado. Existen escenarios que no hay forma de conocer. Se puede especular, pero hay que verlos a nivel de cada institución.

Se puede especular sobre los problemas del sistema, preguntarnos si ¿puede haber una contaminación, si sucede alguno de estos choques y no pueden responder? uno de los retos que tiene la Superintendencia por delante, implícita en la presentación del Superintendente, es el tema de llegar a determinar de una forma tal vez más sofisticada, requisitos de liquidez y capitales. Estoy de acuerdo con lo que decía el Dr. Rivas, que no se puede tomar algunas medidas sin ver, sin analizar todas las implicaciones que tiene.

Para analizar el último punto, Basilea III, tiene una enorme cantidad de implicaciones y coincide con lo que decía José Adán Aguerrí. No se puede adoptar todas las medidas en la que todos los países han estado en una discusión sobre el ritmo al cual se deben adoptar, pero sí hay una dimensión específica aparte de la liquidez y el capital mínimo que siempre surgen en Basilea III. Es el tema de gobernabilidad en las instituciones financieras y de hecho eso aparece en los informes del BIS (Banco Internacional de Pagos, por sus siglas en inglés) que hizo recomendaciones al respecto, las hizo en el 2006, en el 2010 después de la crisis y ahora acaba de sacar un informe en el 2014.

En el último informe de comienzos de este año dice lo siguiente: la buena gobernabilidad es esencial para la confianza de instituciones financieras, la pobre gobernabilidad puede contribuir a la crisis financiera. De hecho, define la gobernabilidad como la forma que se distribuye la autoridad y las decisiones en una institución, cómo se toman las decisiones, cuáles son los procesos. Este es el reporte de este año y esto no es sobre Nicaragua, esto es a nivel mundial y algunas de las deficiencias observadas responden a procesos bancarios

que no estaban completos o formalizados. Resultado de lo anterior, es que algunos equipos directivos subestimaron los riesgos inherentes a la estrategia de negocios de sus bancos y en consecuencia calcularon mal las necesidades de capital.

Deben de participar en el proceso de planificación diferentes expertos de los bancos, miembros de los departamentos comerciales, financiero, tesorería, planificación presupuestaria y planificación estratégica.

Es de pensar que las instituciones más fuertes y los grupos financieros más desarrollados que existen en Nicaragua tengan todos estos mecanismos. Saber si las 29 instituciones que existen en Nicaragua tienen esos mecanismos es un reto pendiente para la Superintendencia.

Retos de la política monetaria en Nicaragua



Roberto Campo (SECMCA), Alejandro Martínez Cuenca (FIDEG), Ovidio Reyes (BCN), Juan Sebastián Chamorro (FUNIDES), Néstor Avendaño (COPADES).

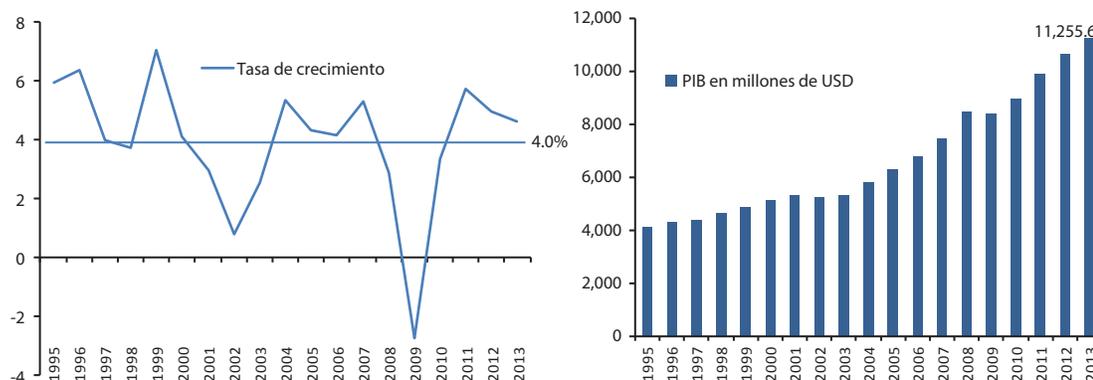
Política monetaria en Nicaragua: logros y retos

Ovidio Reyes Ramírez
Presidente del Banco Central de Nicaragua

La economía nicaragüense

La recuperación económica del país ha sido sostenida a partir de mediados de los noventa hasta el presente, como resultado de la implementación de un programa de consolidación fiscal, reformas estructurales y el aumento de la inversión privada. El PIB per cápita ha venido creciendo y la tasa de crecimiento del producto interno bruto ha estado por encima de 4 por ciento en promedio anual, es de las más altas de Centroamérica. Sin embargo, el reto de política radica en ¿Cómo dar el salto para poder alcanzar tasas mayores?

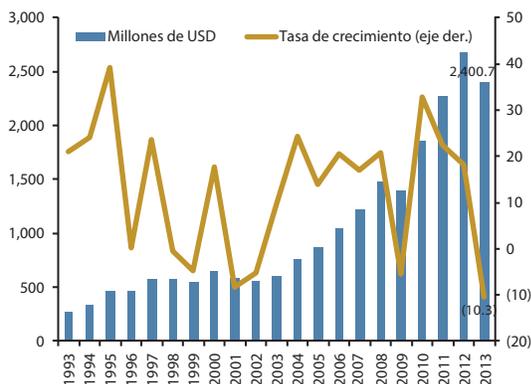
Crecimiento Económico Sostenido



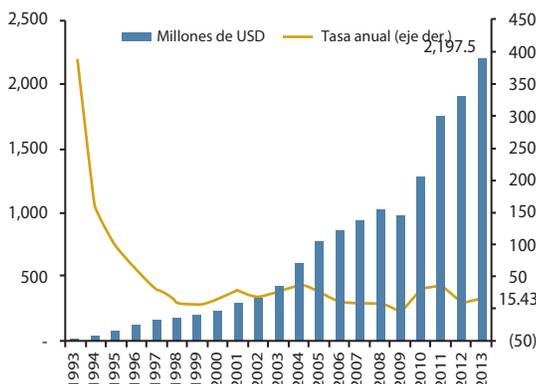
Una característica fundamental de nuestra economía es la dinámica que ha tenido el sector exportador, con mayor diversificación de productos ha venido abriéndose cada vez más e integrándose a los mercados y economías a nivel internacional.

Esas mejores condiciones económicas y la política comercial han incidido en la dinámica positiva de las exportaciones, que han tenido un crecimiento sostenido durante todo este período, tanto de bienes y servicios como de Zonas Francas. Esto le ha permitido al país andar por alrededor de los 4 mil 700 millones de dólares en exportaciones.

Exportaciones FOB de Mercancías
(dólares y porcentaje)



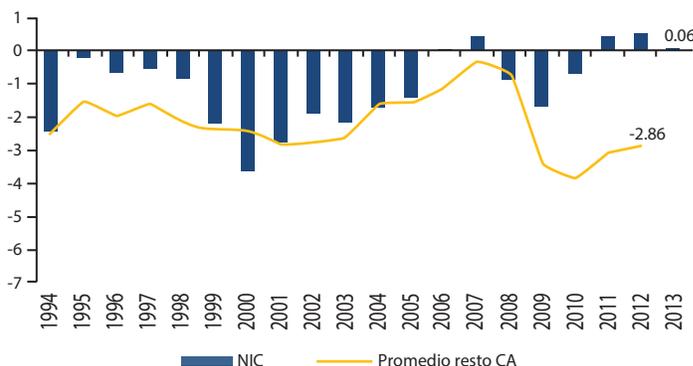
Exportaciones Zona Franca
(dólares y porcentaje)



La fortaleza de este crecimiento y de esta dinámica está sustentada en un proceso de consolidación fiscal que ha ocurrido durante todo este período. La disciplina fiscal, necesaria para el sostenimiento del régimen cambiario deslizando implementado desde 1993, ha permitido reducir los desbalances a través del control del gasto. Los déficits que se alcanzaron en la economía antes de los 3 últimos años eran considerables. En el año 2013 se obtuvo un ligero superávit en las cuentas públicas y una mayor estabilidad fiscal.

Esta consolidación fiscal es una de las mayores de Centroamérica. La economía cuenta con el déficit fiscal como porcentaje del PIB más bajo a nivel centroamericano. El déficit fiscal del resto de las economías de la región en promedio es de 2.86 por ciento del PIB y Nicaragua a diferencia, cuenta con una posición favorable.

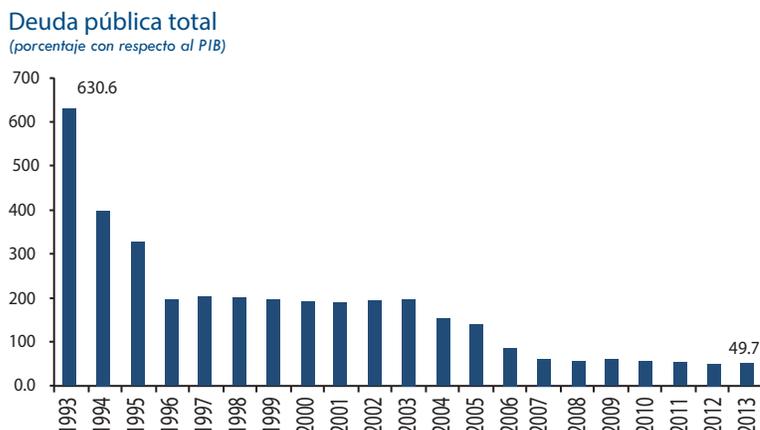
Resultado fiscal
(porcentaje con respecto al PIB)



La deuda pública aparejada a esta dinámica se ha reducido a niveles de sostenibilidad, después de tener niveles de insostenibilidad. El año pasado se tuvo 49.7 por ciento de deuda con respecto al PIB y se espera que para los años venideros continúe descendiendo. Esto ha sido posible por la implementación de la iniciativa HIPC y la consolidación fiscal.

Asimismo, se ha implementado una política de endeudamiento prudente, aún en períodos críticos, como la crisis financiera. Es decir, el Gobierno ha asumido un compromiso de mantener la estabilidad macroeconómica como base del crecimiento económico de largo plazo.

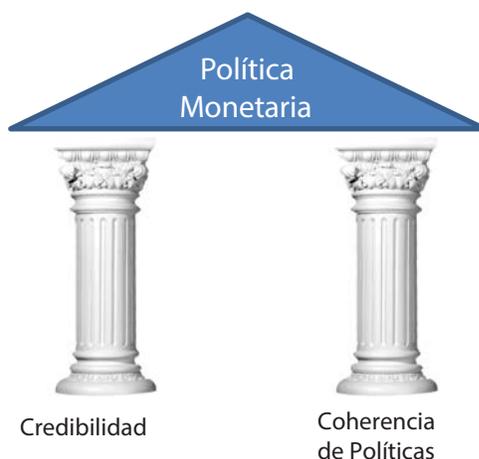
Se puede valorar que la combinación de un ambiente estable en términos financieros y fiscales, son condiciones propicias para el crecimiento del sector exportador. Además de una deuda pública en descenso son una combinación virtuosa para alcanzar tasas de crecimiento sostenibles.



Esquema de política monetaria

En este escenario, el esquema de política monetaria descansa en dos grandes pilares, en los cuales se ha invertido en todos estos años. El primer pilar es la credibilidad, obtenida a través de los resultados positivos en la estabilidad macroeconómica.

Está claro que, si los agentes económicos no creyeran en el sistema monetario, el Córdoba no sería aceptado, es decir, el sistema de libre convertibilidad no sería aceptado por los agentes. Por lo tanto, no funcionaría de la manera fluida como está funcionando. Esto ha sido un resultado de buenos momentos económicos que ha tenido el país, de los malos momentos que han sometido a estrés al sistema económico y del cual se ha salido bien.



