



Banco Central de Nicaragua

Encaje Bancario en Nicaragua

**Nina Conrado Cabrera, Rigoberto Castillo,
Oknan Bello, Roberto Campos, Óscar Gámez**

DT 049-2014

La serie de documentos de trabajo es una publicación del Banco Central de Nicaragua que divulga los trabajos de investigación económica realizados por profesionales de esta institución o encargados por ella a terceros. El objetivo de la serie es aportar a la discusión de temas de interés económico y de promover el intercambio de ideas. El contenido de los documentos de trabajo es de exclusiva responsabilidad de su(s) autor(es) y no reflejan necesariamente la opinión del Banco Central de Nicaragua. Los documentos pueden obtenerse en versión PDF en la dirección <http://www.bcn.gob.ni/>

The working paper series is a publication of the Central Bank of Nicaragua that disseminates economic research conducted by its staff or third parties sponsored by the institution. The purpose of the series is to contribute to the discussion of relevant economic issues and to promote the exchange of ideas. The views expressed in the working papers are exclusively those of the author(s) and do not necessarily reflect the position of the Central Bank of Nicaragua. PDF versions of the papers can be found at <http://www.bcn.gob.ni/>



ENCAJE BANCARIO EN NICARAGUA

Nina Conrado Cabrera¹, Rigoberto Castillo², Oknan Bello³,
Roberto Campo⁴ y Oscar Gámez⁵

Resumen: El presente estudio aborda aspectos del encaje y su vínculo con la programación monetaria. Se encuentra que el encaje ha sido efectivo como un medio para apoyar el régimen cambiario actual, facilitar el desarrollo del sistema de pagos y enfrentar requerimientos temporales de liquidez, en tanto que ha tenido un efecto moderado sobre el margen financiero. En segundo lugar, se encuentra que el uso diferenciado del encaje no ha sido efectivo para fomentar el ahorro y el crédito productivo, así como afectar el grado de dolarización de la economía. Finalmente, la alta volatilidad del encaje y la flexibilidad en su cumplimiento imprimen una alta incertidumbre en la programación monetaria. Debido al último argumento, se proponen ciertas modificaciones al régimen que había hasta marzo 2011, encaminadas a dar mayor flexibilidad al sistema financiero en el cumplimiento del encaje, al tiempo en que se reducen los costos observados y potenciales en la programación financiera. Este documento sirvió de soporte técnico para la resolución CD-BCN-VI-1-11 del 9 de febrero de 2011, en la cual se reformó las normas financieras relacionadas al encaje obligatorio, y que entró en vigencia a partir del 4 de abril de 2011.

Abstract: This document comprises aspects of reserve requirements and links with monetary programming. It finds that reserve requirements have been effective as means to support the current exchange regime, facilitate the payment systems and meet temporal liquidity requirements, as well as it has had a moderate effect on the financial margin. Additionally, the differentiated used of reserve requirements has not been effective in boosting savings and credits in addition to affect the degree of dollarization in the economy. Finally, the high volatility of reserves requirements and the flexibility in complying with it exerts a high uncertainty in monetary programming. Due to the latter, the study proposes certain modifications to the regime on course until march 2011, directed to give more flexibility to the financial system in the fulfillment of reserve requirements, at the same time that observed and potential costs decrease in financial programming. The document also serves for technical support for resolution CD-BCN-VI-1-11 enacted February 9th, 2011, in which financial standards related to reserve requirements where reformed and which came into force on april 4th 2011.

¹ Jefa de División Económica del Banco Central de Nicaragua. nconrado@bcn.gob.ni

² Jefe de División Financiera del Banco Central de Nicaragua. rcc@bcn.gob.ni

³ Jefe de Dirección de Análisis Financiero del Banco Central de Nicaragua. Obello@bcn.gob.ni

⁴ Jefe de División Gestión Estratégica y Contable del Banco Central de Nicaragua. rcg@bcn.gob.ni

⁵ Jefe de Dirección de Investigaciones Económicas del Banco Central de Nicaragua. ogamez@bcn.gob.ni

1. Introducción

A lo largo del tiempo, el encaje legal ha sido utilizado con distintos fines: precautorio de liquidez, expansión o contracción de agregados monetarios, incentivo al ahorro o crédito productivo y defensa del régimen cambiario, entre otros. El desarrollo del sistema financiero y de los mercados de dinero, la inestabilidad de la demanda de dinero y el proceso de liberalización financiera, han hecho que el encaje haya perdido espacio ante las operaciones de mercado abierto como instrumento de política monetaria; mientras que el desarrollo de los mercados monetarios permite al sistema financiero enfrentar problemas de liquidez sin tener que contar con reservas de liquidez elevadas. Asimismo, los coeficientes de liquidez (mantenida ésta en formas distintas al encaje) han ganado popularidad.

No obstante lo anterior, la mayoría de países latinoamericanos aún utilizan el encaje legal como instrumento monetario, y su importancia es mayor en aquellas economías con sistemas financieros en desarrollo y bancos centrales dependientes del señoreaje para cubrir los costos que demanda el cumplimiento de sus objetivos. Adicionalmente, en el caso de las sociedades con bancos centrales autónomos financieramente y mercados financieros desarrollados, el uso del encaje, en donde aún existe, es para facilitar la transmisión de la tasa de política monetaria a las tasas del mercado. El cumplimiento del encaje demanda operaciones en el mercado de dinero en el cual los bancos centrales participan a fin de alinear la tasa interbancaria a su tasa de política.

En el caso nicaragüense, el encaje ha sido utilizado desde vieja data. Así en el Arto. 53 de la Ley General de Instituciones Bancarias de 1940 se establecen encajes para los depósitos y demás obligaciones a la vista y a plazo. En 1957, mediante el decreto No. 575 se modificó la tasa de encaje⁶, misma que fue retomada durante la primera resolución del CD del Banco Central de Nicaragua (BCN) en 1961. La historia del uso del encaje ha sido muy similar a la experiencia internacional. Se podría decir que en los últimos trece años, el encaje ha sido importante en términos de defensa del sistema cambiario y facilitamiento del desarrollo del sistema de pagos, no obstante la volatilidad del encaje observado (debido a la forma en que se cumple con el encaje) y de otras variables, como los recursos del Gobierno en el BCN, que han dificultado la programación monetaria, misma que es la expresión de la política monetaria y cambiaria.

Con la crisis económica y financiera, en Nicaragua se redujo la tasa de crecimiento del crédito e incluso alcanzó tasas negativas que aún se mantienen a la fecha de elaboración de este trabajo. Este comportamiento no ha sido exclusivo para Nicaragua a como lo evidencian las cifras de la región de Centroamérica y República Dominicana. En este sentido, en República Dominicana y Honduras se revivió el uso del encaje como un instrumento para tratar de incidir en el crédito de la economía.

Las dificultades en la programación monetaria y la posibilidad de utilizar el encaje para modificar incentivos económicos han sido la principal motivación de este trabajo. Asimismo, el régimen actual de encaje puede ser mejorado a fin de que éste cumpla su misión de una forma eficiente. La recién aprobada Ley del BCN (Ley No. 732) eliminó la rigidez que existía en la antigua ley para con el manejo del encaje legal en materia de medición, cumplimiento y sanción, razón por la cual, el presente estudio y las propuestas derivadas, representan una oportunidad para introducir

⁶ Pasó de 16 y 8 por ciento para los depósitos y demás obligaciones a la vista y a plazo, respectivamente, a 28 por ciento.

aquellas mejoras que las condiciones financieras actuales, incluyendo la posición misma del BCN, permitan.

El presente trabajo se ha estructurado de la siguiente manera. La sección II aborda la racionalidad teórica y evidencia empírica de los posibles usos del encaje en Nicaragua. La sección III profundiza el estudio del impacto que el encaje ha tenido para modificar el ahorro, incentivar el crédito, afectar el costo de intermediación financiera y el grado de dolarización de la economía. La sección IV aborda la relación entre encaje efectivo, marco regulatorio y programación monetaria. Finalmente, la sección V presenta una propuesta de modificación a la forma en que actualmente se mide y cumple con el encaje legal.

2. Racionalidad del encaje bancario en Nicaragua

El Arto. 58 de la Ley Orgánica del Banco Central de Nicaragua (Ley No. 732) establece que éste podrá fijar encajes bancarios mínimos, consistentes en cierto porcentaje de los depósitos y otras obligaciones con el público a cargo de los bancos y sociedades financieras. De esta forma, el encaje se convierte en un instrumento de política monetaria cuyo uso se orienta a velar por la estabilidad de la moneda nacional y el normal desenvolvimiento de los pagos internos y externos, objetivo fundamental del BCN. Los mecanismos a través de los cuales el encaje coadyuva a alcanzar este objetivo y apoyar la estabilidad financiera dependen de cómo este instrumento cumpla los siguientes roles:

2.1 Control de oferta monetaria

En el caso de una política monetaria basada en objetivos cuantitativos, el encaje es una herramienta para el control de la inflación en cuanto variaciones de éste afectan la oferta monetaria, es decir la cantidad de dinero disponible en la economía. Así, aumentos (reducciones) en la tasa de encaje contraen (expanden) la oferta monetaria, tienden a encarecer (reducir) el costo del dinero, reducen (aumentan) la demanda de éste y la demanda agregada, lo que conlleva a menores (mayores) presiones inflacionarias. La efectividad de este mecanismo en gran medida depende cuán estable es la demanda de dinero y del grado de competencia y desarrollo de la industria bancaria. La liberalización financiera y el desarrollo tecnológico han propiciado el desarrollo de innovaciones financieras, las que han aumentado la velocidad de circulación del dinero y han impreso una alta inestabilidad en la demanda de éste⁷ y con ello una disociación de la demanda de dinero del comportamiento de la inflación. Adicionalmente, el uso del encaje para afectar la demanda agregada ha sido abandonado debido a que ajustes periódicos de éste aumenta la incertidumbre en la intermediación financiera y sus efectos económicos, aunque se presumen elevados, no son fácilmente predecibles.

Debido a lo anterior, el manejo de metas de agregados monetarios ha perdido preponderancia en el control de la inflación, no obstante, el comportamiento de la cantidad de dinero continúa siendo un indicador de liquidez importante en el balance de riesgos inflacionarios. Así, las metas monetarias (y el uso del encaje para lograrlas) han cedido espacio al manejo de la tasa de interés o del tipo de cambio, variables que impactan directamente la demanda agregada. De acuerdo a una revisión de las políticas de los bancos centrales, se encontró que en Centro y Sur América sólo

⁷ Para mayor detalle ver: Lütkepol (1993). ; Sriram (1999) y Friedman (1959).

Argentina y Bolivia persiguen agregados monetarios; Honduras y Nicaragua utilizan metas cambiarias; Ecuador, Panamá y El Salvador están dolarizados, mientras Brasil, Chile, Colombia, Guatemala, México, Perú y Uruguay utilizan la tasa de interés para guiar su política monetaria. Costa Rica está en camino a la adopción de metas de inflación y Venezuela utiliza múltiples instrumentos para alcanzar sus objetivos.

En el caso de Nicaragua, al ser ésta una economía pequeña y abierta con tipo de cambio fijo con deslizamiento preanunciado, los esfuerzos de la autoridad monetaria se orientan a mantener niveles de reservas internacionales consistentes con el tipo de cambio establecido, por lo que el uso de los instrumentos monetarios, incluyendo el encaje, deben dirigirse a ese objetivo, más que al control estricto de la oferta monetaria. Adicionalmente, aun en el caso hipotético de que se desee controlar la demanda agregada a través de variaciones del encaje, la eficiencia de este instrumento es limitada debido a que la demanda de distintos agregados monetarios y demanda interna presentan una relación baja y variable con las tasas de interés, y en el establecimiento de éstas últimas, el encaje tiene poca incidencia comparado con otras variables⁸.

2.2 Señoreaje

El cambio en la base monetaria se denomina señoreaje, el cual es una fuente de financiamiento para el BCN en cuanto éste recibe activos o servicios a cambio de satisfacer la demanda por base. Las variaciones en la base se originan por cambios en la demanda de numerario o caja, así como de encaje. En el caso de Nicaragua, durante los últimos 5 años, los recursos obtenidos mediante el encaje en moneda nacional han representado 40.6 por ciento del señoreaje, en promedio (el señoreaje promedio ha sido 1.2% del PIB en el mismo período). Asimismo, este instrumento (encaje en ambas monedas) ha representado 33.4 por ciento de la acumulación de reservas internacionales brutas en este mismo período, lo que ha coadyuvado de manera importante a cumplir con los objetivos de política cambiaria.

