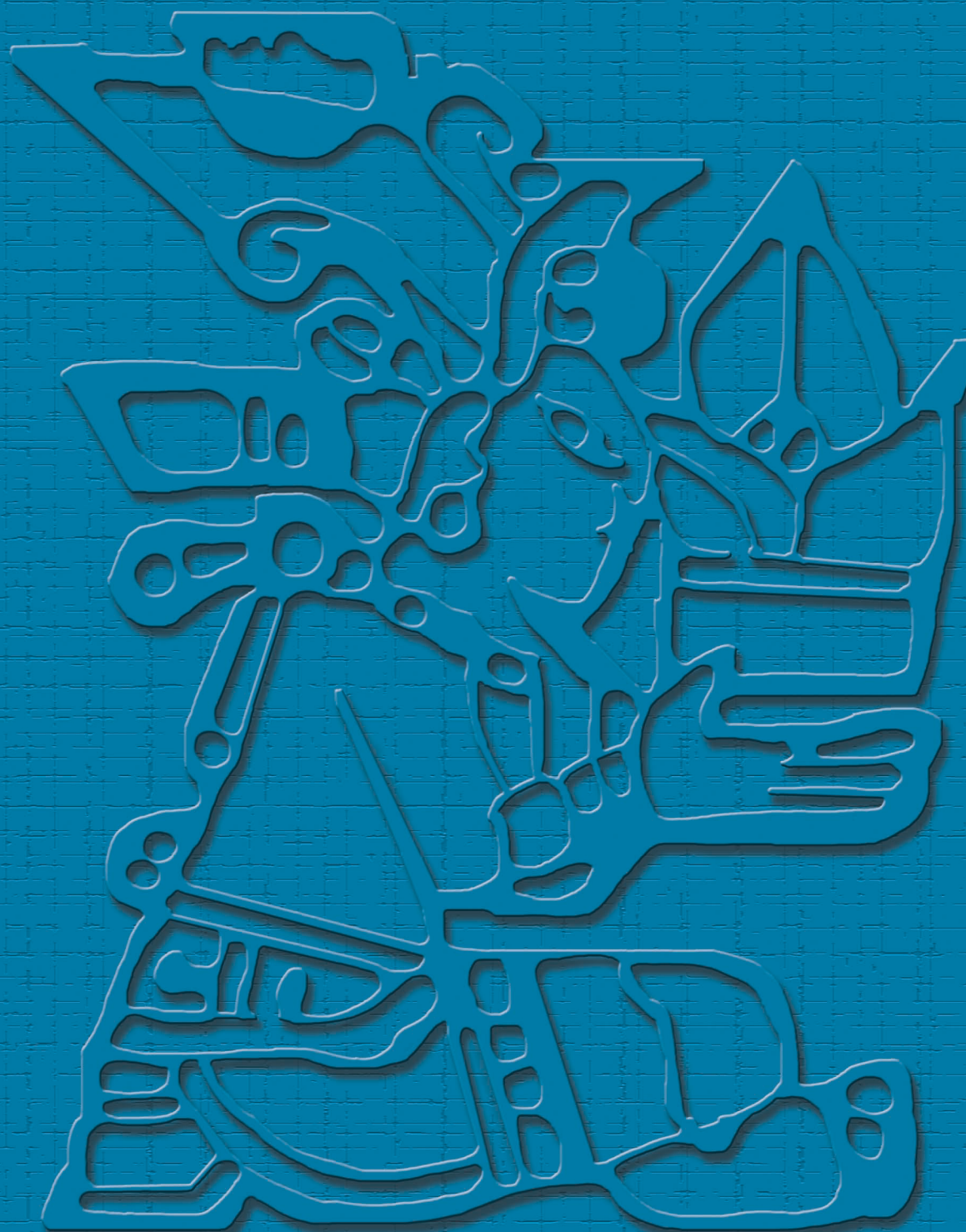




Banca Central

No. 69 - enero / junio - 2015 - Año XXIV - Guatemala, C. A.



Banca Central No. 69

(enero-junio 2015)

Consejo Editorial

DIRECTOR

OSCAR ROBERTO MONTERROSO SAZO

CONSEJEROS

RÓMULO OSWALDO DIVAS MUÑOZ

LEONEL MORENO MÉRIDA

SALVADOR ORLANDO CARRILLO

JUAN CARLOS CASTAÑEDA FUENTES

CARLOS EDUARDO CASTILLO MALDONADO

COORDINACIÓN

IVAR ERNESTO ROMERO CHINCHILLA

PRODUCCIÓN

SERGIO ARMANDO HERNÁNDEZ RODAS

CARLOS ENRIQUE FRANCO PÉREZ

DIAGRAMACIÓN

PEDRO MARCOS SANTA CRUZ LÓPEZ

SERVICIOS SECRETARIALES

ANA LUCERO HERRARTE PANTALEÓN

EDICIÓN

JUAN FRANCISCO SAGÜI ARGUETA

IMPRESIÓN

EDICIONES DON QUIJOTE S. A.