El otro pilar que ha sido fundamental para la economía, es la coherencia y coordinación de políticas establecidas a través del Programa Económico Financiero (PEF) y consensos nacionales. El diálogo ha estado presente desde hace tiempo, no puede la política monetaria ir sola. Si la política monetaria fuera sola, no se podrían establecer las metas de reservas, eso se realiza dentro de un marco económico claro, que en el país se alcanza a

través del PEF y por los grandes consensos nacionales que se han venido alcanzando. Uno de los grandes consensos ha sido la libre convertibilidad de la moneda, el libre cambio de divisas. Otro gran consenso que se ha venido alcanzando es el equilibrio financiero. Esos consensos solo pueden ocurrir en el marco del diálogo que genera grandes acuerdos nacionales. Estos acuerdos nacionales son el pilar del éxito de nuestra política monetaria.

Operatividad de la política monetaria: instrumentos

¿Cómo funciona, en lo concreto? Se tiene un deslizamiento diario preanunciado que responde al enfoque monetario de la balanza de pagos. El proceso de ajuste de precios que induce o es inducido por el deslizamiento cambiario es preferible. Así lo ha sido en todo este tiempo y ha sido aceptado por todos los agentes económicos.

Ancla nominal: deslizamiento cambiario preanunciado

El tipo de cambio funciona como ancla nominal de precios, debido a dos razones: primero, indexación de los principales precios al dólar; segundo, elevado traspaso del tipo de cambio a precios.

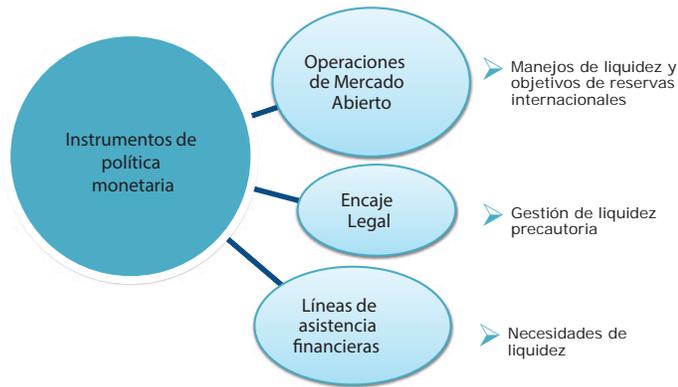
El tipo de cambio se adelanta, se preanuncia, eso constituye el patrón de referencia para toda la economía que mantiene o establece un piso para la inflación, o al menos establece una expectativa inflacionaria.

Ancla Nominal: Deslizamiento Cambiario Preanunciado



Para garantizar la libre convertibilidad de la moneda se busca mantener niveles adecuados de reservas internacionales (RIB/BM y RIB/importaciones). Esto se logra con los instrumentos de política monetaria.

Operatividad de la Política Monetaria: Instrumentos



El funcionamiento de este sistema depende de un adecuado nivel de reservas internacionales, por eso se establecen objetivos explícitos de metas de acumulación de reservas e instrumentos de política monetaria para alcanzarlos. Al mismo tiempo se instrumentan dentro del marco del PEF y la política fiscal para poder soportar las metas monetarias.

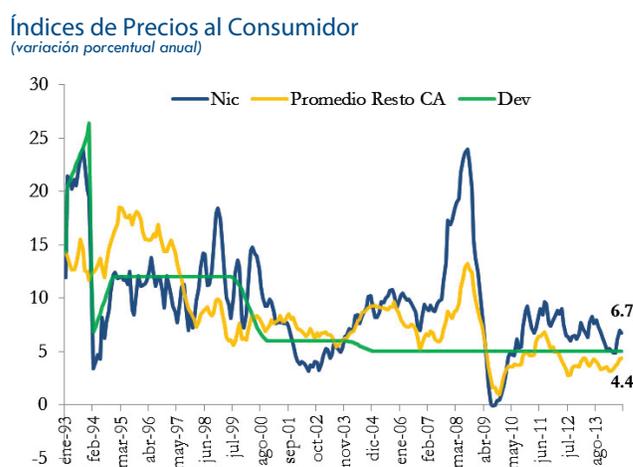
Los principales instrumentos de política monetaria son:

- i) Las operaciones de mercado abierto que se han venido realizando desde hace años. Desde el año 1995 se comenzó con pequeñas operaciones de mercado abierto, básicas para el manejo de liquidez, como objetivos de reservas internacionales.
- ii) El encaje legal que ha funcionado por tiempo, que está en 15 por ciento; en algunos momentos se han establecido encajes transitorios para poder apoyar a la posición de liquidez.
- iii) Se cuenta con líneas de asistencia financieras frente a cualquier evento que pudiese ocurrir. Las instituciones del sistema financiero pueden acudir al Banco Central como prestamista de última instancia.

El sistema de política monetaria es simple y complejo a la vez. Resumido desde un punto de vista general, los modelos de política monetaria como se mencionaba son el régimen cambiario y la estabilidad de precios. Durante años la tasa de deslizamiento se ha venido estableciendo en 5 por ciento, en descenso. Algunos argumentan que no se está dando flexibilidad a la economía porque, exista o no crisis, ahí se tiene el deslizamiento. Pero la economía se ajusta por otros factores, el ajuste va por importaciones cuando existe un desequilibrio interno en la economía. La variable que refleja incluso la demanda agregada y el gasto agregado son las importaciones, si suben las importaciones en la economía es que subió el gasto, si bajan las importaciones es que bajó el gasto. El enfoque es anclar el tipo de cambio o anclar un objetivo de reservas internacionales y la política fiscal actuando coordinadamente para alcanzar esos objetivos. La inflación termina siendo un resultado del esquema económico monetario con que se cuenta.

Logros de la política monetaria

Un logro de la política monetaria es la consolidación macroeconómica tanto a nivel monetario como fiscal, así como una activa política comercial que ha permitido una reducción del déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos, pero aún es de los más altos de la región. Se ha operado en todo este tiempo en un proceso de ajuste gradual, lento, porque acelerarlo significa someter a la sociedad entera a estrés, a problemas de generación de cuellos de botella, desempleo, reducción de gastos, que nadie quiere. Si se tiene la contraparte de financiamiento, se utiliza. Ha habido con el paso del tiempo una tendencia clarísima a la reducción del déficit de cuenta corriente.

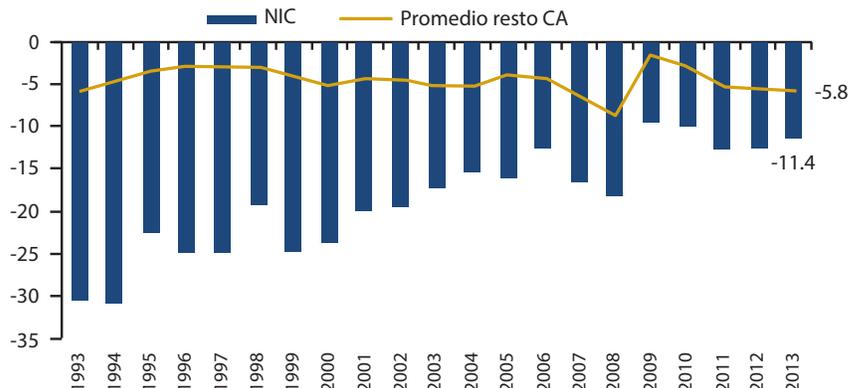


Algunos reclaman que el déficit de cuenta corriente está alto, pero se debe ir reduciendo despacio. Sería grave, en términos de la actividad económica real, pasar de un déficit de 11.4 a uno de 3.8, porque significaría operar un superávit fiscal fuerte o un ahorro privado fuerte, el cual podría frenar la economía.

¿Existen espacios para una mayor consolidación externa o reducción del déficit de cuenta corriente? Esa decisión ni siquiera se plantea a nivel del Banco Central. De hecho, el reto de una mayor consolidación externa no descansa en la política monetaria, sino en la política económica en general.

Cuenta corriente de la balanza de pagos

(porcentaje con respecto al PIB)



Logros del régimen cambiario: estabilidad de precio

Un logro es que la devaluación cambiaria ha funcionado como ancla de la inflación en el largo plazo. Sin embargo, se tiene una inflación que anda alrededor del 7-8 por ciento, en algunos años sube un poco más. Pero más o menos es una inflación que no llega a 2 dígitos. ¿Es posible reducir más la inflación sin sacrificar las exportaciones y la tasa de crecimiento económico?

En Centroamérica las tasas de inflación son más bajas que la de Nicaragua, pero se tiene en este momento una tasa de crecimiento más alta y las exportaciones con una gran dinámica. Lo que se argumenta es que debería haber más preocupación por una inflación más baja. La pregunta es: ¿A costa de qué? ¿Vale la pena dar ese paso? Nicaragua ha implementado un enfoque pragmático de su conducción de política y si algo está funcionando bien, ahí se queda ¿Para qué modificarlo? Ese ha sido el enfoque pragmático. No tiene sentido tratar de empujar algo que podría generar incertidumbre en su resultado, solo que exista mucha inseguridad, pero de lo contrario no valdría la pena hacer un experimento.

Logros de política monetaria: ganancias en reserva

La credibilidad y consistencia de la política monetaria en general y del régimen cambiario en particular; así como la consolidación fiscal han permitido una mayor acumulación y menor volatilidad de reservas internacionales. Ese es otro logro de la política monetaria es el crecimiento sostenido de las reservas internacionales.

Se considera que las reservas son una garantía para el funcionamiento general de la economía, no solo para la libre convertibilidad y para poder cubrir las obligaciones del sistema financiero con el público, sino que son un frente con los inversionistas extranjeros y un frente a la formación de expectativas de parte de todos los agentes económicos. Esta acumulación sostenida de reservas es explicada por el ajuste que se ha realizado, es decir, por el déficit en reducción, por los ajustes en la cuenta corriente. ¿Después de aquí qué? ¿Se requieren nuevos impulsos económicos para poder continuar acumulando reservas?

Se puede plantear esto de una manera más sencilla: si se detuvo el ajuste fiscal, eso fue lo que permitió acumular reservas internacionales ¿Cómo se va a acumular reservas internacionales en el futuro, si no existe ajuste fiscal? Esa es una buena pregunta y ahí es donde se está en diálogo con diferentes personas que ayudan a formular esta política monetaria y con los organismos internacionales discutiendo sobre ¿Cuáles son los nuevos elementos estructurales y la política monetaria que van a permitir a la economía sostenerse mediante la acumulación continua de sus reservas internacionales? Retos de la política monetaria

Retos de la política monetaria

Reto de objetivo: la misión del BCN

Respecto a los retos de la política monetaria, el Banco Central tiene una misión clara en su ley que dice: preservar la estabilidad de la moneda y el normal desenvolvimiento de los pagos internos y externos. La experiencia internacional indica que los Bancos Centrales han estado adoptando esquemas monetarios alternativos como metas de inflación. Incluso algunos con economías más fuertes se ponen metas de empleo y crecimiento económico.

La pregunta que se debe hacer es: ¿Podría el Banco Central de Nicaragua adoptar un rol más activo en la economía? ¿Es posible hacerlo?

Reto del régimen cambiario: ¿cómo alcanzar tasas de inflación más bajas y estables?