2.3 Prima por servicios del banco central como prestamista de última instancia

Entre sus funciones, los bancos centrales tiene que ser prestamista de última instancia. Cuando esta función es ejercida, la liquidez entregada a la economía presiona las reservas internacionales del instituto emisor, en la medida en que la asistencia otorgada sea utilizada para demandar divisas. Bajo el régimen cambiario actual esta exposición de las reservas internacionales es mayor que bajo la situación de un tipo de cambio flexible, por lo que el Banco Central debe de alguna manera, generalmente con costos elevados, defender el saldo de divisas. Debido a lo anterior y dado que en el caso nicaragüense, las instituciones beneficiarias no pagan ningún tipo de prima al BCN⁹ por el servicio de prestamista de última instancia, podría interpretarse que los bancos pagan ésta a través del flujo de recursos que se derivan de los saldos de encaje.

⁸ La variable de mayor incidencia en la tasa de interés pasiva es la tasa de interés internacional (aproximada por la LIBOR a un año), en tanto que el grado de traspaso de dicha variable depende del grado de concentración de la industria bancaria, el poder de mercado, la liquidez y la calidad de la cartera. (BC N, 2006. Informe Anual 2005)

⁹ Las instituciones financieras pagan una prima en concepto de seguro de depósitos que es administrado por el FOGADE (no son fondos destinados a cubrir necesidades temporales de liquidez). La prima es 0.25 por ciento, a la cual se le adiciona un diferencial de riesgo entre el rango del 0 al 0.10 por ciento, fijado por el Consejo Directivo del FOGADE a comienzo de cada año calendario, de acuerdo al nivel de riesgo de cada institución financiera y determinado por la Superintendencia de Bancos y otras Instituciones Financieras.

2.4 Medida prudencial para enfrentar retiros de depósitos

Este argumento parte del supuesto de que el encaje forma parte de la liquidez precautoria que manejan los bancos para enfrentar retiros de depósitos u otros requisitos de liquidez, en especial en presencia de un mercado de dinero poco profundo y alta rigidez. No obstante, el encaje obligatorio, cuando su evaluación es en períodos muy cortos, pierde efectividad como reserva de liquidez. En efecto, ante la exigencia de encaje, la institución sujeta a su cumplimiento deberá acumular reservas tanto para enfrentar los choques de demanda por liquidez como para cumplir con el encaje exigido. Para apreciar mejor esto, supongamos que la tasa de encaje obligatorio se fija en aquel nivel que garantiza que el banco comercial puede hacer frente a los choques de liquidez. Si el banco mantiene sólo ese nivel como reservas, y el choque ocurre, entonces el banco enfrentará un problema en cuanto no pueda, al mismo tiempo, hacer frente a éste y cumplir con el encaje exigido.

Una práctica común para resolver, aunque parcialmente, este problema ha sido establecer una base de cálculo y un período de evaluación de cumplimiento del encaje como un saldo promedio de varios días, mayoritariamente períodos catorcenales y mensuales. De esta forma, en el caso de un choque adverso de liquidez, éste puede ser cubierto con reservas destinadas, en principio, a cubrir el requerimiento de liquidez, mientras que el encaje obligatorio puede ser recuperado en los días siguientes. Sin embargo, el grado en que esta sustitución intertemporal ayuda a reducir el encaje total mantenido es limitado. La posibilidad de que en los “días siguientes”, es decir, aquellos en los que se planea reconstituir el encaje, vuelva a ocurrir otro choque, hace que la política óptima sea contar con la holgura que otorga el exigir el encaje como un promedio sólo marginalmente y mantener siempre un saldo elevado de reservas. El efecto del uso de promedios en el encaje total mantenido dependerá de las propiedades estocásticas de los choques y de la longitud del período. A fin de solventar lo anterior, los principales pasos tienden a orientarse a fortalecer el mercado interbancario y/o de dinero, así como a establecer requerimientos mínimos de liquidez.

En el caso nicaragüense, como se plantea en el Anexo 1, el porcentaje de encaje legal actual puede enfrentar retiros paulatinos de depósitos con base en comportamientos históricos. Sin embargo, cabe señalar que esta estimación es válida para el sistema, en promedio, por lo que no asegura que cada banco de forma individual podría hacer frente a dichos retiros, ni mucho menos resuelve una crisis derivada de problemas de insolvencia. Así, dado el estado actual del mercado de dinero en Nicaragua, el encaje legal juega un importante papel para enfrentar presiones temporales de liquidez.

2.5 Facilitador del sistema de pagos

Los bancos realizan sus operaciones interbancarias utilizando el saldo de depósitos de encaje que manejan en el BCN. Ello ha reducido los costos financieros¹⁰ y brindado mayor seguridad a las operaciones entre bancos. Asimismo, las cuentas de encaje son utilizadas para realizar transferencias de fondos del sector público, pagar y recibir el pago de las operaciones de mercado abierto y efectuar operaciones cambiarias con el BCN, entre otras. Lo anterior ha permitido el

¹⁰ A manera de ejemplo, por el uso de Transferencias Electrónicas de Fondos, el año pasado los bancos se ahorraron cerca de US\$80,000 en comparación con el uso de Transferencias telefónicas seguras. El monto hubiese sido mayor si lo comparamos con el costo de que los bancos hicieran esas operaciones de forma manual entre ellos.

desarrollo del sistema de pagos, que a su vez es esencial para garantizar el normal desenvolvimiento de los pagos internos y externos y reducir la velocidad de circulación del dinero, lo que a la larga evita presiones inflacionarias, a como lo plantea de forma muy sencilla la teoría cuantitativa del dinero. No obstante lo anterior, se debe señalar que el sistema de pagos podría ser eficiente aún en ausencia de encaje legal, en la medida en que los bancos mantengan niveles de liquidez mínimo y se cuente con un mercado de dinero desarrollado. Dado que este último es sujeto aún de muchas mejoras, el encaje juega un papel fundamental en el buen desempeño del sistema de pagos.

2.6 Encajes e incentivos económicos

En ciertas ocasiones, el encaje se ha utilizado para generar incentivos al ahorro o apoyar el crédito a sectores que el Gobierno considera de interés social. En Nicaragua, en distintos momentos se ha hecho uso del encaje diferenciado para estos objetivos. Dada la importancia de este tema, la racionalidad de esas medidas y los resultados que éstas han tenido sobre los objetivos propuestos se presentan en la siguiente sección.

De lo mencionado anteriormente se induce que, en Nicaragua, el uso del encaje se justifica por el monto importante de señoreaje que representa, el que a su vez permite complementar la acumulación de reservas internacionales necesarias para la estabilidad de la moneda y el normal desenvolvimiento y desarrollo del sistema de pagos. Adicionalmente, podría entenderse como un cobro implícito del Banco Central por funcionar como prestamista de última instancia, en especial debido al bajo nivel de profundidad y flexibilidad del mercado de dinero actual.

No obstante la importancia del encaje en términos de estabilidad de la moneda, es común encontrar la crítica de que el uso de éste, especialmente cuando es elevado, es una forma de represión financiera. El argumento detrás de ello es que el encaje puede interpretarse como un impuesto a la intermediación financiera, lo que impone una cuña entre la tasa activa y la pasiva de las entidades que deben cumplir con el encaje, con llevando a una menor tasa pasiva y una mayor tasa activa comparada a la obtenida en una situación sin encaje. El piso de la tasa pasiva tiende a desincentivar el ahorro, mientras la mayor tasa activa podría conllevar a una reubicación del crédito a actividades más riesgosas (selección adversa), al tiempo en que la intermediación se reduce y encarece. En Nicaragua, las distintas estimaciones muestran que la participación del encaje en el margen financiero es estadísticamente significativa, no obstante es pequeña relativa a otras variables, a como se discutirá en la siguiente sección.

3. El encaje bancario e incentivos económicos y financieros

3.1 Encaje, ahorro y crédito productivo

Pareciese que existe el consenso de que es deseable incrementar el ahorro para financiar las actividades productivas a fin de mejorar el ingreso de la sociedad y reducir la alta dependencia del ahorro externo, ya sea éste vía préstamos o donaciones. En este sentido, la diferenciación del encaje legal por plazo se ha utilizado con el objetivo de incentivar el ahorro y liberar recursos para el crédito. Asimismo, existe la percepción de que la banca tiende a privilegiar el crédito a sectores de alta rentabilidad privada, como bienes raíces, que no necesariamente son los proyectos con mayor retorno social, al tiempo que reducen los préstamos a inversionistas en los sectores

agrícolas y de manufactura que no pueden tomar tasas de interés extremadamente alta. Por lo antes expuesto, suena plausible atienda la implementación de políticas orientadas a estos sectores de interés, para lo cual el direccionamiento del encaje hacia éstos se plantea como una opción.

A pesar de la buena intención del direccionamiento del encaje, es probable que ocurran dos situaciones: la banca no hace uso de la posible liberación de recursos (cuando la medida es voluntaria) o bien los fondos terminan siendo empleados con fines distintos. Efectivamente, si el sistema financiero considera que la probabilidad de no recuperar los créditos favorecidos por la medida es alta, no harán uso de esa opción, más aún si no existe una garantía del Gobierno. Adicionalmente, con la finalidad de que los fondos liberados se utilicen para el objetivo planteado se requiere un alto grado de supervisión, con el consecuente aumento de costos, a fin de garantizar que la medida beneficiará solamente a aquellos grupos económicos y actividades que se desean fomentar.

La experiencia indica que el sector financiero, en armonía con los demandantes de préstamos, buscan, crean, innovan productos financieros dentro del marco legal vigente con el objetivo de aprovechar este tipo de medidas sin que ellas cumplan su objetivo. Por ejemplo, un finquero puede adquirir un préstamo subsidiado para adquirir una camioneta lujosa de uso particular con el argumento de que es un vehículo de trabajo, o bien, los productores pueden crear otro tipo de negocio con los recursos adquiridos (riesgo moral en ambos casos); al fin de cuentas el dinero es fungible. En esas circunstancias se estarían subsidiando actividades distintas a las deseadas.

Además de las dificultades prácticas que en materia de supervisión conlleva el direccionamiento del encaje para financiar actividades específicas, existen otros argumentos por los cuales este tipo de medidas no es la solución adecuada al problema. En economía, los incentivos son la principal fuerza para guiar las decisiones económicas. En este sentido, los agentes procuran maximizar su utilidad, lo que no siempre lleva al óptimo social, específicamente cuando existen externalidades en la oferta y demanda del producto que no son internalizadas por el productor del bien o servicio o el consumidor. Así, el sistema financiero no otorgará créditos a sectores riesgosos que no cuenten con un colateral suficiente que asegure la recuperación del crédito. Asimismo, la presencia o ausencia de colateral, el tamaño del crédito y falta de información afectan la tasa de interés que se exige. Por otra parte, los demandantes aversos al riesgo, en ausencia de un mercado de seguros, no acudirán al sistema financiero en búsqueda de financiamiento. En ambos casos se produce una situación ineficiente en la intermediación financiera, en donde los recursos no son colocados en su totalidad o son orientados a las actividades menos rentables socialmente.

De lo último expuesto, se observa que la eficiencia y profundidad en la intermediación financiera no obedece necesariamente a un problema de escasez de recursos, sino en gran medida de qué tan grande son los problemas de información asimétrica (conocimiento adecuado de clientes) y riesgo moral (mal uso de recursos por parte de los clientes). En este sentido, el Gobierno podría, a través del mejoramiento de los sistemas de información y el establecimiento y cumplimiento de un marco legal que reduzca los problemas de riesgo moral, hacer más eficiente el sistema bancario.

Entre estas acciones se encuentran la ampliación y mejora de la información contenida en la central de riesgos (por ejemplo clasificar a los deudores por generadores y no generadores de divisas, ampliar el número de instituciones, entre otras), desarrollo de seguros de cosechas o de clima, fortalecimiento de los derechos de propiedad y del sistema jurídico en general para que éste haga cumplir los compromisos legalmente constituidos entre particulares. Especial atención

merecen aquellos agentes, cuyo financiamiento es socialmente rentable y que por su pequeño tamaño y carencia de colaterales no tienen acceso al sistema bancario. En estos casos, los programas de protección social, incluyendo financiamiento productivo, así como el desarrollo de las microfinanzas, resolverían parcialmente el problema de acceso al crédito.

3.2 Dolarización y diferenciación de encaje por moneda

La diferenciación de encaje por moneda tiene como uno de sus principales objetivos desincentivar el uso de una moneda extranjera a fin de dar mayor flexibilidad a la política monetaria y reducir el riesgo cambiario en el sistema financiero. En este sentido, antes de tomar la decisión de diferenciar el encaje por moneda debemos responder las siguientes preguntas: ¿queremos reducir el grado de dolarización en la economía? ,y, ¿es el encaje el instrumento más eficiente para lograr este objetivo?