Banca Central es una publicación semestral, divulgativa del pensamiento institucional del Banco de Guatemala. Debido a que es una Revista de amplio criterio, también está abierta a ideas no necesariamente coincidentes con las del Banco.

Los colaboradores de la Revista son entera y exclusivamente responsables por sus opiniones y, por consiguiente, éstas no reflejan la posición oficial del Banco, a menos que ello se haga constar expresamente.

Es libre la reproducción de los artículos, gráficas y cifras que figuren en la Revista, siempre y cuando se mencione la fuente.

Toda correspondencia deberá dirigirse a: Revista *Banca Central*, Banco de Guatemala, 7ª. avenida, 22-01, zona 1. Código Postal No. 01001.

ÍNDICE

Presentación	3
--------------	---

Ponencias presentadas durante el XXIII Ciclo de Jornadas Económicas del Banco de Guatemala, en junio de 2014

El retiro de los estímulos monetarios

<i>Philip Turner</i>	5
----------------------	---

Afrontando la normalización de la política monetaria en las economías avanzadas

<i>Jamus Jerome Lim</i>	13
-------------------------	----

El retiro de los estímulos monetarios en las economías avanzadas: efectos para las economías con mercados emergentes y en desarrollo

<i>Alejandro Izquierdo</i>	23
----------------------------	----

Nuevas herramientas de política monetaria: ¿qué hemos aprendido?

<i>Eric Rosengren</i>	33
-----------------------	----

El retiro de los estímulos monetarios en las economías avanzadas: efectos para las economías con mercados emergentes y en desarrollo

<i>Felipe Larraín Bascuñán</i>	43
--------------------------------	----

Política monetaria y estabilidad financiera: ¿qué hemos aprendido?

<i>Luis Ignacio Jácome</i>	57
----------------------------	----

Política monetaria y estabilidad financiera: ¿qué hemos aprendido?

<i>Leonardo Leiderman</i>	69
---------------------------	----

América Latina ante la normalización de la política monetaria en los Estados Unidos de América

<i>Mario Garza</i>	81
--------------------	----

Secciones permanentes

Junta Monetaria	89
-----------------	----

Autoridades y funcionarios

superiores del Banco de Guatemala	90
-----------------------------------	----

Red nacional de bibliotecas del Banco de Guatemala	91
--	----



El contenido de esta edición enero-junio de 2015 de la **revista Banca Central** —publicación semestral del Banco de Guatemala— incluye las ponencias expuestas durante el XXIII Ciclo de Jornadas Económicas celebradas el 9 y 10 de junio de 2014, cuya temática giró en torno a los ejes: *El retiro de los estímulos monetarios en las economías avanzadas: efectos para las economías con mercados emergentes y en desarrollo*; así como *Política monetaria y estabilidad financiera: ¿qué hemos aprendido?*

La primera conferencia, *El retiro de los estímulos monetarios*, fue desarrollada por el doctor **Philip Turner**, quien a partir de la reciente crisis financiera cuestiona cuál es el papel de los bancos centrales y de la misma política monetaria, ya que dicha crisis obligó a revisar esa interrogante, tan antigua para este tipo de política. El expositor señala que esta pregunta aún no se resuelve, puesto que la política monetaria no se define solo por la tasa de interés, ya que existen diferentes tasas que tienen una influencia en la demanda agregada. El doctor Turner ejemplifica con la tasa a largo plazo, uno de cuyos comportamientos más interesantes ha sido el descenso en la tasa que está aproximadamente a cero. Sostiene que esto fue impulsado por cambios en las primas de riesgo y no solo por un descenso en las tasas esperadas de corto plazo. Añade que dicho descenso no se puede atribuir solo a la política monetaria, pues existen otros factores reales.

El doctor **Jamus Jerome Lim** —ponente de la segunda conferencia: *Afrontando la normalización de la política monetaria en las economías avanzadas*— desarrolla un enfoque, basándose en una investigación en coautoría con Sanket Mohapatra y Marck Stocker, sobre la normalización de la política monetaria, específicamente enfocada en el impacto de esta sobre los flujos de capital hacia los países en desarrollo. En uno de sus resúmenes concluye que los determinantes de la probabilidad de una crisis bancaria en los países en desarrollo, asociados al escenario mundial, resultan ser los mismos factores globales que entran en juego en la normalización de la política monetaria en términos de su impacto sobre los flujos financieros; lo cual significa que la normalización eleva el riesgo de una crisis en los países en desarrollo. No obstante, concluye el autor, este riesgo difiere entre las distintas regiones, y para Latinoamérica y el Caribe la deuda a corto plazo y el crecimiento real del crédito son los principales factores de riesgo para un escenario de crisis.