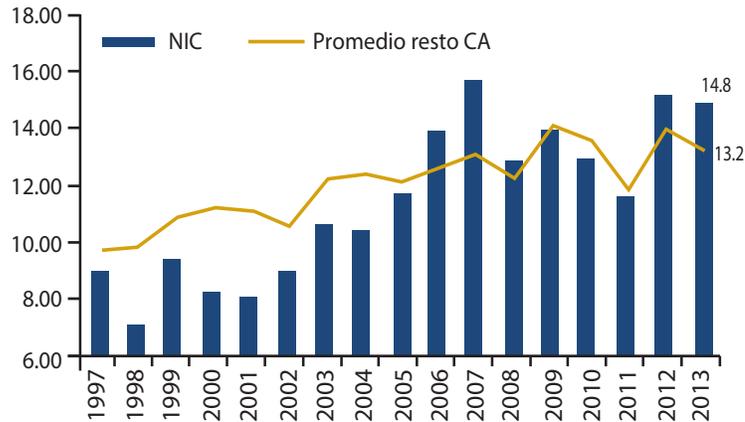
La inflación esperada en el país se formula en nuestras estimaciones de una forma bien simple, y sujeta a críticas; como la devaluación nominal más la inflación externa. Se incorporan otros factores que no son controlados por el Banco Central, como son los fenómenos climáticos, negociaciones salariales, mercados oligopólicos, qué tanto los mercados pueden estar incidiendo en los precios y otros factores adicionales.

Sin embargo, el coeficiente de traspaso que se ha calculado en el Banco Central es sensible a aumentos de inflación (a mayor inflación, mayor coeficiente de traspaso). El problema es que el menor impacto del tipo de cambio a precios disminuye el atractivo del sistema cambiario actual como ancla nominal de precio. La pregunta clave es ¿qué ajustes podría requerir la política monetaria para afectar precios, afectando la demanda agregada en adición a la política cambiaria?

Porque la demanda agregada sí ha afectado precios. La política monetaria no afecta mucho los precios en Nicaragua, esta ha sido una inflación importada y determinada por el deslizamiento, pero la demanda agregada sí lo ha hecho. Se pudo observar en la crisis del 2009 cuando la demanda agregada internacional incluso se contrajo. Se contrajo la demanda agregada nicaragüense en una especie de “*crunch*” crediticio en la economía, como resultado la inflación fue la más baja que se ha tenido en todo este tiempo, alrededor del 1 por ciento. No funcionó la fórmula de devaluación más inflación internacional, porque la demanda agregada actuó y se está convencido que un crecimiento desmedido de la demanda agregada (como ha ocurrido en otros momentos) un crecimiento desmedido del crédito podría afectar con una inflación más alta. La pregunta es: ¿Puede el Banco Central afectar la demanda agregada para a través de ese mecanismo incidir en la inflación?

Cuenta corriente de la balanza de pagos

(porcentaje con respecto al PIB)



Reto: ¿Cuál es el régimen cambiario óptimo?

Esta no es una tarea sencilla. Se deben observar los factores estructurales: tipo de cambio real, ajustes salariales, flujos externos, entre otros, para poder tomar una decisión. Lo que es óptimo para unos, no lo es para otros. La escogencia es clave para determinar el sendero económico del desarrollo económico.

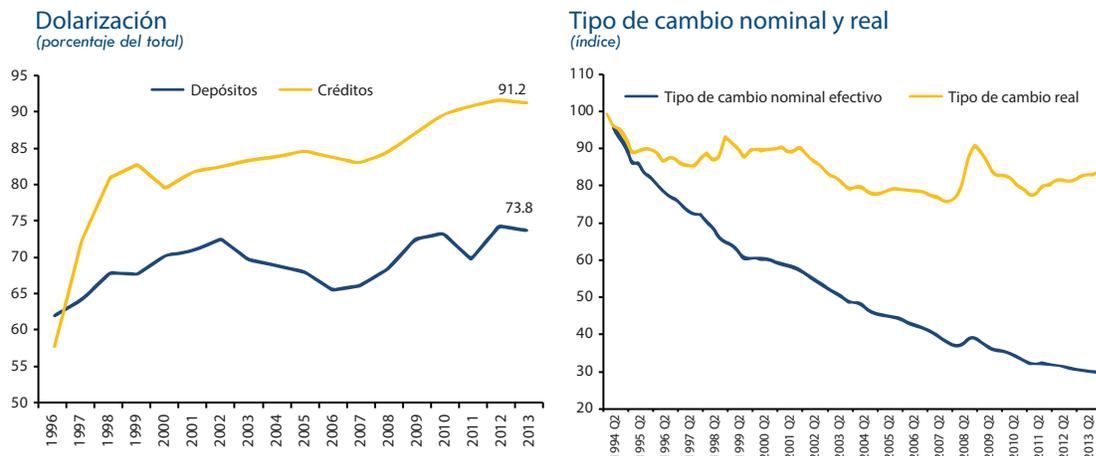
Centroamérica tiene todos los ejemplos. Antes todos tenían tipos de cambios fijos, ahora cada país ha lidiado de diferentes formas con esta pregunta: ¿Cuál es el régimen cambiario óptimo? Los resultados confirman la dificultad de escogencia.

- Costa Rica: Bandas Cambiarias
- El Salvador: Dolarización
- Guatemala: Flotación intervenida
- Honduras: Bandas Cambiarias
- Nicaragua: Deslizamiento cambiario

No existe homogeneidad, cada quien ha llegado ahí por su propia realidad. Regreso a la pregunta primordial ¿Cuál es el régimen cambiario óptimo para Nicaragua? Los otros se están moviendo (y si se va al plano internacional cada vez los países van sumándose) hacia la flexibilidad cambiaria.

Retos adicionales: fortalecimiento del Córdoba y del tipo de cambio real

El régimen cambiario y la cláusula de mantenimiento de valor han incentivado la dolarización del mercado financiero y de ciertos bienes. Al mismo tiempo la indexación de precios y salarios dificulta obtener mejoras en la competitividad.



El fortalecimiento del Córdoba y el tipo de cambio real. Se cuenta con una economía que va con una dolarización en ascenso y vale hacer un comentario antes de pasar a ese punto. En algún momento ha habido países que han pasado por esa toma de decisión. Tal vez algunos con procesos políticos, otros con procesos técnicos. En el caso de El Salvador años atrás tomaron la decisión de moverse a dolarización, pero su PIB crece apenas uno y medio por ciento, uno podría preguntarse, ¿fue una mala apuesta de ese país haberse metido a una dolarización plena? Se tiene a Panamá, que está dolarizada, su economía está pujante, se podría decir que eso es resultado del canal, pero no importa, está ahí pujante, encontró una salida. Tal vez los salvadoreños no han encontrado la suya, sería bueno tener un salvadoreño contando esa experiencia, pareciera que no fue una buena apuesta, solo lo dejó así como una idea. Sería bueno estudiar ese caso para analizar si solo ese factor u otro lo determinaron.

La verdad es que Nicaragua viene en un proceso desde 1993 de incremento de los niveles de dolarización. El régimen cambiario y la cláusula de mantenimiento de valor han incentivado la dolarización del mercado financiero y de ciertos bienes en la economía. Al mismo tiempo la indexación de precios y salarios dificulta obtener mejoras en la competitividad. La dolarización es un resultado inducido de las políticas que se han estado implementando. La estabilidad, llamémosle así, relativa del tipo de cambio real con una apreciación que no es tan grave, como la que sí ha ocurrido en otros países es un reto y se tiene que tratar.

Estrategia monetaria o regimen cambiario óptimo

Roberto Campo Gutiérrez

Sub Secretario

Consejo Monetario Centroamericano

Esta presentación es una reflexión sobre la estrategia de política monetaria, utilizando de las experiencias que se han tenido en Centroamérica. En este particular, se debe aclarar que representa una opinión personal, sobre lo que podría ser una senda para Nicaragua y no representa la posición del Consejo Monetario Centroamericano, el cual tiene diversas opiniones para los diferentes países, los cuales han decidido seguir distintas sendas.

Al plantearse cuál sería la estrategia monetaria o el régimen cambiario óptimo, se tiene que tener claro el tipo de economía bajo análisis. Lo primero es que se tiene una economía pequeña y abierta con un alto grado de dolarización. De hecho, Nicaragua es el país más dolarizado en Centroamérica incluyendo República Dominicana, esa es una característica que condiciona la decisión de política monetaria.

Ahora que la dolarización sea un tema endógeno y que no es una situación que va a estar siempre, es una realidad, a la hora de tomar las decisiones, se tiene que considerar el alto grado de dolarización.

Racionalidad del régimen cambiario de Nicaragua

Esta presentación aborda la estrategia de política monetaria, es decidir dónde se está dentro de los regímenes monetarios alternativos, lo cual tiene una contraparte en el régimen cambiario. Nicaragua, como decía el presidente, tiene un régimen de mini devaluaciones preanunciadas y la manera de anclar los precios es el tipo de cambio.

¿Por qué la racionalidad de esta estrategia? por la experiencia que tuvo Nicaragua con una hiperinflación. El funcionario del Banco Central de Perú explicó que tuvieron 7 mil por ciento de inflación, bien, en Nicaragua se tuvo 33 mil por ciento, eso dolarizó la economía. El dólar es una moneda que tiene respaldo en sus distintas modalidades, como reserva de valor, como unidad de cuentas e incluso como medio de cambio.

Anclar el tipo de cambio en Nicaragua ancla la inflación porque algunos precios están expresados en dólares. En una economía abierta existe comercio de bienes importados. Al hablar de los países de la región, Guatemala y República Dominicana han migrado a un sistema de metas de inflación, donde parte de la particularidad de este régimen es que tiene un tipo de cambio flotante, su gran virtud es que permite al tipo de cambio absorber un shock, o sea, le permite a la economía ajustarse sin tener un impacto directo sobre la actividad real.

Tipos de regímenes cambiarios en Centro América

En la región se tienen todos los tipos de régimen, desde El Salvador que es una economía dolarizada hasta metas de inflación, que es lo más flexible. Lo que sí se tiene que tener claro, es que a la hora de tomar una decisión de cuál régimen adoptar, se toma la decisión de qué grado de flexibilidad en política monetaria se tiene. En Nicaragua se ha adoptado una regla cambiaria por las características mencionadas y esta es efectiva en la medida en que la economía tiene estas condiciones.

Una cosa es la política que se sigue, en términos de lo que se declara va a ser la política monetaria y otra cosa es el tipo de economía y el tipo de cambio que se tiene. Nicaragua tiene un deslizamiento preanunciado, que en otras palabras es el tipo de cambio fijo en el día a día. Funciona como una caja de convertibilidad, donde el Banco Central lo que tiene es la responsabilidad de garantizar la convertibilidad de la moneda y busca el objetivo último que es la inflación.

En Centroamérica existe una variedad de países que han adoptado otros caminos. Guatemala es el país que ha avanzado más en temas de metas de inflación. Se puede observar que este país tiene algún grado de volatilidad en el tiempo. Por ejemplo, en la crisis internacional de 2009, Guatemala es el país que creció, hay un beneficio de tener algún grado de flexibilidad cambiaria.

Esas diferencias deben de tomarse en cuenta a la hora de decidir la estrategia que se va a tomar. Estar claros de las implicancias que pueden existir de un régimen a otro. Honduras y Costa Rica tenían un tipo de cambio similar a lo que se tiene en Nicaragua, deslizamiento preanunciado y decidieron migrar hacia algo parecido a metas de inflación.

¿Qué pasó en ambos casos? Honduras al final fijó su tipo de cambio y Costa Rica, al pasar a usar una banda buscaba un mayor grado de flexibilidad, al final se pegó al piso de 500 colones por dólar durante 4 años.

Eso ha implicado que Costa Rica con una entrada de capitales y de facto con un tipo de cambio fijo, aunque en términos de una banda, ellos estuvieron hasta este año en 500 x 1, eso genera dilemas de política monetaria, al final no hay almuerzo gratis, porque tenían que esterilizar la entrada de capitales, tipo de cambio fijo y queriendo manejar tasas de interés y con un déficit fiscal encima. El costo fiscal de manejar políticas monetarias se disparó, esas son partes de las realidades de tomar esa apuesta. Nicaragua debe de valorar todo esto a la hora de tomar un cambio de dirección.