Con relación a la primera pregunta, existe una extensa literatura en torno a las ventajas y desventajas de una economía dolarizada. A continuación se mencionan de forma muy simple y resumida algunos argumentos a favor y en contra de la dolarización, ya sea que ésta se presente vía sustitución de moneda o dolarización financiera. La dolarización tiene como principales ventajas potenciales la reducción del riesgo cambiario y el anclaje de la inflación al deslizamiento aprovechando el traspaso del tipo de cambio a precios domésticos. A su vez, un menor riesgo cambiario podría favorecer el desarrollo del sistema financiero en cuanto reduce la incertidumbre en las operaciones en monedas distintas a la doméstica.

En sentido opuesto, la dolarización reduce el efecto de la política monetaria haciendo más difícil llevar a cabo una deflación cuando la inflación ha alcanzado niveles medios (no así, el anclaje del tipo de cambio o dolarización de la economía es efectiva para frenar procesos hiperinflacionarios); amplifica el efecto de las crisis cuando se requiere lograr una depreciación real e introduce riesgos cambiarios cuando los deudores en dólares no generan divisas¹¹. Adicionalmente, el Banco Central, en presencia de una elevada dolarización, reduce su capacidad de prestamista de última instancia, en cuanto no puede emitir moneda extranjera, y, finalmente, el país como un todo debe sacrificar recursos (vía acumulación de reservas) a fin de asegurar la coexistencia estable (mínimo riesgo cambiario) entre monedas, en ausencia de un mercado de divisas que reduzca el riesgo cambiario. La discusión en torno al rumbo de la política monetaria y cambiaria en el mediano plazo es un tema que continúa discutiéndose, no sólo en el Banco Central de Nicaragua, sino en el ámbito internacional, en donde aún no están claras las reformas a la arquitectura financiera ante las lecciones dejadas por la última crisis económica y financiera internacional.

En cuanto a la segunda pregunta, bajo el supuesto de que es deseable reducir el grado de dolarización, las acciones para cumplir este objetivo deben orientarse a eliminar o reducir las causas que dieron origen a la dolarización. Para tener una mejor comprensión del fenómeno, a continuación se mencionan las principales causas que la literatura y evidencia empírica sugieren en torno al origen de la dolarización (ya sea vista como sustitución de moneda o financiera). La primera posible causa es la presencia y persistencia de memoria inflacionaria, ello porque la inflación erosiona el poder adquisitivo y por ende los agentes se resguardan en monedas que consideran más fuertes. La moneda también puede ser sustituida como unidad de cuenta cuando existe una alta inestabilidad nominal (inflación o variaciones en el tipo de cambio) que induce a

¹¹ Un buen resumen de ventajas y desventajas de la dolarización puede encontrarse por ejemplo en Berg y Borensztein (2000).

altos costos de transacción al cambiar de una moneda a otra. Otro argumento utilizado es que la presencia de un tipo de cambio estable favorece la dolarización en cuanto reduce la volatilidad del retorno de activos en moneda extranjera, lo que se ve reforzado por una alta inestabilidad en la inflación, que reduce el flujo esperado de los activos en moneda local. Asimismo, la dolarización se favorece cuando el Gobierno carece de credibilidad y sus instrumentos de deuda no están indexados; una dolarización diluye los pasivos en moneda extranjera y reduce el costo real de la deuda pública. Finalmente, otras causas que se invocan para la persistencia de una alta dolarización se refieren a imperfecciones de mercado que conllevan a fijaciones de precios erróneas, por ejemplo, la existencia de seguros de depósitos y/o prestamista de última instancia en ambas monedas y regulaciones financieras pro dolarización (mantenimiento de moneda y provisiones indiferentes al tipo de moneda, principalmente)¹².

Por tanto, debido a las distintas causas de dolarización, deben desarrollarse múltiples estrategias orientadas a eliminar las mismas. Así, los países con elevada dolarización (aún mucho menores que Nicaragua) han implementado una serie de medidas que incluyen la prohibición de depósitos en moneda extranjera (como en México, Perú y Bolivia, en donde la medida se ha tenido que revertir por los efectos negativos en el sistema financiero), programas de estabilización y liberalización del tipo de cambio, desarrollo de mercados indexados a la inflación, encajes diferenciados, mayores provisiones sobre deuda en dólares y seguros de depósito diferenciados por moneda. A pesar de los esfuerzos realizados por muchos países en aras de desdolarizar sus economías son pocos los casos que se consideran exitosos, entre ellos Chile, Israel, Polonia y México (Galindo y Leiderman). Últimamente, Perú y Bolivia han también reducido los niveles de dolarización. Sin embargo, cabe señalar que ninguno de estos países ha presentado en su historia niveles tan elevados de dolarización e hiperinflación como Nicaragua.

Los argumentos planteados en los párrafos precedentes sugieren que el uso de encaje diferenciado por moneda, en el caso de Nicaragua, no tiene argumentos sólidos para utilizarse como un medio de desdolarizar la economía. Tal como se mencionó, se debe comenzar discutiendo si conviene reducir los niveles de dolarización y en segundo lugar hay que estar claros que para desdolarizar una economía se requiere mucho más que diferenciar el encaje por moneda. La disciplina fiscal, el desarrollo de instrumentos indexados a la inflación y no al tipo de cambio, la regulación prudencial en materia de descalce de monedas, el desarrollo de instrumentos para enfrentar el riesgo cambiario son, entre otros, aspectos más relevantes que el uso del encaje para reducir el uso de moneda extranjera en las transacciones financieras.

3.3 Efecto de encajes diferenciados en Nicaragua: evidencia empírica

En Nicaragua se ha utilizado el encaje diferenciado por plazo y por moneda, así como por sector de actividad al cual va dirigido el crédito. Para examinar si estas tasas de encaje diferenciadas han tenido algún efecto en la evolución de los depósitos, se realizaron pruebas de cambio estructural a la serie de depósitos a la vista, depósitos de ahorro y depósitos a plazo en córdobas y dólares, así como al cociente de los depósitos a la vista y ahorro entre los depósitos a plazo y al cociente entre los depósitos en moneda nacional y extranjera. Así por ejemplo, se esperaría que posterior a la eliminación de la tasa de encaje para los depósitos mayores a un año se registre un cambio negativo (positivo) en la tasa de crecimiento o en el nivel del cociente de los depósitos de corto y los de largo plazo.

¹² Existe una vasta literatura en torno a las causas de dolarización y medidas para reducir la misma, entre las que se pueden mencionar a Levy-Yeyati (2003), Chang y Velasco (2002), Ize y Levy Yeyati (2005).

Dado que sólo se dispuso de depósitos clasificados por moneda y por plazo desde enero 1995, se examinan los posibles quiebres desde esta fecha a julio 2010 y se comparan con las fechas de cambio en el encaje, las cuales fueron:

- a. 1995: En agosto se eliminó la exención del encaje legal a los depósitos mayores de 1 año.
- b. 1996: En mayo se eliminó el encaje para los depósitos mayores a un año para estimular el mercado de fondos financieros de largo plazo.
- c. 1997: En febrero, y con el objetivo de promover el financiamiento para reactivar el sector agropecuario, se exoneró de encaje legal a todos los depósitos mayores a un año de los bancos que destinaran, al menos, 17.5 por ciento de sus desembolsos de crédito al sector agropecuario, elaborándose así un calendario de liberalización progresiva de fondos de encaje. Con el propósito de recuperar la efectividad del encaje legal como instrumento, a través de la resolución CD-BCN-XXXV-2-97, se unificaron las tasas de encaje para la moneda nacional y la extranjera en 17 por ciento, y en octubre se eliminó la exoneración antes señalada.

De acuerdo al modelo utilizado¹³ y el período muestral considerado (ver recuadro No. 1), las políticas de encaje diferenciado no han sido efectivas para modificar los incentivos que guían la estructura de los depósitos.

3.4 Encaje y fomento del crédito como una respuesta a la crisis

En términos coyunturales, la crisis económica y financiera internacional reciente ha encontrado respuestas de política de carácter contracíclicas, principalmente originadas en impulsos fiscales y expansiones monetarias. Entre estas últimas sobresalen la reducción de tasas de interés de política, otorgamiento o mayor acceso a líneas flexibles de crédito incluso a empresas distintas a las de la industria bancaria y reducción del encaje legal. Centroamérica y República Dominicana no fueron la excepción, y, en algunos casos, como en República Dominicana, se modificó la forma de constitución del encaje para que los créditos dirigidos al sector agropecuario, industria manufacturera local, construcción y micro, pequeña y mediana empresa formasen parte del encaje (ver resolución del BCRD en Apéndice 1). Por su parte, el Banco Central de Honduras puso a disposición del sistema financiero una línea de crédito temporal de 2,000 millones de lempiras (US\$106 millones aproximadamente), que serían destinados a proveer de liquidez para préstamos nuevos para vivienda (SECMCA, 2009).

¹³ El modelo es sujeto de mejoras en términos de ampliación de la base de datos y la incorporación de variables determinantes de la estructura de depósitos, tales como diferenciales de tasas de interés, sectorización de depósitos y existencia de la cláusula de mantenimiento de valor, entre otras.

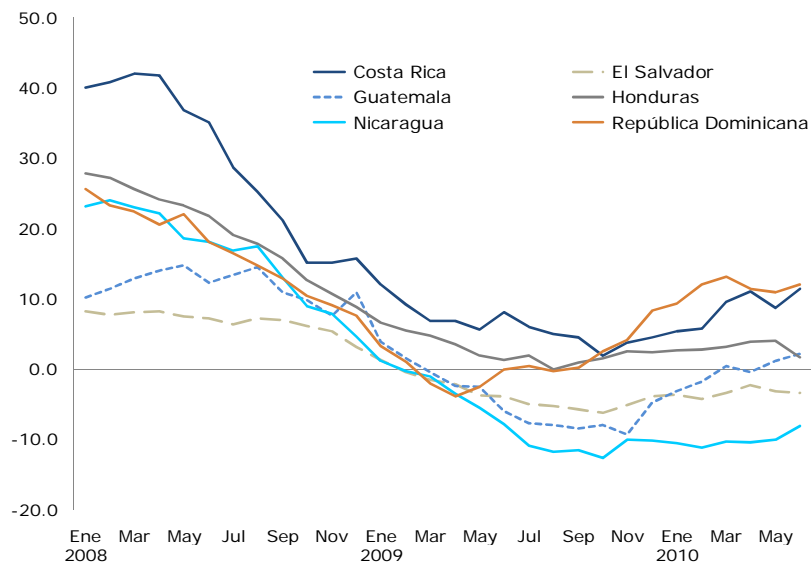
Tabla 1: Medidas de política monetaria para enfrentar la crisis

Medida de política monetaria / País	Costa Rica	El Salvador	Guatemala	Honduras	Nicaragua	República Dominicana
Modificación del encaje bancario						
Provisión de liquidez en moneda nacional						
Cambios en la tasa de política monetaria						
Otras medidas						

Fuente: CEPAL (2009). *Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe*.

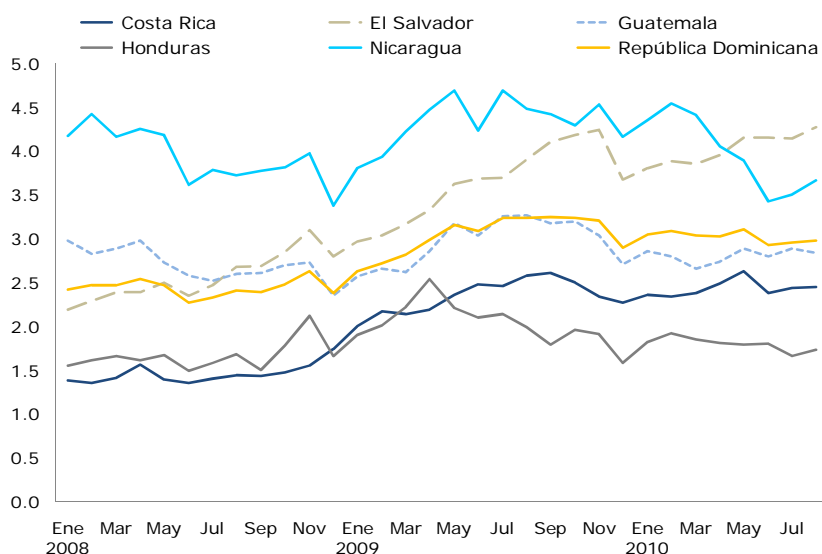
Lo que se ha observado en general es que, a pesar de las políticas monetarias expansivas tomadas en la región, el ritmo de crecimiento del crédito se ha reducido en todos los países de la misma. Lo anterior sugiere que la contracción del crédito no se justifica por restricciones de liquidez sino más bien podría asociarse al aumento en la percepción de riesgo de las actividades productivas que se ha acompañado de deterioros en la cartera de crédito. Lo anterior no implica que las medidas pudieron haber evitado una mayor caída del crédito; a la fecha de redacción de este documento no se encontraron, en los países de la región, estudios que evidenciaran dicho impacto.

Gráfico 1. Crédito al sector privado
(tasa de crecimiento interanual en porcentaje)



Fuente: SECMCA.

Gráfico 2. Cartera vencida/ Préstamos brutos
(porcentaje)



Fuente: SECMCA.

3.5 Encaje bancario y su impacto en el margen financiero

Los recursos que obligatoriamente están en el Banco Central tienen para las entidades un costo de oportunidad inmediatamente asociado a la tasa activa promedio con la que están operando. En ese sentido, una forma de medir el costo de mantener el encaje legal es calcular los ingresos de las entidades si dichos recursos estuviesen colocados como activos productivos.

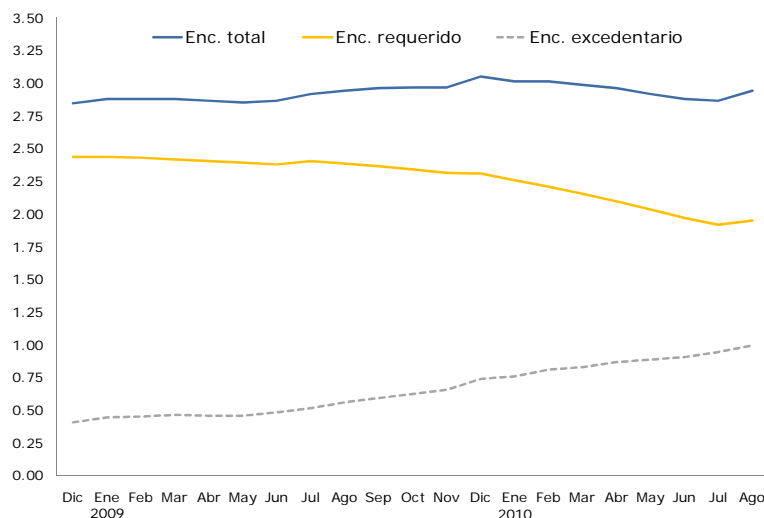
Una descomposición del margen financiero para el Sistema Financiero Nicaragüense señala que, en promedio para los dos últimos años y medio, el costo del encaje efectivo (requerido más excedentario) representa aproximadamente 2.9 puntos porcentuales del margen financiero. En especial, como una respuesta ante la crisis, las entidades financieras han incrementado significativamente los niveles de recursos excedentarios en el Banco Central lo cual ha presionado el margen financiero, de tal forma que su costo es ahora un poco más del doble de lo observado a fines del año 2008.

En el mismo período, el margen financiero ha pasado de un nivel de 11.47 por ciento a 9.99 por ciento, explicado fundamentalmente por una reducción en los ingresos financieros producto del deterioro de la calidad de la cartera y de menores entregas de crédito. En promedio, el costo de mantener el encaje requerido durante el período analizado ha sido de 2.3 puntos porcentuales del margen financiero, de manera que en la medida en que el Banco Central mantiene invariable la tasa de encaje legal, es relativamente fácil para las entidades internalizar dicho costo en el margen financiero.

De acuerdo a estimaciones econométricas con datos de panel, los principales determinantes del margen financiero son los costos operativos, la tasa efectiva de encaje y la incertidumbre externa derivada de la volatilidad de la tasa LIBOR. Adicionalmente, en la determinación del margen, el

poder de mercado, la tenencia de títulos del Gobierno, régimen tributario e incertidumbre inflacionaria resultaron ser significativas. Es importante mencionar, que el orden de importancia de cada una de estas variables cambia en dependencia de cada banco en particular y específicamente el modo en que cada institución es afectada por el encaje no es homogéneo. En este sentido, medidas orientadas a reducir los costos operativos del sistema financiero, diversificar la cartera de activos y mantener la estabilidad macroeconómica podrían tener un efecto más significativo en términos de reducción del margen con que opera el sistema bancario en Nicaragua.

Gráfico 3. Costo del encaje legal en el margen financiero
(porcentaje)



Fuente: Unidad de Análisis Financiero. BCN.

Recuadro No.1: Quiebres estructurales y encajes diferenciados

Para analizar la presencia de quiebres estructurales en las series de depósitos se utilizó el test de ruptura de tendencia desarrollado por David y Papell (1998). Esta prueba parte del supuesto de que la serie bajo estudio sigue un proceso estacionario alrededor de una tendencia determinística con quiebres. La prueba consiste en estimar la siguiente ecuación de regresión:

$$(1) \quad d_t = \mu + \sum_{j=1}^m \gamma_j DU_{jt} + \beta T + \sum_{j=1}^m \theta_j DT_{jt} + \sum_{i=1}^k \gamma_i d_{t-i} + \varepsilon_t$$

Donde d_t es el logaritmo de los depósitos o el cociente de los depósitos a la vista y ahorro entre los depósitos a plazo o la razón entre los depósitos en moneda nacional y extranjera, en dependencia de la variable a la cual se le está analizando la presencia de quiebres estructurales; Δ es un operador de primeras diferencias; T es un componente de tendencia; k es el número de rezagos necesarios para asegurar que el término de error ε_t sea ruido blanco; y DU_t , DT_t son variables dummies para capturar cambios en los niveles y en la tendencia de la serie en cada fecha posible de quiebre T_0 , respectivamente. Estas variables se definen como:

$$DU_t = \begin{cases} 0 & t < T_0 \\ 1 & t \geq T_0 \end{cases} \quad DT_t = \begin{cases} 0 & t < T_0 \\ t - T_0 & t \geq T_0 \end{cases}$$

La ecuación (1) se estima secuencialmente para cada período de ruptura T_{0j} (estableciendo que $0.1T < T_{0j} < 0.9T$ siendo T el número de observaciones), siendo la muestra de estimación 1995:01-2010:08. Así, si se rechaza la hipótesis de que los coeficientes asociados a las variables dummies (γ_j, θ_j) son diferentes de cero, entonces se dice que hubo un quiebre en la serie en ese período. Por tanto, el ejercicio consiste en verificar si esos períodos de cambios en la pendiente o la media de los depósitos coinciden con las fechas donde hubo diferenciación en la tasa de encaje. Si este es el caso, entonces esto podría considerarse como evidencia preliminar de que la diferenciación en la tasa de encaje tuvo algún efecto en la dinámica de los depósitos.

Los resultados se presentan en la tabla 2. Como se observa, las fechas donde se registra el mayor cambio estructural en los depósitos coincide con algunos períodos en los cuales hubo diferenciación en las tasa de encaje por plazo (junio y octubre de 1997). Así, mientras que en junio de 1997, cuando se eliminó el encaje a los depósitos mayores a un año los depósitos a la vista cayeron, que era de esperarse, y en octubre del mismo año, cuando se eliminó esta restricción los

depósitos a plazo registraron una disminución. Sin embargo, a pesar de que la dirección de los cambios coincide con los cambios en la tasa de encaje, estos quiebres no son estadísticamente significativos.

Con respecto al cociente entre los depósitos en moneda nacional y extranjera, la fecha de quiebre (2003:08) no coincide con la unificación en la tasa de encaje por moneda en 1997.

Tabla 2
Prueba de quiebre estructural en los depósitos

Variable	Fecha	Sup F	Signo
Cociente (vista+ahorro)/plazo	Oct-1999	26.02*	Negativo
Dep. Vista	Oct-1997	6.65	Negativo
Dep. Ahorro	Sep-2001	9.55	Negativo
Dep. Plazo	Junio-1997	12.94	Negativo
<u>Cociente mon. nac/mon. extranjera</u>	<u>Ago-2003</u>	<u>4.98</u>	<u>Positivo</u>

Nota: *Rechazo de la hipótesis de ausencia de cambio estructural al 5% de significancia. Valor crítico 17.85 (David y Papell, 1998)

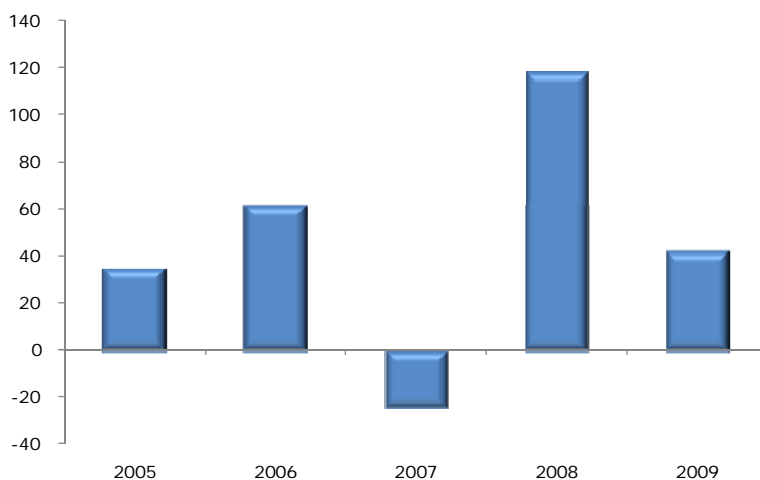
4. Encaje efectivo, régimen legal y programación monetaria

Como se mencionó, el principal uso del encaje ha sido el garantizar recursos que coadyuven a mantener la estabilidad de la moneda a través de su aporte a la acumulación de reservas y como reserva de liquidez para enfrentar retiros temporales de depósitos y facilitar el desenvolvimiento del sistema de pagos. Bajo el régimen cambiario actual, la programación monetaria se orienta básicamente a lograr niveles de reservas internacionales consistentes con la demanda de divisas del público para realizar pagos internos y externos de la economía, en especial los asociados a importaciones y deuda externa. Esta acumulación de reservas internacionales, asumiendo un endeudamiento neto interno cero, se logra esencialmente por el señoreaje y los traslados que el Gobierno realiza en apoyo a la estabilidad cambiaria.

En los últimos cinco años el flujo de encaje efectivo ha representado 33.4 por ciento de la acumulación de reservas internacionales y durante los últimos años los excesos de encaje han ganado participación. Las causas de los excesos de encaje podrían estar asociadas a las bajas entregas de crédito (a febrero 2008 el crédito en dólares, en términos interanuales, aumentó 27.6%, mientras a octubre 2009 alcanzó su máxima caída, 10.5 por ciento, a julio 2010 el crédito continuaba cayendo a una tasa de 3.9%) y caídas en los retornos alternativos al crédito. Efectivamente, la tasa de rendimiento promedio de las letras del BCN se ha reducido notablemente y a septiembre de 2010 ésta fue apenas 0.4 por ciento. De forma similar, la tasa implícita de las inversiones en el exterior ha pasado de 3.3 por ciento en enero 2008 a 0.2 por ciento en julio de 2010.

Gráfico 4

Flujo de encaje/variación de reservas internacionales brutas
(porcentaje)



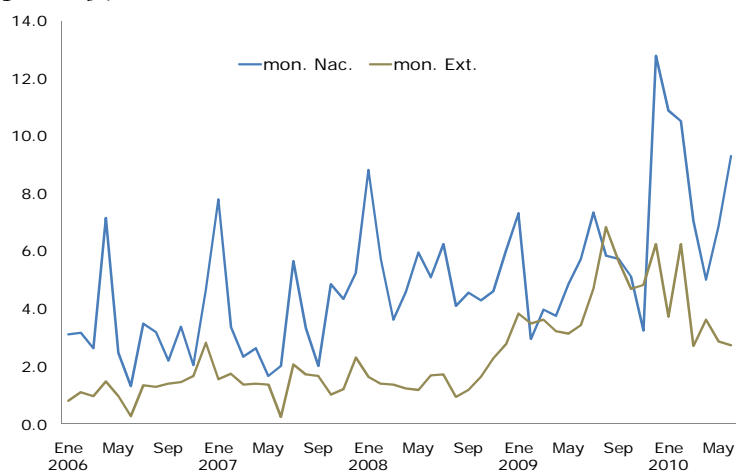
Fuente: Con base a panoramas monetarios BCN.

Dada la relevancia del encaje en términos de acumulación de reservas internacionales, la volatilidad elevada de aquel se traslada a cambios erráticos en las reservas internacionales. Una descomposición de varianza a la Cholesky de las variaciones de reservas internacionales brutas señala que cerca del 20 por ciento de la varianza de éstas es explicada por la varianza del encaje,

similar al porcentaje que explica el numerario y caja, así como los depósitos del sector público en el BCN.

Bajo el esquema cambiario actual, el BCN, además de procurar un nivel de reservas consistente con éste, procura evitar fluctuaciones bruscas en las reservas a través del uso de operaciones de mercado abierto (OMA). En ese sentido, fluctuaciones importantes e impredecibles en el encaje se trasladan a las reservas y por ende aumentan la incertidumbre en términos del manejo de OMA¹⁴, lo que a su vez, en cierta medida, induce a tasas de interés más erráticas, mayor incertidumbre en la planificación del BCN e inversionistas, y, bajo ciertas condiciones un mayor costo financiero para el instituto emisor, especialmente en fechas próximas al cumplimiento de las metas establecidas en el programa monetario.