En Honduras se apreció el tipo de cambio real, igual que en Costa Rica donde se encareció la economía. Al final se debe de discutir si es el mejor indicador de mayor competitividad o no, lo cierto es que son economías que se encarecieron. Honduras empezó en términos reales a devaluar de nuevo. Esto es lo efectivo, lo que se puede ver, no lo que declararon las autoridades, que al final volvieron a devaluar, porque no podían tener competitividad y el crecimiento se veía afectado con esa apreciación real. El mecanismo que Nicaragua tiene del 5 por ciento de devaluación anual le ha permitido mantener un tipo de cambio real estable y no apreciarse.

Condición necesaria: la estabilidad fiscal

Sea cual sea el camino a tomar, la estabilidad fiscal es una condición necesaria. Sea que se decida mantener un tipo de cambio predeterminado o fijación, las finanzas públicas condicionan el manejo de política monetaria. En ese sentido, no es que esto signifique mantener una autonomía va a permitir lograr un objetivo y luchar por eso. Al final, el éxito depende de la responsabilidad fiscal que se tenga, porque si se tiene un tipo de cambio fijo y no se es responsable fiscalmente, se va a tener pérdidas de reservas y una crisis de balanza de pago.

La apreciación del tipo de cambio real se va a dar en los dos regímenes si existe una irresponsabilidad fiscal. Si es fijo, vía inflación y si es tipo de cambio flexible, el tipo de cambio nominal se va a apreciar, porque cuando la política monetaria en un esquema de inflación se está sobrecalentando la economía y quieren subir las tasas de interés, hay una consideración que encarece la deuda pública, se debe tomar en cuenta si se va a hacer ese tipo de régimen. Se presenta un tema de tasas de interés reales y un tema de costos cuasi fiscales.

Como primera condición el mensaje es que no importan lo que se escoja, si se va a mantener el régimen o si se va a dar más flexibilidad, las finanzas públicas son fundamentales. En ese sentido, como representante del Consejo y del análisis de todos los países de la región, se debe presentar cuál es la situación fiscal en Centroamérica y es que, a excepción de Nicaragua, los cinco países de la región tienen un tema fiscal en este momento. Costa Rica ha tenido un tema sobre el déficit fiscal, 6 por ciento de producto y 4 por ciento en déficit primario. Honduras cerró con 8 por ciento de déficit y en general la economía y el Consejo está consciente que el tema fiscal es complicado.

Nicaragua ha sido el país que se ha tomado el tema fiscal por experiencia, en su función de pérdida tiene claro desde las implicancias de un desequilibrio fiscal y Nicaragua es el país que está mejor. La deuda pública está creciendo en Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras. Guatemala es una economía responsable fiscalmente. Sin embargo, tiene algún grado de déficit. En cambio, Nicaragua está bajando su nivel de deuda y tiene incluso un nivel de superávit.

Esa condición debe mantenerla y fortalecerla. En este sentido, más allá de la manera cómo se decida hacer política monetaria, se tiene que tener claro que la responsabilidad fiscal debe de ajustarse. En ese sentido, que Nicaragua tome medidas de ajustar gastos cuando se desaceleran los ingresos es una buena señal, lo cual no ha pasado en el resto de la región.

De hecho, todos los países de la región en el último año y medio han sufrido un deterioro en las calificaciones de riesgos. Nicaragua no ha sufrido, si bien es cierto, tiene una calificación baja, todos los países tienen este problema. Un primer mensaje, se debe salvaguardar ese activo que se ha logrado.

Parte de lo que se pidió para esta presentación es plantear los objetivos que tiene que tener un Banco Central. Sobre esto se debe diferenciar dos cosas. Una cosa es el objetivo de la

política monetaria, otra cosa es el objetivo que pueda tener un Banco Central dentro de sus leyes y en su plan estratégico.

Un objetivo nuevo debe tener un instrumento nuevo

El mensaje es establecer que si se plantea un objetivo nuevo se debe de tener los instrumentos. No se pueden tener más objetivos que instrumentos, eso genera al final una inconsistencia de políticas, algo que se debe tener claro es que una estabilidad de precio, vía tipo de cambio, en la actualidad no es incompatible con tener otro objetivo. Incluso, pueden complementarse, se debe considerar la institucionalidad del país, aquí se plantea que no existe una regla única de cómo debe de ser un Banco Central. Por ejemplo, las estadísticas, en algunos países dicen que lo mejor es que las estadísticas estén fuera del Banco, sobre todo la inflación, se debe observar la capacidad institucional que puedan tener otras instituciones.

El tema está en si se puede hacer, dado un tema de capital humano, de experiencias, de manejo, se puede contribuir y manejar mejores estadísticas desde el Banco Central. Puede ser el arreglo en Nicaragua. En ese sentido el tema de contribuir al crecimiento de largo plazo se pueden hacer estudios sectoriales. El Banco Central tiene las cuentas nacionales, tiene los expertos que pueden contribuir, puede valorarse en esa magnitud un papel de Banco Central de contribuir al crecimiento con conocimiento, con expectativas y con credibilidad. Se debe valorar como Banco Central y diferenciarlo.

En la política monetaria, Nicaragua aplica el ancla cambiaria, donde se dan operaciones de mercado abierto, encaje, para tener un objetivo de reserva, las cuales son las que garantizan un tipo de cambio administrado. Es decir, el tipo de cambio no está en Nicaragua porque el Banco Central diga, va a ser 26. Está el tipo de cambio en el mercado porque el Banco Central tiene reservas, se programa que va a vender a ese tipo de cambio y va a comprar cualquier cantidad a ese tipo de cambio. Eso es lo que está sosteniendo ese tipo de cambio. El mercado no va a decir, va a ser tanto porque lo determino. Por ejemplo, en Argentina tienen un problema en este momento, el Banco Central dice que el tipo de cambio es 8 x 1 pero en el mercado se compra a 13 x 1.

Avanzando un poco, se tiene el tema de metas de inflación que es el otro extremo. El régimen actual es efectivo, es decir, que al fijar el tipo de cambio contribuye a la inflación, este tipo de cambio es vulnerable a la entrada de capitales. Nicaragua no es sujeto de entrada de grandes capitales y en ese sentido funciona bien. La pregunta es: ¿Qué pasa cuando sea sujeto de entrada de capitales? Como en Costa Rica, que empezaron a atacar la moneda. Ahí es donde tienen que considerarse si se le da mayor flexibilidad o cómo se va a manejar ese tema. Las metas de inflación son efectivas, porque logra absorber los choques y son manejables con movimiento de capital, se debe considerar hacia dónde se va.

Lo mejor en términos de política monetaria y es un hecho, es tener un grado de flexibilidad, de discrecionalidad bien manejada. Cuando hay inconsistencia temporal, donde los agentes tienen un horizonte de corto plazo, las reglas ayudan a fijar ese tipo de manejos y autoridades, pero se tiene que estar claro que mayor flexibilidad es mejor, flexibilidad

es mejor. En el caso de El Salvador las autoridades han expresado que la dolarización les amarró en gran medida.

Se tiene en el otro extremo, Estados Unidos, que ni siquiera ha entrado en metas de inflación, donde metas de inflación es anclar la inflación y usar todos los instrumentos disponibles para llegar a eso. Pero en Estados Unidos se da la flexibilidad de tener el régimen cambiario, porque las coyunturas cambian, los objetivos cambian y da flexibilidad. En ese sentido, más allá de tener reglas se da un consenso hacia dónde ir.

Existen reglas de responsabilidad fiscal, si no hay un consenso se puede aprobar una ley y va a quedar en el papel, al final lo que importa es el consenso de mantener esa estabilidad fiscal. La flexibilidad se plantea como rigidez versus discrecionalidad, a veces, o dependiendo, si se quiere vender una ley, reglas versus discreción, la discreción tiene un peyorativo. Se puede tener todas las libertades, la verdad es que es rigidez cuando se toman reglas. Se debe valorar hacia dónde se quiere ir y estos son los dilemas que enfrenta la autoridad monetaria.

Se puede discutir la situación del óptimo. En las condiciones actuales no se tiene entrada de capitales importantes y funciona el sistema actual, funciona bien y la credibilidad, como la responsabilidad fiscal, la convertibilidad es un activo para que la economía pueda crecer. Pero la disyuntiva es, qué pasa cuando se sea sujetos de entrada importante de capitales. Mi opinión personal es que las economías con un grado de flexibilidad se pueden adaptar mejor y al final es tener más instrumentos, la transición es el detalle, no existe una receta que diga; esto es un A, B, C como lo siguieron los chilenos.

Las economías tienen sus singularidades, en ese sentido se puede hacer un análisis estático y se puede decir, en las condiciones actuales es la regla cambiaria, pero en una condición a capitales, puede ser la flexibilidad. ¿Cómo se transita a eso? Dependerá de cómo evolucione la economía, ahí es un ejercicio de optimización que deben ir valorando las autoridades.

Como conclusión, el tema de disciplina fiscal, el activo que debe consolidarse, independientemente de la estrategia monetaria, el objetivo del BCN puede ser más amplio, sobre todo poder contribuir al crecimiento, claro que sí, la manera es determinar cómo. Tampoco es que se va a usar política monetaria, porque es más costosa y puede tener efectos reales sobre crecimiento. El reto es, si existen entradas de capitales, se tiene que pensar mejor hacia dónde ir.

Analizando el sistema de deslizamiento cambiario de Nicaragua

Juan Sebastián Chamorro

Director Ejecutivo

Fundación Nicaragüense para el Desarrollo Económico y Social - Funides

Antes de abordar modelos específicos habría que hacerse la pregunta si el actual modelo de deslizamiento de nuestra política cambiaria se le puede seguir sacando provecho como se le ha sacado en el pasado.

El sistema de deslizamiento establecido en 1993 ha resultado ser una política estable que le ha dado a los agentes reglas claras, fáciles de entender y predecibles. Esto, junto con otras políticas económicas, le ha ayudado al Banco Central a establecerse como una institución creíble por haber mantenido por más de 20 años la estabilidad del sistema cambiario.

Sistema cambiario e inflación inercial

Mencionaba el presidente en su intervención, la capacidad del deslizamiento de reducir la inflación es quizás la principal fortaleza del modelo, cuando el deslizamiento se bajó del 12 al 9, del 9 al 6 y de 6 al 5.

Se vio que la tasa de inflación seguía un patrón de una manera visible. A partir del 2005-2006 se empieza a observar que la tendencia de la inflación pareciera llevar un patrón un poco más alejado que en el primer período, se debe recordar que en este último período no ha habido una reducción de la tasa de deslizamiento.

Este beneficio de la predictibilidad y estabilidad de la regla se desprendió de uno de los principales costos del actual sistema cambiario y es la inflación inercial. Analizando la inflación y sobre todo notando que esta inflación pareciera que no pueda bajar del piso del 6 por ciento para el caso de Nicaragua.

Obsérvese un poco los países vecinos. Nicaragua tenía la segunda inflación más baja de Centroamérica, a partir del año 2006 inició un quiebre estructural y en 2013 Nicaragua tuvo la inflación más alta de la región. Se debe observar ¿Qué es lo que han hecho los otros países de la región? Campos ha mostrado un poco los esquemas y los impactos que tienen sobre todo los choques externos de acuerdo a las consideraciones estructurales de cada economía, lo cierto es que se tiene la inflación más alta de la región. Es cierto, ha venido decreciendo, pareciera que esta inercia inflacionaria es un tema preocupante.