Gráfico 6. Excesos de encaje
(porcentaje)



Fuente: BCN.

Por su parte, la volatilidad del encaje está determinada fundamentalmente por la de los depósitos. Efectivamente, se realizó un análisis de regresión múltiple para explicar la volatilidad de la tasa efectiva de encaje en moneda nacional, y otro análisis similar para la volatilidad de la tasa de encaje efectiva en moneda extranjera, a lo largo del período muestral enero 2002 - agosto 2010. Las variables explicativas que se incluyeron en el análisis, para cada una de las monedas, fueron: rezagos de la misma volatilidad de la tasa de encaje, la volatilidad de la tasa de crecimiento de los depósitos, la tasa efectiva de encaje del último mes, la tasa de interés activa y la tasa de remuneración del encaje¹⁵. La volatilidad de una variable, en un determinado momento, se definió como la desviación estándar a lo largo de los últimos 24 meses.

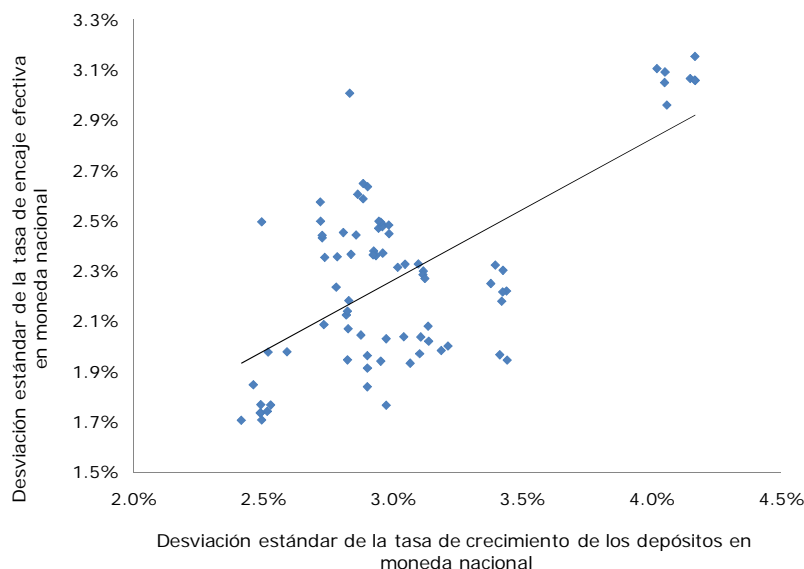
¹⁴ Igualmente importante es reducir la incertidumbre de los movimientos de los recursos del Gobierno en el BCN, por lo que es importante afinar la programación de estos movimientos. Con relación a las demanda de numerario y caja, la volatilidad de ellas son exógenas a las decisiones de política del BCN.

¹⁵ En diversas fechas el BCN ha aumentado la tasa de encaje y remunerado dicho aumento, por ejemplo agosto 1995, junio 1998, julio 2001, junio 2006 y julio 2007.

Luego de ensayar diversas especificaciones, los mejores resultados se encontraron cuando la volatilidad de la tasa de encaje en una determinada moneda se modeló en dependencia de sus rezagos y la volatilidad de la tasa de crecimiento de los depósitos en dicha moneda. No se observó un efecto estadísticamente significativo por parte de las otras variables. Los resultados indican que si la desviación estándar de la tasa de crecimiento de los depósitos, en moneda nacional o extranjera, incrementa 1 punto porcentual con respecto al escenario base, entonces la desviación estándar de la tasa de encaje efectiva, en moneda nacional o extranjera, respectivamente, incrementa entre 0.4 y 0.6 puntos porcentuales con respecto al escenario base. Los gráficos 7 y 8 reflejan la correlación positiva entre las volatilidades de los depósitos y el encaje tanto en moneda nacional como extranjera.

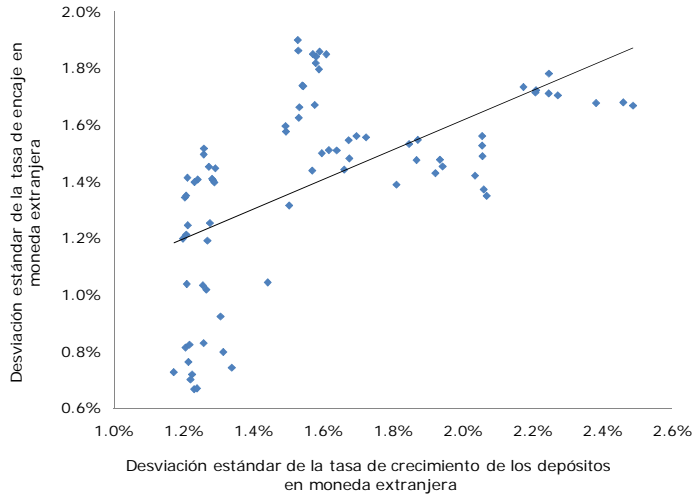
Resultados similares se obtienen haciendo uso de vectores autorregresivos para las volatilidades de la tasa de encaje, tanto en moneda nacional como extranjera, con respecto a la volatilidad de la tasa de crecimiento de los depósitos. En efecto, según las descomposiciones de varianza derivadas de los vectores autorregresivos, la varianza de la volatilidad de la tasa de encaje efectiva para cada una de las monedas es explicada entre 45 y 55 por ciento por la varianza de la volatilidad de la tasa de crecimiento de los depósitos denominados en la moneda respectiva.

Gráfico 7. Volatilidad de depósitos y de encaje efectivo en moneda nacional



Fuente: Con base en datos del BCN.

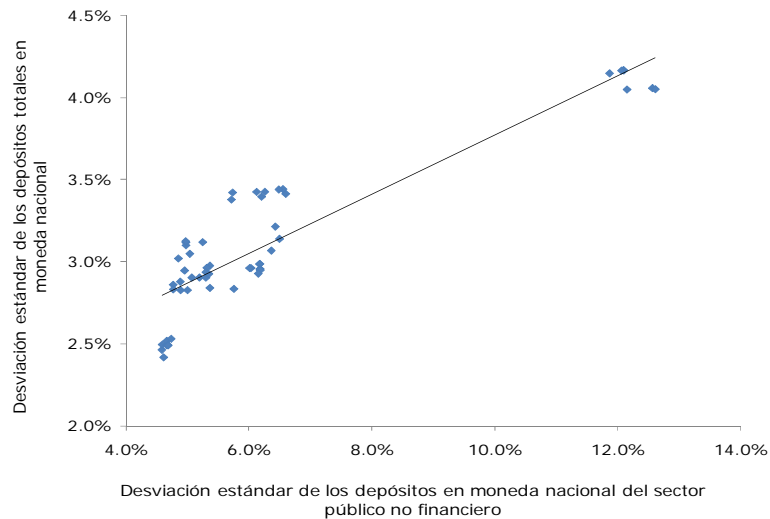
Gráfico 8. Volatilidad de depósitos y de encaje efectivo en moneda extranjera



Fuente: Con base en datos del BCN.

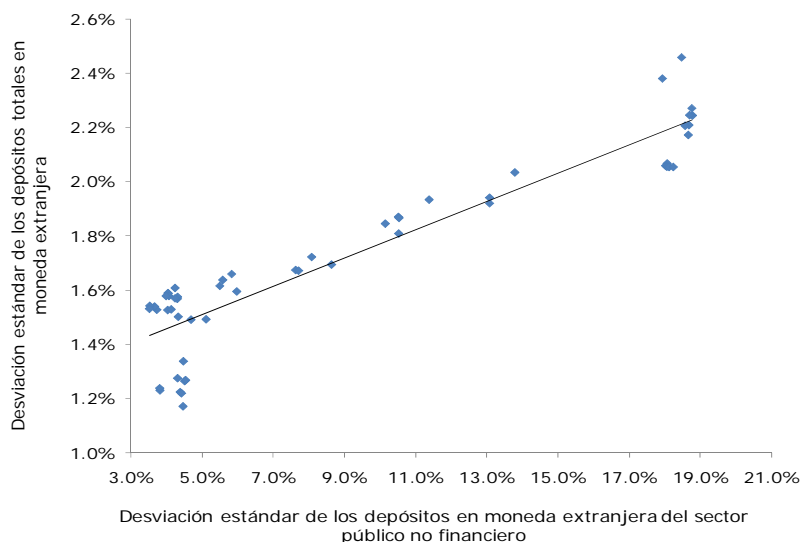
Ahora bien, es interesante señalar la alta correlación existente entre la volatilidad de los depósitos totales y la de los depósitos pertenecientes al sector público no financiero, en ambas monedas. A través del uso de vectores autorregresivos se obtiene que la varianza de la volatilidad de los depósitos totales es explicada en un 76 y 85 por ciento por la varianza de la volatilidad de los depósitos del SPNF, en moneda nacional y extranjera, respectivamente.

Gráfico 9. Volatilidad de depósitos en moneda nacional



Fuente: Con base en datos del BCN.

Gráfico 10. Volatilidad de depósitos en moneda extranjera



Fuente: Cálculos con base en datos del BCN.

Del análisis anterior se desprende que si bien la volatilidad del encaje tiene costos en términos de programación e intermediación financiera, ésta tiene un origen exógeno a las decisiones de política del BCN. Debido a lo anterior es poco lo que el Banco Central puede hacer a fin de reducir la volatilidad observada del encaje vía una menor volatilidad en los depósitos; no obstante, mediante una regulación más estricta sí podría hacerlo. Efectivamente, en el extremo, si el banco central penalizara el exceso o déficit del encaje en una base diaria se eliminaría hipotéticamente la volatilidad del encaje. Sin embargo, ello introduciría un elevado costo al sistema financiero, especialmente al no contar éste con un mecanismo alternativo para ajustar su liquidez ante excesos o déficits temporales. Lo anterior es aún más complicado en una situación, como la actual, en la que el sistema financiero en su conjunto está al mismo lado en su posición de liquidez, lo que no favorece el desarrollo de un mercado interbancario.

Adicional a la volatilidad observada en el encaje, bajo la regulación actual existe un riesgo potencial de que se genere una mayor volatilidad en éste y por consiguiente en las reservas internacionales y operaciones de mercado abierto. Lo anterior se debe a que bajo el régimen de encaje vigente, los bancos podrían desencajarse hasta por seis semanas consecutivas, en el extremo.

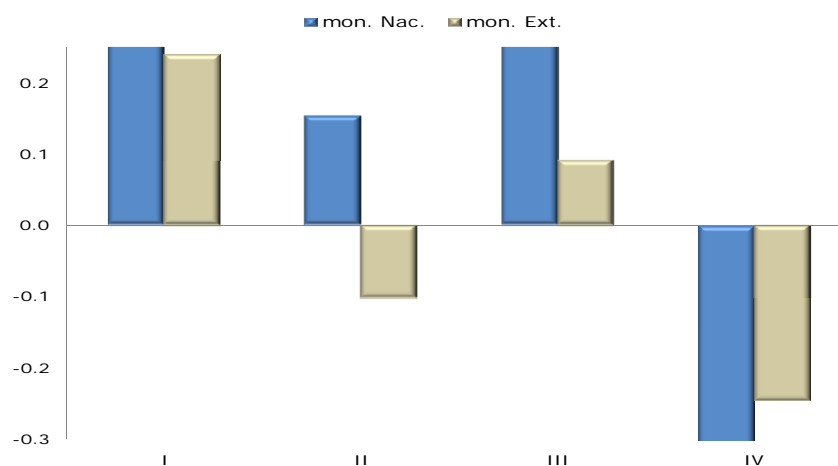
No obstante las dificultades planteadas anteriormente para reducir la volatilidad observada y potencial del encaje, existe espacio para mejorar la regulación de éste sin introducir costos adicionales significativos al sistema bancario. En la siguiente sección se presenta una propuesta de modificación al régimen de encaje y se anexan las principales consideraciones técnicas para el establecimiento de los principales aspectos operativos del régimen propuesto.

5. Propuesta de modificación a la forma de medición y cumplimiento del encaje

Del análisis precedente se derivan las siguientes conclusiones en torno al uso del encaje y su relación con la programación monetaria. En primer lugar, el encaje ha sido efectivo como un medio para apoyar el régimen cambiario actual, facilitar el desarrollo del sistema de pagos, enfrentar requerimientos temporales de liquidez y tiene un efecto moderado sobre el margen financiero; en segundo lugar, el uso diferenciado del encaje para fomentar el ahorro y el crédito productivo, así como afectar el grado de dolarización de la economía no ha sido efectivo; y en tercer lugar, la alta volatilidad del encaje y la flexibilidad en su cumplimiento imprimen una alta incertidumbre en la programación monetaria. Debido al último argumento, se proponen ciertas modificaciones al régimen actual, encaminadas a dar mayor flexibilidad al sistema financiero en el cumplimiento del encaje, al tiempo en que se reducen los costos observados y potenciales en la programación financiera.