Haciendo un análisis crudo de punta a punta y pensando en potenciales riesgos de este modelo que traiga una inflación inercial, se hace la pregunta bueno ¿ha habido perdedores o ganadores? Si uno ve la tasa de inflación acumulada del 94 al 2014 ha sido de 400 por ciento y las políticas salariales han mantenido el poder de compra por lo menos los asalariados del sector formal, el INSS y el salario mínimo que se ha aumentado en casi mil 700 por ciento para el mismo período. De tal manera, con esta prueba básica hay que

hacer un análisis más detallado, pero de punta a punta uno no podría concluir que este modelo les haya causado un costo a los asalariados. Como mencionaba el presidente, existen algunos beneficios para aquellos agentes que tienen activos en dólares, en los cuales el sistema les ha funcionado.

Se tiene un sistema que funciona, fácil de entender, predecible, que no requiere de mucha intervención del Banco Central comparado con otros esquemas, goza de popularidad, porque ha sido neutral, existen notables alineamientos con el tipo de cambio real.

El BCN debe considerar otro objetivo más allá del tipo de cambio

De tal manera que este es un sistema que, si uno lo analiza desde el punto de vista económico, pareciera ser que, si bien ha perdido algo de potencia, sigue funcionando. Sin embargo, uno podría decir que no es lo que solía ser, hay que tomar en cuenta que el informe del Fondo Monetario del año 2013 sobre el sistema cambiario en el mundo se encuentra que el sistema de deslizamiento como el de Nicaragua solo existe en otro país del mundo, que es Botswana, eso hace pensar que este tipo de sistema es más una rareza que la norma. Por lo tanto, con esta persistente inercia inflacionaria, correspondería que el BCN considere otro objetivo más allá del mantenimiento del tipo de cambio.

Se debe advertir que abrir las opciones de objetivos implica una modificación plena, puede ser modificar el sistema actual, establecer la fijación cambiaria o la flexibilidad total, las tres opciones pueden ser analizadas.

Cada régimen supone riesgos de oportunidad, debe analizarse a la luz de la realidad de la economía nicaragüense. El abandono del actual régimen cambiario involucraría un mayor involucramiento del Banco Central en los mercados y esto implicaría un poco más de trabajo para la institución.

Si se piensa por un momento mantener el tipo de cambio como el objetivo. El deslizamiento tiene el problema que estando en el 5 por ciento, bajarlo al 4, 3 y así sucesivamente nos llevaría a una fijación cambiaria, ganando en el tiempo una posible reducción de esta inflación inercial. El mantenimiento de un tipo de cambio fijo requiere de una rectitud fiscal con la cual se cuenta y de una política salarial responsable, a fin de preservar la competitividad del país. En teoría, al reducirse la inercia inflacionaria tendría menos presión para mantener políticas de mantenimiento de valor.

Esto depende de mucha disciplina, rectitud y sobre todo poder político al contener expectativas de negociaciones salariales. El tipo de cambio, aunque sea fijo, tiene que cambiar en el tiempo, esto tendería a un esquema del tipo de cambio fijo y las expectativas de los agentes de una potencial devaluación en el futuro al darse un desequilibrio macroeconómico.

Existen algunas variantes del deslizamiento actual que valdría la pena analizar. Por ejemplo, uno parecido al actual es quizás uno que, en vez de tener una regla hacia adelante, establezca una regla hacia atrás, como en otros países. Es decir, que el deslizamiento se adapta mediante una regla fácil de aplicar, dependiendo de una variable que haya ocurrido

en el tiempo. Al menos en teoría uno podría hacerlo porque no creen que esto podría reducir esta inflación inercial.

Analizar los regímenes cambiarios híbridos

Existen regímenes híbridos similares al deslizamiento, como se vio en Centroamérica, donde se establece la tendencia general del tipo de cambio, se le da algún grado de tolerancia. Este tipo de modelos que actualizan el tipo de cambio cada cierto tiempo, aseguran que este lleve una tendencia monótonica que en un período de tiempo que sea lo suficientemente largo para aplanar el shock cambiario, pero suficientemente corto para permitir cambios fundamentales o cambios en los choques externos.

Este último es relevante al poder cambiar la dirección del tipo de cambio, porque abre la posibilidad de moverlo en ambas direcciones y el tipo de cambio frente a movimientos de los fundamentos como el ejemplo de la entrada de capital es significativo. Es decir, de darse el escenario que mostraba Campos al final, que se dé una entrada masiva de capitales, este modelo podría ser más flexible.

Todo lo anterior corresponde a opciones de política de mantenimiento del tipo de cambio y moverse a un objetivo inflacionario llevaría el país a un régimen nuevo y más difícil de asimilar entre los agentes económicos.

Trasladar el riesgo cambiario al mercado permitiría observar con más claridad a ganadores y perdedores. Esto es básico para el BCN porque tendría que lidiar con un ambiente caracterizado por la crítica de los perdedores del mercado cambiario en vez de la relativa complacencia que existe con el sistema de deslizamiento, que dicho sea de paso le traslada el riesgo cambiario enteramente al Banco Central.

Existen condiciones favorables para considerar bandas cambiarias y se mencionan bandas cambiarias porque la fijación plena es un dispositivo poco realista. Entre las condiciones favorables destacan el déficit fiscal, un nivel adecuado de reservas, confianza en el Banco Central y un crecimiento en la economía. Para algunos economistas el tema de la cuenta corriente es preocupante en el establecimiento del tipo de sistema flexible. En este evento algunos expositores prefieren los sistemas flexibles. Después de todo, el tipo de cambio es el precio más importante en la economía y suena como un contrasentido establecer un sistema que lo controle, el problema no es conceptual.

La dificultad radica en que este sistema de flotación implica una enorme complejidad de administración como se vio en el caso de Perú, donde el Banco Central diario tiene que trabajar en los mercados y adaptarse a un trabajo diferente al actual, lo cual no se tiene ninguna duda que el BCN lo pueda hacer técnicamente. El punto es que para lograrlo se requiere del concurso de toda la institucionalidad pública, porque con miles de dólares circulando y cambiando de manos en el mercado cambiario podría entorpecer los objetivos de flotación como ha ocurrido en otros lugares.

No se debe pensar en otros sistemas de flotación que existen en un ambiente técnicamente

estéril y sujetos a presiones de agentes económicos, algo que no tiene el sistema actual. Pareciera ser que el objetivo de mantener el tipo de cambio podría ser la ruta más fácil y segura porque involucra menores costos de transformación institucional. Sin embargo, se complica si en el horizonte se ven fuertes entradas de capital, la entrada del canal interoceánico o una hidroeléctrica, que es uno de los fundamentos que determinan el tipo de cambio real.

Ante esta situación, un esquema flexible pareciera estar más adaptado a fluctuar y evitar desalineamientos del tipo de cambio real. Las posibilidades de esterilización de estos flujos de capitales que son grandes son verdaderamente nulas. Sin embargo, la flexibilización en un escenario de mucha entrada de capital, más que una opción sería lo más favorable.

Para terminar, quisiera solo concluir que se está en una buena situación para analizar esta alternativa, pensarla y observar qué rumbo puede tomar, comenzando con su pregunta, la cual no tengo una respuesta definitiva, pero sí he querido contribuir con la discusión.

Problemas de la política monetaria, cambiaria y financiera de Nicaragua

Néstor Avendaño

Presidente

Consultores para el Desarrollo Empresarial - Copades

Los problemas de la política monetaria, cambiaria, financiera de Nicaragua están en la propia estructura de este Banco. La actual estructura de este Banco es un proyecto político apoyado por la política desde marzo de 1991, eso es el Banco Central.

¿Cuáles son esos principales problemas con que labora el Banco?

Primero, la presencia de tres monedas en nuestro mercado, el dólar de Estados Unidos, que tiene una participación del 66 por ciento global de este país, luego le sigue en el orden de importancia el córdoba con mantenimiento de valor, un dólar disfrazado, participa con el 12 por ciento de la liquidez global, tercera moneda y la menos importante y la que más preocupa al Banco, el córdoba, el cual solo domina el 22 por ciento de la liquidez global, o sea, que nuestra moneda es una moneda marginal en el desempeño de nuestra economía.

Se tiene la dolarización financiera que es alta. Los depósitos en dólares participan con el 73 por ciento en el total de depósitos del Sistema financiero nacional. Los préstamos en dólares participan con el 91 por ciento en la cartera de préstamos del Sistema Financiero Nacional, existe buena evidencia que sugiere que la dolarización financiera está de hecho asociada con una mayor propensión de crisis financiera, la cual se ha mencionado.

Segundo, un uso limitado de la flexibilidad del tipo de cambio y tercero, una gran volatilidad de la producción de bienes y servicios.

Determinantes de la dolarización financiera

Ese escenario es el que trae esa dolarización. Pero en Nicaragua ¿cuáles son los determinantes de la dolarización financiera? De acuerdo con análisis propios y la vivencia empírica de nuestra economía, una creciente volatilidad del tipo de cambio disminuye más los depósitos en dólares, que los préstamos en dólares. Los umbrales del tipo de cambio nominal para los préstamos de los depósitos en dólares están alejados y el que más se aleja son los depósitos en dólares.

Las disminuciones del tipo de cambio real, es decir, una mayor apreciación, aumentan los préstamos en dólares y disminuyen los depósitos en dólares. La inflación con rezago de un mes tiene influencias positivas en depósitos en dólares, lo cual confirma su puesto, que la estabilidad macroeconómica es útil para la dolarización y mantiene una relación negativa con los préstamos en dólares.

La dolarización financiera tiene una inercia de similar importancia tanto para los préstamos como para los depósitos, así podría resumir, tras un breve ensayo, cuáles son los determinantes de la alta dolarización financiera.

Ahora aparece un segundo problema, mencionado en la primera parte, la cláusula de mantenimiento de valor y la indexación de precios en córdobas al tipo de cambio y conociendo ese escenario, se puede decir con toda confianza, que no se puede ejercer una política monetaria.

Nuestro colega peruano decía ayer que la tasa de inflación andaba alrededor del 7 mil por ciento. En Nicaragua fue 33 mil 548 por ciento en el año 1988, o sea, casi 5 veces más. Cuando se lee la Ley Orgánica del Banco Central en el Arto. 38, oficializa la cláusula de mantenimiento de valor, algo contradictorio.

Se estima que existe una ausencia de política financiera

¿Cuál es la política financiera que coordina el Banco Central de Nicaragua? si me aferro a lo teórico se la dejó al mercado y surge la pregunta, ¿cuál mercado?

¿Cuál es la eficacia del canal de la tasa de interés que trata de empujar el Banco, cuando la mayoría de las transacciones, que se realizan en este país son en dólares? ¿Cuál es ese mecanismo de transmisión? ¿Cuál es la influencia de la tasa de rendimiento en los papeles subasta del Banco Central sobre el resto de las tasas de interés del sistema financiero? Sin ánimos de enfadar a nadie, es nula. La tasa pasiva real de Nicaragua no fomenta el ahorro financiero, la tasa activa real de Nicaragua no fomenta la competitividad empresarial y ese problema lo conoce el Banco. Cuando se lee la Ley Orgánica del Banco Central, me encuentro en solo dos párrafos la palabra política financiera. Es decir, no se le da alguna importancia como se le da a la política monetaria y a la política cambiaria.

En el Arto. 19. Atribuciones del Consejo Directivo y el Arto. 26 en carácter de nombramiento y obligaciones de las funciones del Banco. Por consiguiente, ¿Cuáles son los efectos de esa excesiva dolarización extraoficial sobre la política monetaria y financiera? Se reduce, se pierde el control de la política monetaria. El Banco Central tiene que lidiar con tres monedas en este país.

La pérdida del control de la política cambiaria está deteriorada con esa proliferación de mecanismos de indexación de precio del córdoba, que fueron mencionados. Incluso, existe disminución del señoreaje en este país, que es la capacidad del Estado para obtener ingresos valiéndose de su derecho a crear dinero.

Puede provocar crisis de liquidez, porque los prestamistas de última instancia pueden financiar en moneda nacional, en el caso que exista corridas bancarias, no lo pueden hacer en moneda extranjera y el país no emite dólares. Por supuesto, esta dolarización extraoficial excesiva puede aumentar el riesgo cambiario asociado con el descalce en moneda extranjera, que podría suscitarse.

De las presentaciones de los colegas internacionales, las cuales fueron excelentes, se puede sacar una lección. Algunos piensan que para tener crecimiento y estabilidad basta con tener la inflación bajo control. Lo he escuchado varias veces y sospecho que, en la actualidad, ni el FMI piensa eso. En sus disertaciones, el colega Walsh, los expertos invitados a este seminario han demostrado que con baja inflación las economías avanzadas no han logrado acelerar el crecimiento de la producción. Esto es relevante para la discusión de estas políticas. La política monetaria en Nicaragua es un proyecto político que viene desde el año 1991, un obstáculo normativo para las políticas de crecimiento económico.

Toda tasa de crecimiento económico es relativa de acuerdo con el tamaño del pastel de la producción que se tiene en este país. Incluyendo a Panamá, el año pasado Nicaragua apenas participó con el 5.6 por ciento del producto del istmo Centroamericano. Por ello, no hay que alegrarse de un crecimiento de 4.5 por ciento, esa tasa es insuficiente. Hay que elevarla y se tiene que saltar a 6 por ciento, saltar de 5 a 6. Los nicaragüenses se apoderaron de ese cambio de crecimiento del 4 al 5, se domina, excepto que ocurra una debacle mundial.

¿Podría el Banco Central de la estabilidad del córdoba y el normal desenvolvimiento de los pagos internos y externos, tener el mandato sobre el plan de empleos? Sí. Tener el mandato sobre el crecimiento económico, sí, tener un mandato sobre la estabilidad financiera, sí. Se tiene que restablecer varios instrumentos que han sido arrebatados al Estado. Así como está el Estado no puede adoptar estos nuevos mandatos, incluso con los instrumentos que tiene el Banco Central.

Algunas sugerencias para el largo plazo

Se presentarán algunas sugerencias ante la pregunta planteada por el presidente del Banco Central. Son políticas para el largo plazo. No se estima posible hacer cosas de corto plazo, excepto crear las condiciones para llegar a ese puerto en el largo plazo.

Se sugiere que las metas de inflación, libre de la flotación cambiaria, mejor dicho, de la volatilidad del tipo de cambio, hace que los préstamos en dólares tengan más riesgos que los préstamos en córdobas, hay que introducir requerimientos de reservas, los servicios de depósitos y préstamos en las operaciones de mercado abierto que podrían ayudar a estabilizar la tasa interbancaria doméstica.

Si se quiere desdolarizar la economía, más bien recordobizar la economía, se deben eliminar todos esos mecanismos de indexación de precios al tipo de cambio. Surge la pregunta: ¿cuál va a ser la seguridad del inversionista? para ello se piensa indexarlo con la tasa de inflación, por lo menos por un largo trayecto para ese tránsito para un nuevo sistema.

El cambio del régimen monetario requiere un mandato, por lo cual la reforma estructural incluye una reforma del Banco Central. Sobre política cambiaria se está de acuerdo con la mayoría de los expositores, sobre moverse hacia un tipo de cambio más flexible. Desde el año 2000 el FMI insinuó que se adoptara una banda cambiaria ¿Por qué no se había hecho? por el grave déficit fiscal y cuasi fiscal.

Ahora se tiene un presupuesto casi equilibrado. Los artificios macroeconómicos son excelentes para demostrar equilibrios macroeconómicos, se debe tener presente el crédito petrolero venezolano, que representó el año pasado el 5 por ciento del PIB. El cual no se registró como deuda pública. No hay que sorprenderse por cualquier evento inesperado no deseado en el corto y largo plazo. Por consiguiente, se está de acuerdo en buscar esas bandas cambiarias, en crear las condiciones, estableciendo las políticas financieras y normas prudenciales: i) como definir requerimientos de reservas más altas para depósitos en moneda extranjera que para depósitos en córdobas, ii) estrechar los límites de la posición abierta en dólares, iii) cobrar primas de riesgo en los depósitos en dólares que participan en los sistemas de garantías de depósitos.

¿Por qué la bolsa de valores no se ha desarrollado? Porque solo un puesto de valores no depende de un banco. Por lo tanto, el desarrollo de la bolsa de valores depende de la dirección administrativa de esos bancos. Hay que cambiar el pensamiento de los grupos financieros para desarrollar la bolsa de valores, la administración de la deuda pública, desdolarizar los pasivos del gobierno y seguir reduciendo el déficit fiscal.

Por último, la recordobización jurídica requiere cambiar gran parte de los esquemas de leyes monetarias, incluyendo la Ley Orgánica del Banco Central y los contratos dentro de la economía, sería efectivo que el Estado ejerza una protección legal, sobre los contratos en córdobas y así olvidarse de los contratos en dólares.

Debemos mejorar lo que se tiene

Alejandro Martínez Cuenca

Presidente Ejecutivo

Fundación Internacional para el Desafío Económico Global - FIDEG

La razón de este seminario era escuchar la experiencia internacional, poder tener una oportunidad para juntarse a discutir sobre la visión que existe sobre la macroeconomía y los sistemas financieros, sin entrar a decir qué hacer ya. En la actualidad la política macroeconómica de este país debe de incidir en la estabilidad de precios.

Incidir en la estabilidad cambiaria

Primero, se debe de incidir en la estabilidad cambiaria, tiene que velar y garantizar la estabilidad financiera, se tiene que incidir en la medida de lo posible en las tasas de interés. En la medida de lo posible, porque a través de ellas se puede incidir en los niveles de actividad económica en el país. Por tanto, los niveles de empleos que son tan importantes para una sociedad.

Uno de los puntos que se iba a hablar es cuál debiera de ser el objetivo de un banco central en esta situación macroeconómica que se había definido. El objetivo del banco central, es lo que es, no entiendo eso que el banco central es el resultado de una política, con todo respeto para el Sr. Avendaño, no sé qué quiere decir eso o qué quiso insinuar, la realidad es que el Banco Central de Nicaragua (BCN) tiene una función bien clara y sé que aquí en este seno, otras personas que piensan que debiera de tener otros objetivos, a parte de los que haya que indicar como objetivo de un banco central en las actuales circunstancias.

El banco central debe de incidir y debe centrar su esfuerzo en el desarrollo económico, pero entiéndase que el desarrollo económico es una consecuencia de una serie de armoniosas cosas que tienen que suceder. El BCN, debe de continuar velando por la estabilidad cambiaria, por la estabilidad financiera, por la estabilidad de precios y en la medida de lo posible incidir con sus operaciones de mercado abierto con las tasas de interés, porque eso son los cimientos para que exista crecimiento económico y empleo.

Desarrollo económico con estabilidad social

Segundo, el desarrollo, la equidad, le toca al Ministerio de Hacienda, no le toca al Banco Central. Este es un tango que tienen que bailar lo varios, no solo una persona. El Ministerio de Hacienda debe de velar por la estabilidad fiscal en primer lugar, porque la estabilidad monetaria sin estabilidad fiscal no es compatible, debe de respaldar el crecimiento y facilitar el crecimiento, facilitado a través de políticas fiscales que promuevan el crecimiento, que ese crecimiento que se ha logrado entre política monetaria y política fiscal, que se traduzca en desarrollo económico con equidad social.

El desarrollo económico necesita armonía

Se reitera, esto es un pensamiento para reafirmar, el desarrollo económico debe de considerarse como la consecuencia de algo, no es que el desarrollo económico es un objetivo, el desarrollo es la consecuencia de una serie de armonizaciones que tienen que existir en una sociedad. Por eso se está en una transición en Nicaragua, porque por primera vez se está poniendo el martillo en la cabeza del clavo. Porque el desarrollo económico necesita armonía y la armonía de una política monetaria que abone a la estabilidad, que debe de ser asumida por el Banco Central con una política fiscal balanceada que debe de asumir el Ministerio de Hacienda, una política empresarial, una política laboral que debe de ser asumida por cada uno de esos sectores. Es en la armonía de eso que se va a dar el desarrollo, no es de soplar y hacer botellas, ni se cree que va a haber desarrollo solo porque se tiene una buena política monetaria, o solo porque se cree que se tiene una buena política fiscal, una buena política empresarial y laboral. Los cuatro necesitan estar trabajando.

Eso no quita que una institución como el BCN, dotado de mucha capacidad humana y técnica, no podía ayudar al resto del Estado en aquellas áreas donde están débiles, eso no quiere decir que esa es la función del BCN, su función es velar por la política monetaria.

Se ha dejado en el ambiente que se va a cambiar el tipo de cambio, si hay que ir flexibilizando o dejar la fijación cambiaría. Si la perspectiva actual de Nicaragua continúa siendo que se va a seguir creciendo con 4 o 4.5 por ciento, sin nada extraordinario que suceda, no se recomendaría flexibilizar, ni cambiar nada, porque está probado que está funcionando. Si la perspectiva del futuro inmediato que viene una inyección fuerte de capital, que viene un cambio producto de proyectos que se van a desarrollar, esta conversación no podría cumplir lo anterior, eso se necesita discutir.

Es correcto lo que dijo Juan Sebastián por parte de Funides, de comenzar a discutir, no porque se tenga que hacer un cambio a lo inmediato. Si se dan esas circunstancias se tiene que adecuar toda la concepción, todo el andamiaje que tiene que observar con política monetaria, política fiscal, los elementos que están jugando en esta nueva perspectiva.

Respecto al grado de dolarización, a veces los técnicos comenten un error terrible y es que se cree que todo el problema de la dolarización es un problema solo de relaciones de precios, o porque alguien piensa que mejor hay que dolarizarse. Inclusive, los funcionarios externos piensan eso y se olvidan de una cosa, que una sociedad tiene memoria histórica. Esta sociedad está dolarizada no porque el BCN o alguien quisieron dolarizar la economía. Claro, hubo algunas medidas que contribuyeron, pero la gente opta por la dolarización por un elemento psicológico que los técnicos lo tienen que mantener bien claro, porque no aparecen en los modelos y es el comportamiento humano, las percepciones que la gente tiene. Han pasado apenas 30 años y no se ha borrado de la mente la incertidumbre.

Nicaragua ha pasado por un trauma que no es el mismo que han pasado otros países Latinoamericanos. Comparar a Nicaragua con República Dominicana, diciendo que está más dolarizada, no es posible, porque República Dominicana no tuvo el miedo a la guerra, ni a las devaluaciones, ni a nada que te violente la tranquilidad diaria. En Nicaragua si se tuvo que vivir eso y se convirtió en parte de la conciencia social del país.

Por eso se dice que esa discusión que se está más dolarizados es una discusión técnica, no es una disposición que el gobierno elimine las cláusulas de mantenimiento cambiario que se va a desdolarizar la economía. Al contrario, mientras persista la conciencia social del miedo, del riesgo, va a continuar la dolarización, si no preguntense ustedes mismos, van a dejar de actuar en córdobas o en dólares, porque de repente aquí el presidente del BCN salió a decir se va a desdolarizar.

Existe un proverbio en inglés que dice *if it is not broken, do not fix it*, que quiere decir en español: Si el sistema no está roto, no querrás componerlo en este momento.

Con respecto a Centroamérica, solo se dirá una cosa. Es cierto, las políticas cambiarias de Centroamérica son diferentes. Unos pasos se han dado, esos pasos integracionistas no se han consolidado, porque las instituciones a veces no han respondido a esa demanda de integración.

De qué sirve seguir hablando si se va a armonizar la política monetaria si la política básica que la gente cruce la frontera todavía no está trabajando bien, porque las instituciones, dependiendo del país, le pone peros a las cosas para que fluyan los bienes y los servicios.