La primera modificación se orienta a permitir al sistema financiero una mejor programación de su liquidez vía un período más largo de la base de cálculo y el tiempo requerido para ajustar sus flujos de encaje para cumplir con el encaje requerido. En la actualidad se establece un período semanal para determinar el promedio de las obligaciones sujetas de encaje, mismo período que se utiliza para calcular el promedio de los saldos de encaje efectivo en el BCN¹⁶. Sin embargo, este lapso de tiempo resulta ser bastante rígido en vista de la volatilidad observada en los depósitos, la cual, además al mostrar componentes estacionales semanales, implica un esfuerzo asimétrico para la banca durante las distintas semanas en función de cumplir con los requerimientos de encaje.

Gráfico 11. Factores estacionales
(porcentaje)



Fuente: Cálculos con base en datos del BCN.

¹⁶ La mayoría de países de LA utilizan una base de cálculo quincenal o mensual (ver Anexo 2).

Tabla 3: Significancia estadística de la existencia de estacionalidad semanal

H₀: existe factor estacional

Depósitos en:	Semana			
	I	II	III	IV
Córdobas	Si	No	No	Si
Dólares	Si	No	No	Si

Fuente: Cálculos con base en datos del BCN.

Las pruebas de estacionalidad semanal dentro de cada mes encuentran evidencia estadística significativa que en la primera semana de cada mes los depósitos aumentan por encima del factor ciclo tendencia de cada mes, y por otra parte para la cuarta semana se observan reducciones de los depósitos respecto a la tendencia ciclo de cada mes. Por otra parte para la segunda y tercera semana no se encuentra evidencia significativa de factores estacionales.

Basados en el análisis previo se propone que la base de cálculo sea el promedio de las obligaciones con el público con base catorcenal. De esta manera se permitiría compensar los factores estacionales de la I y IV semana, y por lo tanto la estacionalidad de los depósitos (exógena para los bancos) no implicaría un esfuerzo adicional en el manejo de liquidez por parte de la banca para enfrentar este problema, como sí lo es en la actualidad con el período de cálculo y cumplimiento de los encajes semanales.

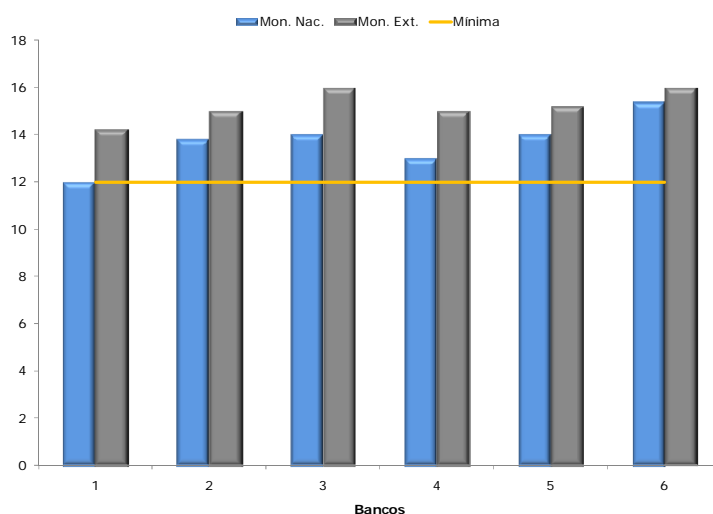
La segunda modificación se asocia a la forma en que los bancos deben cumplir con el encaje. A la fecha un banco incumple con el encaje cuando los depósitos promedios mantenidos diariamente en el BCN durante una semana son menores a 16.25 por ciento del promedio de las obligaciones del público sujetas a encaje de la semana anterior. Asimismo, un banco es sujeto de multa si incumple con el encaje durante más de tres semanas en un trimestre calendario. Adicionalmente, no existen reservas mínimas de encaje para cada día. Este esquema de implementación del encaje es laxo, lo cual tiende a: i) mermar la capacidad de este instrumento para cumplir con su objetivo de garantizar la disponibilidad de recursos ante choques de liquidez, en la medida en que los bancos permanezcan la mayor parte del tiempo desencajados, y ii) dificultar la programación monetaria e introducir volatilidad no deseada en las reservas del BCN, especialmente en la fecha en que la meta de éstas debe ser cumplida.

Por las razones anteriores se plantea una modificación a la manera en que se mide el cumplimiento y se sancionan los desvíos del encaje efectivo con relación al requerido, procurando que este instrumento cumpla sus objetivos de mejor manera sin que ello conlleve a restricciones significativas para las instituciones sujetas a encaje. Para ello se establecen dos formas de medir el cumplimiento del encaje: una diaria y otra catorcenal y en ambos casos se penaliza al primer incumplimiento. No obstante, a fin de no duplicar una multa en caso de incumplimiento simultáneo de uno o varios días y la catorcena que los contiene, las multas por los desencajes diarios son constitutivas de la multa por incumplimiento catorcenal. La obligatoriedad diaria persigue favorecer la predictibilidad del encaje y contar con recursos ante choques de liquidez,

mientras el cumplimiento catorcenal pretende dotar a la banca de mayor flexibilidad en el manejo de sus disponibilidades y así compensar la mayor rigurosidad en cuanto al período máximo permitido de descaje a las instituciones sujetas a encaje¹⁷.

Para el cumplimiento diario se propone establecer una tasa de encaje de 12.00 por ciento en ambas monedas. Para fijar esta tasa se construyó una función de distribución para el comportamiento del encaje, por banco y por moneda para los últimos diez años y se observó que a un nivel de 95 por ciento de confianza dicha tasa no es restrictiva. En resumen, la tasa de 12.00 por ciento para el cumplimiento del encaje requerido diario no representa, con base al comportamiento histórico, restricciones significativas para ningún banco del sistema. En cuanto a la tasa de encaje requerida para el cumplimiento catorcenal se propone dejarla en 15.00 por ciento.

Gráfico 12
Tasa mínima diaria de encaje efectivo al 95 por ciento de confianza



Fuente: Cálculos con base en datos del BCN

También se proponen modificaciones a las obligaciones sujetas a encaje y al monto de la multa. Las obligaciones sujetas a encaje se actualizaron y se especifica la multa para cada uno de los tipos de incumplimiento. La siguiente tabla muestra un resumen del marco regulatorio vigente y propuesto del encaje legal.

¹⁷ El FMI y el BM realizaron propuestas similares; no obstante no profundizaron en la justificación ni operatividad de la propuesta (ver recuadro No. 2).

Tabla 4: Características de la Política de Encaje Legal

Conceptos	Actual	Propuesta
Tasa de encaje requerido	16.25%	Diario: 12%; Catorcenal: 15%
Encaje diferenciado por moneda	No	No
Encaje diferenciado por plazo	No	No
Encaje diferenciado por institución	No	No
Obligaciones sujetas a encaje	Obligaciones con el público de acuerdo a MUC.	Tres adicionales con el público: Cheques de gerencia, Acreedores por operaciones de valores con opción de recompra y Operaciones con instrumentos financieros derivados, ambas con el público.
Plazo de medición	Semanal	Diaria y Catorcenal
Constitución del encaje	Efectivo en BCN	Efectivo en BCN
Remuneración del encaje	No	No
Causal de sanción	Al cuarto desencaje en un trimestre calendario.	Al primer desencaje diario o catorcenal.
Sanción	Déficit de encaje por tasa de interés más alta cobrada por los bancos para crédito de corto plazo más 1 pp. Además el Superintendente puede prohibir al banco efectuar nuevos préstamos e inversiones.	<p>Diario: Déficit de encaje por tasa de interés más alta cobrada por los bancos y sociedades financieras para crédito de corto plazo más 1 pp.</p> <p>Catorcenal: Déficit de encaje por tasa de interés más alta cobrada por los bancos y sociedades financieras para crédito de corto plazo más 1 pp. Además, el Superintendente puede prohibir al banco o sociedad financiera efectuar nuevos préstamos e inversiones.</p> <p>A fin de no duplicar una multa en caso de incumplimiento simultáneo de uno o varios días y la catorcena que los contiene, las multas por los desencajes diarios son constitutivas de la multa por incumplimiento catorcenal.</p>

Fuente: BCN

Consideraciones Finales

Finalmente, se propone no diferenciar la tasa de encaje legal por plazos o monedas de las obligaciones con el público. La racionalidad de esta medida ya fue abordada ampliamente en la sección III del documento. También se sugiere, bajo las actuales condiciones, no modificar la forma de constitución, ni remunerar el encaje (ver racionalidad en recuadro No. 3).

Recuadro No. 2: Principales retos en materia de implementación de política monetaria y resguardo de estabilidad financiera

Como parte de su instrumental, el encaje legal requerido es uno de los más importantes instrumentos alternos que posee el BCN para conducir su política monetaria y resguardar la estabilidad del sistema financiero. En este sentido, el encaje legal ha sido utilizado por el BCN en períodos extraordinarios como complemento a sus operaciones de mercado abierto y líneas de asistencia financiera para resguardar los niveles de reservas internacionales y promover mayores niveles de liquidez doméstica ante contextos de incertidumbre y retiro de depósitos.

Dado la importancia de este instrumento en el manejo de la política monetario y sus efectos sobre los flujos de liquidez del sistema financiero, los especialistas en materia de sistemas financieros y política monetaria han analizado en diversas ocasiones el marco operatorio del encaje legal del BCN, proponiendo alternativas para mejorar la eficiencia de este instrumento en términos de manejo de liquidez del sistema financiero y de efectividad de la política monetaria.

En el marco de la actualización del Programa de Evaluación del Sistema Financiero (FSAP, por sus siglas en inglés) realizado en octubre de 2009, el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial realizaron diagnósticos y recomendaciones relacionadas con la infraestructura del sistema financiero y su vulnerabilidad ante eventos extremos. En este sentido, dado el elevado grado de dolarización de facto de la economía nicaragüense y sus implicancias en términos de alcance del BCN en su rol de prestamista de última instancia, el FSAP ha propuesto a las autoridades nicaragüenses la implementación de un requerimiento mínimo de liquidez respecto a las obligaciones en moneda extranjera. Este esquema, a diferencia del encaje requerido en términos de promedio semanal, se orienta a evitar que en el intradía las instituciones financieras puedan, sin sanción alguna, drenar recursos de sus cuentas corrientes en el banco central. Esta recomendación se orienta principalmente en materia de medidas precautorias, fortaleciendo las reservas de liquidez del sistema financiero consolidado frente a choques de liquidez tanto sistémicos como individuales.

En el marco de la consulta del Artículo IV, el FMI revisó la instrumentación de la política monetaria del BCN. Con base en dicha revisión, en aras de proveer al sistema bancario de mayor flexibilidad en el manejo de su flujo de liquidez, el FMI sugirió eliminar el requerimiento legal que establece el plazo y el método de cálculo actual, reemplazándolo por una norma del BCN que extienda el período sobre el cual se calcule y evalúe el encaje legal. Esta recomendación se orienta

en mejorar el instrumental de política monetaria del BCN, así como a mejorar la eficiencia del manejo de liquidez del sistema financiero. Lo anterior, en conjunto con el desarrollo de un mercado interbancario, promovería en el mediano plazo una reducción de los niveles de liquidez inmovilizados por la banca.

Recuadro No.3: Constitución y remuneración de encaje

En el Arto. 58 de la Ley No. 732 Ley Orgánica del Banco Central de Nicaragua, se establece que el encaje podrá ser en dinero efectivo o en valores del BCN. Asimismo, confiere potestad al Consejo Directivo para que reconozca intereses sobre el monto de los encajes que excedan del límite fijado por el mismo. Entre los argumentos a favor de permitir la constitución del encaje en valores del BCN se pueden mencionar los siguientes: a) el efectivo liberado podría ser utilizado para expandir el crédito, b) se reduce el costo alternativo del encaje y por ende podría reducirse el margen financiero, y c) el mercado secundario podría favorecerse en cuanto se dinamizaría la demanda de títulos del BCN. En sentido opuesto, aceptar títulos del BCN es equivalente a remunerar el encaje e incrementar el cuasi fiscal y reduciría la capacidad de las entidades financieras para realizar sus operaciones de liquidez, en la medida en que no exista un mercado de dinero desarrollado.