No se debe adelantar a esta discusión, sobre qué cosas en política monetaria se deberían estar pensando para armonizar Centroamérica, porque es una oportunidad para decir, hay que revisar lo que se tiene y mejorarlo para después ir a la siguiente etapa.

Palabras de clausura

*Cmte. Bayardo Arce Castaño
Asesor presidencial*



El Gobierno de Reconciliación y Unidad Nacional, desde que asumió en el 2007 ha tenido clara la necesidad de trabajar por la estabilidad macroeconómica del país, que se sabe que sin la estabilidad macroeconómica no habría inversión interna, ni externa, tampoco habría crecimiento económico. Por lo tanto, no se podía lograr el objetivo que motiva a los sandinistas, que es erradicar la pobreza, es decir, sacar del atraso a nuestro país. Este es el norte o la guía de la política monetaria y de estabilidad financiera que impulsa el Banco Central de Nicaragua junto a las demás instituciones y estructuras de gestión económica del Estado.

Por tal motivo, se ha tenido cuidado de recetas y fórmulas que vienen de afuera, de algunos academicismos doctrinarios, porque no se nació en el 2007 en materia de administración pública. Se tuvo la responsabilidad pública desde el triunfo de la revolución en 1979, después de 45 años de dictadura familiar, se entregó el gobierno tras una derrota electoral en 1990 y se estuvo presente en la vida pública como fuerza opositora hasta el 2007.

No es que hasta ahora hemos venido a darnos cuenta de las cosas. Solo a manera de ejemplo, en algún momento se dio respaldo a los programas del FMI en los gobiernos anteriores y se discutieron temas que en ese momento eran válidos, ahora tal vez haya que replanteárselo.

En ese momento, se hizo una reunión con el Fondo Monetario donde se dijo que aquí hay cosas que no se tocan o no existen votos nuestros en la Asamblea. Uno de ellos era cobrar el impuesto al valor agregado (IVA) a los productos de la canasta básica. Ahora a lo mejor, en las fórmulas, en las recetas, en la academia doctrinaria todo tiene que pagar el IVA, pero esas cosas no funcionaban aquí.

Se está claro que Nicaragua no es una isla, que ahora se va a estar definiendo al margen de todo. Se tiene claro que somos una nación, un pueblo concreto, en un espacio territorial concreto, en un momento histórico concreto. Eso es lo que se analiza para ir dando respuestas a los retos, con el fin de que la economía crezca y se acabe poco a poco con la pobreza del país.

Porque a veces todo esto de las experiencias de afuera, las recetas, las exigencias, incluso las auto camisas de fuerza no ayudan a los países como Nicaragua. Porque el Fondo Monetario detectó, logró una buena experiencia en x país, que porque a un gobierno o una formula le resultó, ¿Es aplicable aquí? ¿Quién dice?

Acá se tocó el tema de Basilea. Aquí todavía se tiene la discusión si ha servido para algo Basilea, es un problema de los bancos de los países desarrollados. Son ellos los que se reúnen, ni siquiera son los gobiernos y ellos dictan pautas, está bien. No somos islas, no se dice que se va a ignorar todo eso, pero somos una nación. Se tiene una responsabilidad histórica con una sociedad concreta, es lo primero que tiene que inspirar a la hora de ver hacia afuera.

Se está consciente que Nicaragua es un país pobre, pequeño, dependiente, no se puede sustraer de compromisos internacionales de determinada exigencia internacional, cuando se esté frente a ellas, se debe tener presente lo siguiente, ante esas exigencias o compromisos: hay que cumplirlas. No necesariamente se tiene que ser los primeros en cumplirla, menos tratar de sobre cumplirlas, si nadie va a dar un premio por eso. Esa es una de las reglas que se tienen en nuestra gestión de política económica. Si alguien se reúne y define afuera un montón de cosas y se sabe que no se puede caminar sin esas cosas, se implementan.

Existe un ejemplo preciso en estos momentos y fue resuelto. Estados Unidos decide perseguir a sus ciudadanos para que le contribuyan fiscalmente. Ellos tienen derecho, eso es un problema de los Estados Unidos, pero dice que, si los bancos de todo el mundo no persiguen a los norteamericanos, les cierran las cuentas, ¿Qué se va a hacer? Antes que ellos lo hagan a su manera se tomó la iniciativa, se habló con ellos. Se les dijo que se comprende que tienen un problema de déficit, que necesitan mejorar su situación fiscal, que se quiere ayudar como amigos que somos y que se discuta cómo puede ser ese apoyo.

De tal manera, que se les ayudó a resolver su problema, el problema es de ellos, pero siempre se está atento a que no afecte a la dinámica económica. Se habló con los banqueros, porque esta concepción que el presidente Ortega ha tenido presente que se debe cumplir, pero no tenemos que ser los primeros en cumplir y menos los que vayan a sobre cumplir. Esto implica que antes de ir a los cumplimientos se tiene que trabajar en consenso nacional, aquí las medidas se van a discutir con los agentes económicos y sociales, es decir, la nación, se va a discutir con el sector empresarial y el sector sindical, una vez que se tenga claro qué es lo que mejor resuelve en este momento, en la perspectiva inmediata, ahí se va a ver cómo cumplimos juntos, todos.

El Banco Central de Nicaragua en su exposición decía que si la economía norteamericana se ve afectada puede ser un peligro, en la formulita sí. Pero ¿qué es lo que podría poner en peligro la economía norteamericana?

De repente como decía el canciller alemán en las Naciones Unidas, hace 2 años, este es el mundo más peligroso, pero quién alborotó Siria, quien alborotó Egipto, quien alborotó a Afganistán ¿Por qué existen tantas guerras y de repente sube el precio del petróleo? se fregaron todas las economías, sobre todo los que no producen petróleo.

El Dr. Martínez Cuenca tiene una reflexión que es válida. Es cierto que con el tema de la dolarización existe una memoria histórica, aquí hubo una guerra, un bloqueo, un genocidio dictaminado así por la Corte Internacional de la Haya, que mandó a Estados Unidos a indemnizar. Nosotros cuantificamos en 18 mil millones de dólares los daños en ese momento, pero efectivamente en términos técnicos-económicos se tradujo en inflación, bien decía Néstor Avendaño de 33 mil por ciento y esa memoria cala.

El problema central de dolarizar o no dolarizar, el peso del dólar no está ahí. El peso es que aquí el único país con patente de emitir monedas sin ningún control es Estados Unidos ¿Cuál es el país que tiene la mayor deuda externa en el mundo?, ¿Cuál es el país que tiene el mayor déficit en el mundo?, es el único país que puede estar con la maquina tirando dólares.

Jamás había deseado tanto que a Estados Unidos no le pase nada, que esté tan bien, que la economía le camine. Se está claro que es el principal mercado. No es el principal cooperante, como lo son: España, Japón y Taiwán, pero es el principal mercado, la principal fuente de remesas ¿Cómo ignorar eso? Nuestra política toma en cuenta con realismo esas cosas y todo lo que pasa en el mundo, no obstante, nos cuidamos de recetas, academicismos doctrinarios o fórmulas.

Si nosotros hubiéramos estado en Estados Unidos o en Europa no hubiéramos enfrentado la crisis económica financiera del 2009 de la manera como ellos la hicieron ¿Qué es lo que hicieron en Europa y en todos estos lados? Salvar bancos, no salvar economías. Les inyectaron plata a los bancos, ni siquiera los condicionaron a que usaran el dinero para reactivar las economías, los bancos utilizaron ese dinero para andar comprando las mismas deudas, mientras la economía estaba postrada, quebrándose y el desempleo creciendo.

Es decir, salvan bancos, no salvan economías. Están felices porque creció medio punto, no salvan la pobreza, ni el desempleo. Nosotros hubiéramos hecho de otra manera las cosas. Tampoco quiere decir que no se va a aprender de los amigos europeos, ni norteamericanos sobre como manejan sus crisis.

Lo que sí es que este tipo de seminarios que propicia el Banco Central, nosotros creemos que se debe asistir con la mente abierta para oír todas las opiniones, aun en los pensamientos más equivocados siempre puede haber algo de razón, algo útil y con el mayor espíritu positivo y creativo para aportar en la búsqueda de soluciones que no son fáciles y no están en ningún librito y en ningún programa de computación.



Andrew Powell

Asesor Principal del Departamento de Investigación del Banco Interamericano de Desarrollo (BID). Tiene una Licenciatura (BA), una Maestría (MPhil.) y Doctorado (D.Phil.) por la Universidad de Oxford, Inglaterra. Fue Prize Research Fellow en Nuffield College, Oxford y Profesor en las Universidades de Londres y Warwick. Se desempeñó como Gerente de Investigación (marzo 1995 - junio 1996) y Economista Jefe (junio 1996 - abril 2001) en el Banco Central de la República Argentina y durante estos períodos, representó a Argentina en el G20 y en otros ámbitos. Posteriormente, volvió a la academia y fue Profesor en la Universidad Torcuato di Tella en Buenos Aires desde abril de 2001 hasta septiembre de 2005, cuando se incorporó al Departamento de Investigación del BID. En 2010, pasó a ser Asesor Económico Regional para la región del Caribe y en 2012, volvió al departamento de Investigación como Asesor Principal. Ha publicado artículos académicos sobre mercados de commodities, manejo de riesgos, regulación, finanzas internacionales, flujos de capitales, bancos y el rol de los organismos multinacionales, entre otros temas en los periódicos académicos más prestigiosos. Fue el coordinador del Informe Anual Macroeconómico de América Latina y el Caribe publicado por el BID de 2012 a 2014 y ha contribuido a recientes ediciones de la publicación insignia del BID: Desarrollo en las Américas, sobre sistemas de impuestos “Recaudar no basta” y “Calidad de vida más allá de los hechos”. Su investigación actual se centra en los mercados de commodities, flujos de capitales, reestructuración de deuda y políticas monetarias y prudenciales.

Economista del Departamento de Análisis y Asesor Especialista Financiero en la Dirección General de Estabilidad Financiera del Banco de México. Sus principales responsabilidades incluyen realizar análisis económico para identificar riesgos a la estabilidad del sistema financiero mexicano, conducir estudios para contribuir al diseño de políticas macroprudenciales y fungir como coordinador editorial del Reporte sobre el sistema financiero del Banco de México y del Informe Anual del Consejo de Estabilidad del Sistema Financiero.



Ernesto Sepúlveda Villarreal

Anteriormente se desempeñó como asesor de la Junta de Gobierno del Banco de México donde su principal función fue realizar análisis macroeconómico para enriquecer las discusiones de política monetaria. Fue Director de Banca de Comercio Exterior, Servicios y Estudios Económicos de la Dirección General de Banca de Desarrollo en la Secretaría de Hacienda y Crédito Público y Subdirector de Instrumentación de Proyectos Especiales en la Dirección General de Política de Ingresos de la misma dependencia.

Doctor en Economía por la Universidad de Essex del Reino Unido, Maestro en Economía por el Instituto Tecnológico Autónomo de México y Licenciado en Economía por la Universidad Autónoma de Nuevo León. Cuenta con amplia experiencia docente en temas macroeconómicos. Ha impartido clases en la Universidad Autónoma de Nuevo León, el Centro de Investigación y Docencia Económicas, el Instituto Tecnológico Autónomo de México y en el Museo Interactivo de Economía.



Esteban Gómez

Director del Departamento de Estabilidad Financiera del Banco de la República de Colombia, institución en la que ha trabajado en los últimos diez años. Es economista de la Universidad de los Andes (Bogotá, Colombia), con maestría en Economía de la misma Universidad. Adicionalmente, una MSc. en Finanzas de la Universidad de Princeton en New Jersey, USA.