Actualmente, el encaje es constituido en su totalidad en efectivo y su excedente no es remunerado. Existen antecedentes en los que el BCN ha aceptado títulos como forma constitutiva del encaje y ha remunerado los excesos de éste por sobre el mínimo establecido. Por lo general, el uso de la última medida se ha presentado vía aumento en la tasa de encaje legal requerida y ha estado vinculado a episodios en que se requería proteger el nivel de reservas internacionales a fin de cumplir con el Programa Monetario. A través del reconocimiento de intereses por el mayor encaje se pretende reducir el efecto del mayor requerimiento sobre el margen financiero y la liquidez del sistema.

La forma en que el BCN ha remunerado el mayor encaje requerido ha sido diversa e incluye la remuneración de la totalidad (o parcial) de los recursos asociados a la medida, cobertura del mayor encaje vía valores ya emitidos o emitiendo valores nuevos para el cumplimiento del encaje adicional.

Antecedentes en el uso de títulos para constitución y remuneración del encaje

- Agosto 1993, se autorizó al Presidente del BCN emitir títulos valores que podían ser depositados en el BCN en cumplimiento del encaje legal.
- Abril 1995, se aumenta la tasa de encaje legal moneda nacional en 5 pp, remunerado ese aumento siempre y cuando cumplieran diariamente con la tasa de encaje legal, sino no se remuneraba ese día.

- Agosto 1995, adicional a lo anterior, el banco no tenía derecho a la remuneración si incumplía el encaje legal en el período establecido por Ley.
- Junio 1998, se autorizó al Presidente del BCN a remunerar el exceso de encaje legal moneda nacional.
- Julio 2001, se aumentó la tasa de encaje legal por un período de 6 meses, el marginal podía ser constituido mediante títulos emitidos por el BCN.
- Enero 2002, se conservó la medida anterior por 9 meses adicionales.
- Octubre 2002, se mantuvo el encaje marginal, pero se aprobó su disminución gradual, concluyendo en noviembre 2003.
- Junio 2006, se aprobó aumentar durante un período de 8 meses la tasa de encaje, siendo remunerado este encaje marginal.
- Febrero 2007, se conservó la política anterior.
- Julio 2007, en las Normas Financieras aprobadas por el Consejo Directivo se mantuvo la política de remunerar 3 pp del encaje legal.
- Octubre 2007, se disminuyó 3 pp de la tasa de encaje, por lo que se eliminó la remuneración.

Dadas las condiciones de liquidez presente, expresadas en excedentes voluntarios de encaje, no se considera oportuno modificar la forma de constitución ni remunerar los excedentes ya que ello, además de implicar un aumento en el cuasi fiscal, no tendría beneficios en términos de entrega de crédito ni desarrollo del mercado secundario. Tal a como se ha expresado en el documento, el menor ritmo de entrega de crédito se asocia a otras variables, tales como aumento en el riesgo crediticio, y no a restricciones de liquidez.

Referencias bibliográficas

- Berg, A. & Borensztein, E. (2000). *The pros and cons of full dollarization*. Fondo Monetario Internacional. Working Paper 00/50.
- Chang R. & Velasco A. (2002). *Dollarization: analytical issues*. National Bureau of Economic Research, WP 8838.
- Friedman, M. (1959). *The demand for money: Some theoretical and empirical results*. Journal of Political Economy, 67: 327-351.
- Galindo, A. & Leiderman, L. (2005). *Living with dollarization and the route to de-dollarization*. Banco Interamericano de Desarrollo. Working Paper 526.
- Ize, A. & Levy Yeyati, E. (2005). *Financial de-dollarization: Is it for real?*. Fondo Monetario Internacional. Working Paper 05/187.
- Levy-Yeyati, E. (2003). *Financial dollarization: Where do we stand?*. Borrador preliminar para la Conferencia sobre Desdolarización financiera: opciones de política, BID, Washington, D.C.
- Lütkepol, H. (1993). *The sources of the US money demand instability*. Empirical Economics, 18: 720-743.
- Sriram, S. (1999). *Survey of literature on demand for money: Theoretical and empirical work with special reference to error-correction model*. IMF Working Paper 99/64, mayo.
- Reportes varios y estadísticas de la Secretaría Ejecutiva del Consejo Centroamericano (SECMCA). CEPAL (2009). *Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe*.

Anexos

Anexo 1: Tasa de encaje legal y retiros de depósitos

En una economía como la nicaragüense, con ancla de tipo de cambio, la existencia del encaje legal reduce la exposición del Banco Central ante una corrida masiva de depósitos en el caso de que éste tenga que recurrir a las reservas para garantizar un salvataje financiero. De esta manera el encaje reduce las probabilidades de una crisis de balanza de pagos y una paralización del sistema de pagos¹⁸. Así, aunque el encaje no garantiza que cada banco pueda enfrentar una corrida de depósitos, sí funciona como una reserva de liquidez a nivel del sistema financiero.

En esta parte se presentan los resultados de un ejercicio de simulación que tiene por objetivo estimar el nivel de reservas de liquidez suficientes¹⁹ para afrontar una corrida de depósitos. Los resultados de esta estimación podrían servir como una guía para evaluar si la tasa de encaje actual subestima o sobreestima el nivel de liquidez necesaria para afrontar una corrida de depósitos. Un nivel insuficiente de encaje deja expuesto al sistema ante una crisis, mientras un nivel muy alto de encaje exacerba los costos que generara la obligación de mantener más liquidez (por ejemplo, el costo de oportunidad en que incurren los bancos y la menor disponibilidad de crédito en la economía).

El nivel de reservas de liquidez a la cual hace referencia este ejercicio son aquellas usadas para proveer liquidez en caso de una crisis sistémica. Es decir, se simulan el nivel de reservas requerido para enfrentar una situación de iliquidez generalizada del sistema financiero y no situaciones de iliquidez individual de una entidad. Esto también excluye a las reservas mantenidas para afrontar las necesidades operativas de cada banco.

Para determinar el nivel de liquidez suficiente, se simulan las posibles crisis (caídas de depósitos) que el sistema bancario nicaragüense pudiera llegar a enfrentar, basado en el comportamiento histórico de los depósitos. Para lograr esto, se ajustó la trayectoria pasada de las caídas de depósitos a una ecuación de comportamiento que contiene un elemento aleatorio más un componente autorregresivo. Esta ecuación reflejaría el comportamiento “típico” de los depósitos totales en época de crisis.

Dado que solamente se está interesado en simular períodos de crisis, los datos utilizados para ajustar esta ecuación corresponden solamente a los diferentes períodos de pérdidas continuas de

¹⁸ El señoreaje obtenido a través del encaje legal trabaja como una prima implícita por el seguro que presta el BCN en su rol de prestamista de última instancia

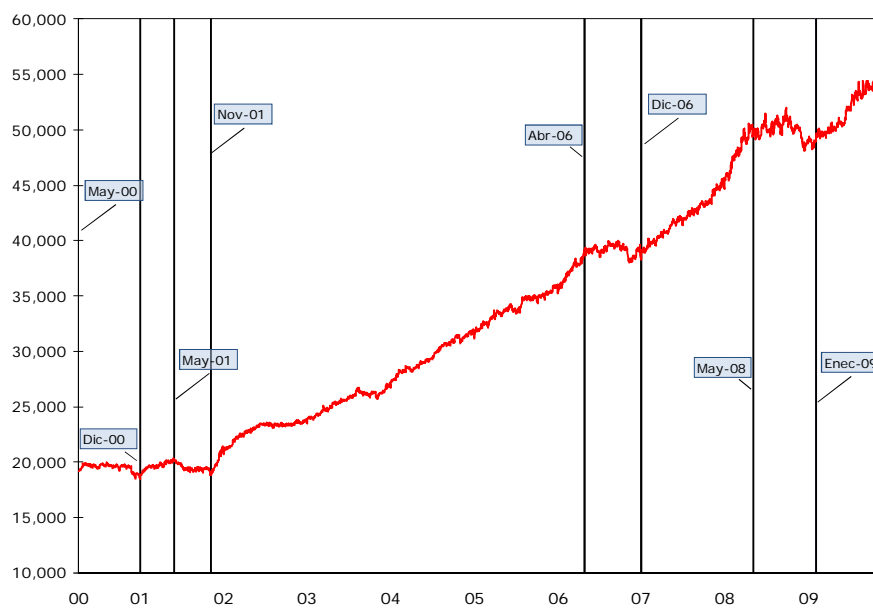
¹⁹ Es importante aclarar que hablamos de un nivel de reservas obligatorias “suficientes” y no “óptimas”, esto debido a que es muy difícil cuantificar los beneficios derivados de un mayor nivel de encaje y algunos costos derivados de esta medida. Por otra parte, un nivel de encaje óptimo debería tomar en cuenta el grado en el cual los bancos internalizan el encaje obligatorio como parte de su liquidez disponible.

depósitos. Estas pérdidas de depósitos pueden tener sus causas en diversos factores tanto internos como externos y su magnitud y duración puede cambiar.

Con esta ecuación estimada, la cual es el proceso generador de datos, se simularon 10,000 corridas de depósitos posibles en un horizonte de cuatro meses, es decir, 10,000 posibles trayectorias de los depósitos en el mismo período. Una vez obtenidas estas trayectorias, para cada una de ellas se obtuvo la mayor caída de depósitos, generando de esta forma una distribución de frecuencia para las caídas máximas. Con la distribución simulada se procedió a seleccionar distintos percentiles que indican el **nivel deseable de liquidez** para distintos grados de confianza. Así por ejemplo, el percentil 99 correspondería a una caída de X% de los depósitos y esta caída sólo debería ser superada en una cada 100 posibles crisis. Este nivel de caída sería la tasa correspondiente al nivel de encaje suficiente.

El período utilizado en las estimaciones va desde abril de 2000 hasta noviembre de 2009 en frecuencia diaria, para totalizar 2908 observaciones. Como se mencionó anteriormente, de este período se seleccionaron los sub-períodos para los cuales se presentaron caídas continuas de depósitos. Estos sub-períodos son 4, siendo el sub-período mayo-diciembre del 2000 donde se presenta la mayor caída de depósitos en términos porcentuales (8%).

Gráfico I-1
Depósitos totales
(millones de córdobas)



Fuente: Cálculos con base en datos del BCN.

Dado que la serie de depósitos tiene una tendencia creciente en el tiempo, se reescaló la serie a 100 al inicio de cada sub-período con el objetivo de evitar cambios bruscos en la serie y buscar una convergencia hacia un nivel de equilibrio.

El modelo

La ecuación que se estimó para ajustar la trayectoria de los depósitos, es un modelo autorregresivo para el logaritmo de la diferencia de los depósitos totales:

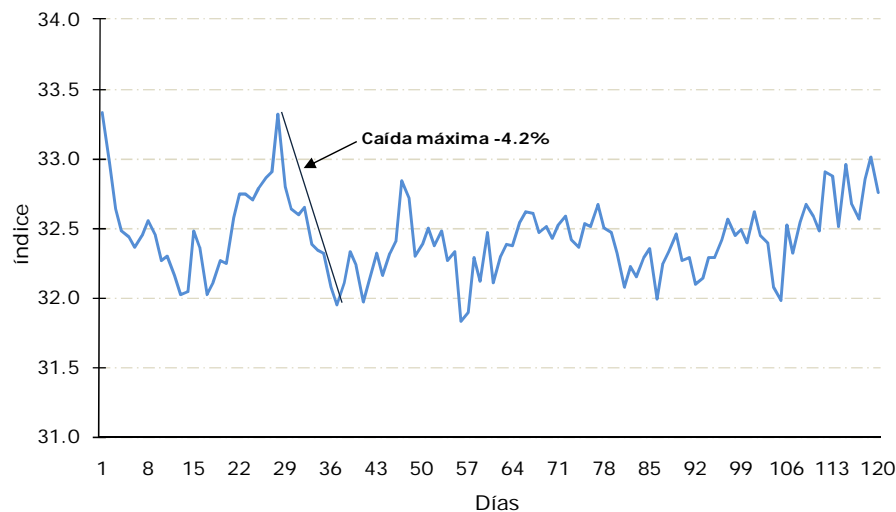
$$\Delta dep_t = \alpha + \sum_{i=1}^p \beta_i \Delta dep_{t-i} + \varepsilon_t$$

Donde Δ es un operador de diferencias; dep es el logaritmo natural de los depósitos totales; ε_t es un término de error ruido blanco con media cero y desviación estándar σ .

Las simulaciones

Con el modelo estimado se realizaron 10,000 simulaciones de corridas para un horizonte de 4 meses, y para cada una de estas trayectorias se estimó la caída máxima de depósitos. Estas caídas se estiman en el sub-período intermedio, del período total de simulación, para el cual se registra la mayor caída proporcional de los depósitos. Un ejemplo del cálculo de la caída máxima se presenta en el gráfico 3.

Gráfico I-2
Simulación de crisis y cálculo de caída máxima



Fuente: Unidad de investigaciones económicas, BCN.