James P. Walsh

Subjefe de división en el Departamento de Mercados Monetarios y de Capitales del Fondo Monetario Internacional (FMI), enfocándose en asuntos de política monetaria y estabilidad financiera, principalmente en Asia y las Américas. Sus cargos anteriores en el FMI incluyeron responsabilidades en el departamento de diseños de políticas y trabajó en la supervisión de diferentes mercados emergentes, entre ellos China, India, Chile y Argentina. Sus investigaciones se han enfocado en conexiones macro financieras, inflación, financiamiento de la inversión infraestructural y el riesgo sistemático financiero. Obtuvo su doctorado en economía en la Universidad de Chicago, es Licenciado en Economía de la Universidad de Pennsylvania.



Olga María Monge Alvarado

Economista del Departamento de Análisis y Asesoría Económica del Banco Central de Costa Rica. Coordina y participa en la elaboración del Informe de Inflación y la Memoria Anual que publica esta institución. Además, realiza otros estudios solicitados por las autoridades para la toma de decisiones en materia de política monetaria y cambiaria. Previamente trabajó en otras áreas de la División Económica como Programación Financiera, Estadísticas Monetarias y Fiscales y Operaciones Bancarias y Bursátiles. Asimismo, fue profesora universitaria del curso Teoría Monetaria.



Ovidio Reyes Ramírez

Presidente del Banco Central de Nicaragua (BCN), Presidente del Consejo Directivo de la Superintendencia de Bancos y Otras Instituciones Financieras. Fue Gerente General del BCN (2012-2013), Asesor Económico del Ministerio de Hacienda y Crédito Público (2004-2012), Subgerente General de Estudios Económicos y Jefe de Programación Monetaria del BCN (1995-2001). Su campo de especialización es macroeconomía y docencia.

Ha elaborado y participado en diversas propuestas de política económica, monetaria y cambiaria, en la programación financiera con organismos internacionales y en diversas formulaciones del presupuesto general de la república, así como en la conformación de leyes económicas y tributarias. Es Licenciado en Economía (1989) de la Universidad Nacional Autónoma de Nicaragua. Obtuvo un diploma de Especialista en Macroeconomía Aplicada (1993), Programa PIMA y un Magister en Economía con mención en Macroeconomía (1995), ambos en la Pontificia Universidad Católica de Chile. Completó estudios avanzados en economía obteniendo un Máster of Arts in Economics (2004) en The Pennsylvania State University, USA.



Raúl S. Mendoza Patiño

Asesor Principal de Política Económica del Banco Central de Bolivia, cargo que ejerce desde el año 2006. Dirige las subgerencias del Sector Monetario y Fiscal, Sector Externo y Sector de Investigaciones. Responsable principal del asesoramiento en particular sobre: políticas monetarias y políticas cambiarias, asesoramiento en general sobre: políticas económicas, así como de la compilación estadística y publicaciones del Banco Central de Bolivia. Desde 1998, se desempeñó como Subgerente de Investigaciones del Banco Central de Bolivia.

Licenciado en economía, magister en Macroeconomía, Administración y Dirección de Empresas. Cuenta con diversos trabajos publicados en Bolivia y otros países sobre política monetaria, política fiscal, deuda pública, entre los más relevantes. Consultor internacional en temas macroeconómicos y de deuda. Docente en varios centros de estudios en Bolivia y en el exterior. Expositor y panelista en diversas conferencias internacionales.



Víctor M. Urcuyo

Superintendente de Bancos y de Otras Instituciones Financieras de Nicaragua, cargo que ejerce desde el año 2004. Es Doctor en Derecho con Maestría en Derecho Comparado en la Universidad de Nueva York. Maestría en Finanzas en The American School of International Management. Laboró durante más de 30 años en la Banca Norteamericana y Canadiense, ocupando diferentes posiciones en el área corporativa y otros.



Zenón Quispe

Asesor de la Gerencia General del Banco Central de Reserva del Perú. Fue Docente de la Pontificia Universidad Católica y de la Universidad de Piura, ambas del Perú. Entre sus publicaciones destacan La Política Monetaria del Banco Central y la Estabilidad de Precios en el Perú y Macroeconomic Implications of Capital Inflows. Doctor en Economía de la Universidad de Oxford, Inglaterra. Sus intereses de investigación incluyen estabilidad financiera y política monetaria, mecanismos de transmisión de la política monetaria, regulación macroprudencial en economías altamente dolarizadas, entre otros.

AL	América Latina
ALC	América Latina y el Caribe
BANPRO	Banco de la Producción
BCB	Banco Central de Bolivia
BCN	Banco Central de Nicaragua
BCRP	Banco Central de Reserva del Perú
BDP	Banco de Desarrollo Productivo
BEM	Bonos de Estabilidad Monetaria
BID	Banco Interamericano de Desarrollo
BIS	Bank for International Settlements
BM	Base Monetaria
CISS	Composite Indicator of Systemic Stress
CMCA	Consejo Monetario Centroamericano
CONAMI	Comisión Nacional de Microfinanzas
CONASSIF	Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero
COPADES	Consultores para el Desarrollo Empresarial
COSEP	Consejo Superior de la Empresa Privada en Nicaragua
CRC	Código ISO de la moneda de Costa Rica (Colones de Costa Rica)
DEFI	Departamento de Estabilidad Financiera
DEP	Depósitos Electrónicos a Plazo
EPNE	Empresas Públicas Nacionales Estratégicas
FIDEG	Fundación Internacional para el Desafío Económico Global
FINPRO	Fondo para la Revolución Industrial Productiva
FMI	Fondo Monetario Internacional
FUNIDES	Fundación Nicaragüense para el Desarrollo Económico y Social

GEFR	Grupo Ad-hoc de Estabilidad Financiera Regional
HIPC	Iniciativa para los Países Altamente Endeudados
IFU	Informe Mensual de Indicador Financiero Único
INCAE	Instituto Centroamericano de Administración de Empresas
INSS	Instituto Nicaragüense de Seguridad Social
IPAB	Instituto para la Protección al Ahorro Bancario
IPC	Índice de Precios al Consumidor
IRS	Indicador de Riesgo Sistémico
IVA	Impuesto al Valor Agregado
M1	Agregado Monetario Estrecho (moneda fraccionaria y billete de banco)
M2	Agregado Monetario Intermedio (depósitos a la vista, cuentas bancarias y libretas de ahorro)
MIL	Mercado Interbancario de Liquidez
Moody's	Moody's Investors Service, Agencia de Calificación de Riesgo
OMA	Operaciones de Mercado Abierto
PEF	Programa Económico Financiero
PIB	Producto Interno Bruto
PPC	Posición Propia de Contado
PYMES	Pequeñas y Medianas Empresas
REF	Reporte de Estabilidad Financiera
RIB	Reservas Internacionales Brutas
RIN	Reservas Internacionales Netas
ROA	Rentabilidad Sobre Activos
ROE	Rentabilidad Sobre Capital
SMS	Servicios de Mensajes Cortos
TPM	Tasa de Política Monetaria

Referencias

- Alesina, A., S. Ozler., N. Roubini & P. Swagel. (1992). Political Instability and Economic Growth. NBER Working Paper No. 4173. Cambridge, MA. USA: National Bureau of Economic Research.
- Arezki, R. & M. Brückner. (2011). Food prices and political instability. IMF Working Paper No. 11/62. Washington DC., USA: International Monetary Fund.
- Barro, R. (1995). IMF programs: Who is chosen and what are the effects? *Journal of Monetary Economics*, 52 (7): 1245-1269.
- Barro, R. (1995). Inflation and Economic Growth. NBER Working Paper No. 5326. Cambridge, MA. USA: National Bureau of Economic Research.
- Birdsall, N., A. de la Torre & F. Caicedo. (2010). *The Washington consensus: assessing a damaged brand (English)*. Policy Research working paper No. WPS 5316. Washington, DC: World Bank.
- Blanchard, O. & J. Galí. (2007). The Macroeconomic Effects of Oil Shocks: Why are the 2000s So Different from the 1970s? NBER Working Paper No. 13368. Cambridge, MA. USA: National Bureau of Economic Research.
- Calvo, G. (1999). When Capital Inflows Come to a Sudden Stop: Consequences and Policy Options. Unpublished manuscript, University of Maryland at College Park.
- Carlstrom, C., T. Fuerst & M. Paustian. (2009). Monetary policy shocks, Choleski identification, and DNK models. *Journal of Monetary Economics*, 52 (7): 1014-1021.
- Dutt, P. & M. Devashish. (2006). Labor versus Capital in Trade-Policy: The Role of Ideology and Inequality. *Journal of International Economics*, 69 (2): 310-320.
- Edwards, S. (1993). Exchange rates as nominal anchors. *Review of World Economics*, 129(1): 1-32.
- Edwards, S. & I. Magendzo. (2002). Independent Currency Unions, Growth, and Inflation. *Monetary and Economic Studies*, 20 (1): 215-233.
- Epstein, G. & E. Yeldan. (2008). Inflation targeting, employment creation and economic development: assessing the impacts and policy alternatives. *International Review of Applied Economics*, 22 (2): 129-30.

Fatás, A. (2002). The Effects of Business Cycles on Growth. Working Paper No. 156. Santiago de Chile: Central Bank of Chile.

Fatas, A., & I. Mihov. (2009). The Euro and fiscal policy. NBER Working Paper No. 14722. Cambridge, MA. USA: National Bureau of Economic Research.

Friedman, M. (1953). The Case for Flexible Exchange Rates. *Essays in Positive Economics* pp. 157-203.

Ghosh, A. (1995). International Capital Mobility amongst the Major Industrialized Countries: Too Little or Too Much? *Economic Journal*, 105: 1-22.

Ghosh, A., H. Wolf., J. Ostry & A. Gulde. (1995). “Does the Nominal Exchange Rate Regime Matter? IMF Working Papers No. 95/121. Washington DC., USA: International Monetary Fund.

Herr, H. & J. Priewe. (2007). *The Macroeconomic Framework of Poverty Reduction. An Assessment of the IMF/World Bank Strategy*. Working Papers of the Business Institute Berlin No. WPS 17. Berlin, Germany: Berlin School of Economics (FHWBerlin).

Larraín, M. & F. Parrado. (2004). La Información Contendida en los Movimientos de las Tasas Forward en Chile. Documento de Trabajo No. 386. Santiago de Chile: Banco Central de Chile.

Levy-Yeyati, E. & F. Sturzenegger. (2003). To Float or to Fix: Evidence on the Impact of Exchange Rate Regimes on Growth. *American Economic Review*, 93 (4): 1173-1193.

Mundell, A. (1963). Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates. *Canadian Journal for Economics and Political Science*, 29: 475-485.

Powel, A. (2014). *La recuperación global y la normalización monetaria. ¿Cómo evitar una crónica anunciada?* Washington DC., USA: Banco Interamericano de Desarrollo.

Ramey, G. & V. Ramey. (1995). Cross-Country Evidence on the Link Between Volatility and Growth. *The American Economic Review*, 85 (5): 1138-1151.

Rodrik, D. (2003). *In Search of Prosperity: Analytic Narratives on Economic Growth*. Princeton, NJ: Princeton University Press.

Stiglitz, J. & B. Greenwald. (2003). *Towards a New Paradigm in Monetary Economics*. Cambridge, UK: Cambridge University Press.

Uribe, E. (2006). Un análisis reciente sobre la inflación, el crecimiento y la política monetaria en Colombia. *Perfil de Coyuntura Económica*, No. 11: 5-13.

Woodford, M. (2003). *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*. Princeton, NJ: Princeton University Press.

Yao, F. (2011). Monetary policy, trend inflation and inflation Persistence. SFB 649 discussion paper, No. 2011-008. Berlin, Germany: Collaborative Research Center 649: Economic Risk, Humboldt University Berlin.