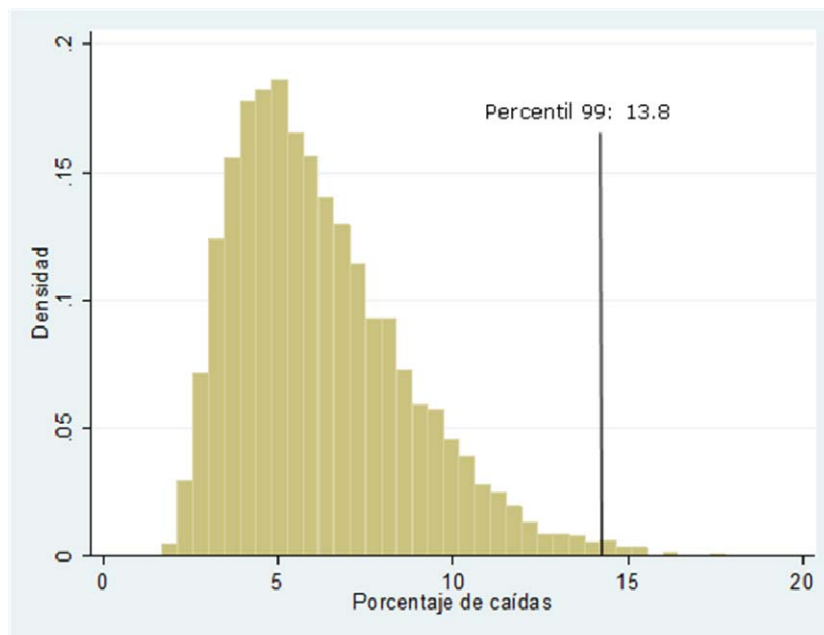
Una vez realizadas las 10000 simulaciones y estimadas las correspondientes caídas máximas de los depósitos, se generó una distribución de frecuencias de estas caídas, y en base a ellas, se eligieron los percentiles que indican el nivel deseable de liquidez para distintos grados de confianza.

Resultados

El gráfico 3 muestra la distribución de frecuencia para las caídas máximas de los depósitos totales en un horizonte de cuatro meses. De acuerdo a esta gráfica, si se quisiera tener suficiente liquidez

para cubrir una caída de depósitos a nivel del sistema financiero en un horizonte de 4 meses, y siendo deseable que las reservas sean suficiente en 99 veces de cada 100, se debería imponer un encaje obligatorio de 13.8 por ciento de los depósitos totales. En la tabla 1 se muestran los niveles de encaje para diferentes grados de confianza.

Gráfico I-3
Distribución de frecuencias de caídas máximas



Fuente: Unidad de investigaciones económicas, BCN.

Tabla I-1
Tasa de Encaje para distintos niveles de confianza

Percentil 95.0%	11.0	Media: 6.22
Percentil 90%	13.8	Dev. Estándar: 2.5
Percentil 99.9%	16.4	

Fuente:Unidad de investigaciones económicas, BCN.

De los resultados del ejercicio de simulación se puede concluir que, dadas las características estocásticas de los depósitos en Nicaragua, el nivel de encaje actual (16.25%) exigido a los bancos es suficiente para cubrir las necesidades de liquidez en caso de eventos sistémicos de magnitudes similares a los históricos.

Anexo 2: Caracterización de política de encaje en diversos países de LA

Políticas de encaje en América Latina

	Costa Rica	El Salvador	Guatemala	Honduras	Nicaragua	Chile
I. Tasas de encaje						
Moneda Nacional	15% no remunerada.	No hay. Cuentas dolarizadas.	14.6%. En el caso de encaje remunerado, la tasa es 0.6%.	6.0%, más 12% de requerimiento de inversiones obligatorias	16.25%	9% para los depósitos, captaciones a la vista, cualquiera que sea su naturaleza, y demás obligaciones a la vista estarán afectos a una tasa de encaje de 9%. En tanto que 3.6% para los depósitos, captaciones, cualquiera que sea su naturaleza, y obligaciones a plazo desde 30 días y hasta un año.
Moneda Extranjer:	15% no remunerada.	Reservas de liquidez remuneradas: Cuenta Corriente: 25%; Dep. Ahorro y a Plazo: 20%; Títulos de emisión propia pactados a menos de un 1 año, 20% y a más de 1 año, 15%.	14.6%. En el caso de encaje remunerado, la tasa es 0.6%.	12%, más 8% de inversiones obligatorias.	16.25%	9% para los depósitos, captaciones a la vista, cualquiera que sea su naturaleza, y demás obligaciones a la vista estarán afectos a una tasa de encaje de 9%. En tanto que 3.6% para los depósitos, captaciones, cualquiera que sea su naturaleza, y obligaciones a plazo desde 30 días y hasta un año.
II. Cómputo del encaje	Quincenal	Catorcenal. Se calcula sobre los saldos promedio diarios de 14 días consecutivos anteriores al periodo de cumplimiento, iniciando martes y finalizando el lunes.	Mensual	Catorcenal. Se calcula sobre el promedio de las obligaciones depositarias de la catorcena inmediata anterior. Se permite el desencaje diario siempre que el promedio catorcenal cumpla lo requerido.	Semanal. Se calcula con base en el promedio aritmético del total de sus depósitos y obligaciones con el público de la semana inmediatamente anterior.	Mensual

Fuente: Bancos Centrales

Políticas de encaje en América Latina

	Perú	Bolivia	Colombia	Ecuador	Paraguay	Uruguay	Brasil	Venezuela	Argentina
I. Tasas de									
Moneda Nacional	6.0%	2% (encaje en efectivo) 10%(encaje en títulos)	7.3%	N/A	15% (vista), 15% (2-360 días), 0% (> 361 días)	25% (Dep<30 días), 9% (30-90 días), 6% (91-180 días), 4% (180-367 días)	15-18%	17.0%	19.0%
Moneda Extranjer:	6.0%	2% (encaje en efectivo), 12%(encaje en títulos)	N/A	2.0%	21% (vista), 21%(2-360 días), 16.5% (361-540 días), 0% (541-1080 días), 0% (> 1081 días)	35% (180 días), 19% (> 180 días)	#N/A	17.0%	40.0%
II. Cómputo del encaje	Mensual	Diario	Trisemanal	Semanal	Diario	Diario	Bisemanal en depósitos a la vista	Semanal	Mensual

Fuente: Bancos Centrales

Apéndice 1: Resolución de modificación de encaje en República Dominicana



BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA DOMINICANA

NOTA DE PRENSA

BANCO CENTRAL ADOPTA MEDIDAS PARA CANALIZAR RECURSOS HACIA SECTORES PRODUCTIVOS Y ACELERAR REDUCCION DE TASAS DE INTERES

El Banco Central de la República Dominicana en interés de mantener debidamente informados a los agentes económicos y a la opinión pública en general, desea comunicar las recientes disposiciones adoptadas por las autoridades monetarias en procura de acelerar el proceso de reducción de las tasas de interés y agilizar la canalización de recursos hacia los sectores productivos nacionales para estimular el crecimiento económico en un entorno de baja inflación.

En su segunda resolución de fecha 12 de febrero de 2009, la Junta Monetaria autoriza al Banco Central a que considere para fines de cobertura del encaje legal en moneda nacional, los nuevos préstamos que otorguen las entidades de intermediación financiera al sector Agropecuario, Industria Manufacturera Local, Construcción y Micro, Pequeña y Mediana Empresa hasta un monto consolidado de RD\$7,500 millones.

En adición a esta medida, las autoridades monetarias autorizan al Banco Central a considerar como parte de la cobertura del encaje legal hasta RD\$3,000 millones de los títulos que adquieran las entidades de intermediación financiera con cargo a las emisiones de bonos del Gobierno Dominicano previstas en el Presupuesto de Ingresos y Ley de Gastos Públicos de 2009.

Ambas decisiones pondrían a disposición de la economía un monto total de RD\$10,500 millones, que deberán contribuir a dinamizar la actividad económica a nivel nacional y coadyuvar a la creación y preservación de empleos en el país. Las mismas están enmarcadas en el Programa Monetario del Banco Central, lo que garantiza que estos recursos no alterarán la estabilidad macroeconómica y su liberación es coherente con el cumplimiento de su objetivo de inflación para 2009.

Estas medidas se enmarcan en un contexto internacional y local muy diferente al que prevaleció durante la primera mitad de 2008, caracterizado en ese momento por altos precios del petróleo y materias primas que generaron fuertes presiones inflacionarias. Hoy, sin embargo, el proceso recesivo que afecta a las principales economías del mundo ha disminuido la demanda agregada global y ha reducido las perspectivas de crecimiento de la economía mundial, por lo que las autoridades monetarias han adoptado una postura más flexible con el objetivo de estimular la producción y el consumo.

Conjuntamente, la Junta Monetaria, en atención a solicitudes de las entidades de intermediación financiera, autorizó a la Superintendencia de Bancos a adoptar medidas transitorias que habían sido demandadas por los agentes económicos y sectores productivos, así como la revisión de algunos aspectos del Reglamento de Evaluación de Activos (REA), junto a medidas de carácter administrativo, en procura de facilitar el flujo de crédito en la economía.

A la vez, el Banco Central, manteniendo su compromiso de propiciar una disminución significativa de las tasas de interés en el mercado financiero dominicano, en una reunión extraordinaria de política monetaria celebrada el 11 de febrero de 2009, ha dispuesto una reducción adicional de las tasas de interés de los Depósitos Remunerados de Corto Plazo (Overnight) y la Ventanilla Lombarda que fungen como tasas de referencia de la postura de la política monetaria. Esta medida, que entrará en vigencia el lunes 16 de febrero de 2009, reduce la tasa de interés Overnight a 6.0% y la Lombarda a 11.5%, es decir, una disminución de un punto porcentual en cada caso (ver comunicado de política monetaria de fecha 11 de febrero de 2009 en www.bancentral.gov.do).

Con estas reducciones el Banco Central ha disminuido, desde la primera semana de enero de este año, su tasa de interés Overnight en 3.5 puntos porcentuales y su tasa Lombarda en 4.5 puntos porcentuales. Estas disposiciones se fundamentan en las bajas expectativas de inflación y las perspectivas en el comportamiento de sus determinantes para 2009.

El uso del encaje legal como instrumento de política monetaria tiene como finalidad dar mayor flexibilidad al manejo de liquidez de las entidades del sistema financiero y reducir sus costos de intermediación. Medidas semejantes han sido adoptadas recientemente por los bancos centrales de Honduras (octubre 2008), Colombia (noviembre 2008) y Perú (enero 2009). En el caso dominicano, esta reducción del encaje legal efectivo procura estimular la canalización de recursos por parte de las entidades de intermediación financiera hacia los sectores productivos.

Los sectores considerados como receptores de estos recursos son importantes ejes transversales de las distintas actividades económicas a nivel nacional. El sector construcción genera el mayor efecto multiplicador a lo interno de la economía incentivando la demanda de insumos industriales, todo lo cual se canaliza a través de las ventas comerciales. Asimismo, la industria manufacturera local es uno de los principales generadores de empleo en la República Dominicana.

Es importante destacar que la canalización de fondos hacia el sector de la micro, pequeña y mediana empresa y el sector agropecuario, procura inyectar una mayor cantidad de recursos hacia estos sectores que han tenido un acceso limitado al sector financiero para su desarrollo y consolidación. El financiamiento al sector agropecuario es particularmente importante porque ayuda a garantizar la seguridad alimentaria de la población y dinamizar las actividades económicas en las zonas rurales del país.

Se espera que el efecto combinado de este paquete de medidas acelere el mecanismo de transmisión de las reducciones de las tasas de interés de política monetaria hacia las tasas del mercado financiero y aumente la disponibilidad de liquidez entre las instituciones del sistema. Una reducción más rápida en el costo del dinero del sistema financiero contribuirá a intensificar el dinamismo de las diversas actividades económicas del país en un contexto de desaceleración de la economía mundial.

Asimismo, es importante destacar que a mediados del mes de marzo el directorio del Banco Interamericano de Desarrollo (BID) conocerá la solicitud del país sobre el préstamo de US\$300 millones dirigido a fomentar las actividades del sector privado a través de la banca múltiple. Estos recursos serán destinados para financiar el capital de trabajo de empresas y actividades relacionadas al comercio exterior para contribuir a incrementar el flujo de crédito hacia los sectores productivos. El desembolso de estos fondos ayudará a financiar el normal desenvolvimiento de la actividad económica y garantizar la estabilidad relativa del tipo de cambio.

Las autoridades monetarias reiteran su firme compromiso con el mantenimiento de la estabilidad macroeconómica y permanecerán vigilantes del entorno internacional adverso para adoptar las medidas que sean necesarias para mantener una inflación baja, en cumplimiento con su mandato legal, y que faciliten un mayor crecimiento de la economía dominicana.



www.bancentral.gov.do