Deidad maya que aparece en los billetes de veinte quetzales. Es una estilización elaborada por el pintor guatemalteco Alfredo Gálvez Suárez que tomó la figura representada en la página doce del Códice Maya, conservado en la biblioteca de Dresde, Alemania. Dicha figura fue identificada por los historiadores J. Antonio Villacorta C. y Carlos A. Villacorta en su libro *Códices Mayas* —impreso en la Tipografía Nacional de Guatemala en 1930— como “Dios E: con un vaso de plantas en las manos y una cruz en el adorno de la cabeza. Su signo está en el jeroglífico 2; representa la divinidad del maíz o de la agricultura, llamada *Yun Kax*”.

El retiro de los estímulos monetarios en las economías avanzadas: efectos para las economías con mercados emergentes y en desarrollo, es la ponencia del doctor **Alejandro Izquierdo**, quien se basa en el informe del Departamento de Investigación del BID “Recuperación global y normalización monetaria: ¿cómo evitar una crónica anunciada?” para preguntarse por qué y cómo evitar una crónica anunciada. Recurre a episodios del pasado de aumentos en las tasas de interés que tuvieron un impacto importante en la región y si esta vez se enfrentará más de lo mismo o se dispondrá de mejores instrumentos. El doctor Izquierdo realiza un contraste con la crisis de 2009 para determinar en qué punto estamos; presenta una introducción de la economía global, las oportunidades y riesgos que surgen con esa recuperación; de estos últimos comparte tres de ellos:

i) Riesgo positivo de que la recuperación en EE UU sea más fuerte de lo previsto, impulsada por los mercados de vivienda y de trabajo; ii) La recuperación económica más rápida puede propiciar una normalización monetaria también más rápida que lo previsto y un aumento gradual de las tasas de interés; y iii) Paralelamente, el rápido crecimiento del crédito y las tasas de crecimiento más moderadas en China despiertan inquietudes.

El doctor **Eric Rosengren** expone en su conferencia – *Nuevas herramientas de política monetaria: ¿qué hemos aprendido?*– el pensamiento prevaleciente en los EE UU sobre la política monetaria y algunas de las herramientas implementadas en dicho país para estimular su economía y aduce que todavía es prematuro hacer evaluaciones de políticas, saber cuáles son los costos y beneficios. Agrega que se debe hacer una evaluación completa de todas las herramientas utilizadas durante la crisis y, aunque se usaron muchas herramientas nuevas, todavía no las están retirando. Concluye que será en el curso del tiempo cuando se pueda entender en su totalidad el impacto de estas acciones.

El retiro de los estímulos monetarios en las economías avanzadas: efectos para las economías con mercados emergentes y en desarrollo, es la conferencia del doctor Felipe Larraín Bascuñán, quien revisa someramente la situación de las economías emergentes en el contexto internacional y sostiene que está ocurriendo una revolución en la economía mundial en los últimos 30 años, puesto que en ese lapso los países emergentes han pasado desde aportar un 31.0% del PIB mundial a, por primera vez, más de la mitad de dicho PIB, en el 2013. Ese 90.0% del crecimiento mundial, aportado por los países emergentes, y en virtud de ello estos podrían superar el 5.0% de crecimiento en 2015. Larraín toma esas proyecciones como escenario base para afirmar que no se está enfrentando una situación de crisis, sino un escenario de salida de una crisis.

El doctor **Luis Ignacio Jácome** aborda en su ponencia: *Política monetaria y estabilidad financiera: ¿qué hemos aprendido?* algunas reflexiones sobre política, concentrándose en la estabilidad financiera, basado en la política macroprudencial, para ello trata sobre estos temas fundamentalmente: La política macroprudencial como una visión sistémica de la estabilidad financiera y explica de qué se trata; Dónde encaja la

política macroprudencial en medio de otras políticas económicas; Los pilares de la política macroprudencial, tal cual se están construyendo; y Los avances y desafíos del futuro.

El doctor **Leonardo Leiderman** desarrolla su conferencia *Política monetaria y estabilidad financiera: ¿qué hemos aprendido?*, de cuya interrogante parte para responder que las crisis recientes han aportado muchas enseñanzas; él invita a atreverse a pensar fuera de la caja –outside the box–, sin regirse por dogmas, pensamientos, ideología o ciertos principios, para no ser sorprendidos cuando sobreviene una crisis. Para profundizar sobre las respuestas se centra en los pilares del marco de la política monetaria que existen actualmente en la mayoría de países avanzados y en desarrollo: 1. Metas de inflación flexibles; 2. Flexibilidad cambiaria; y 3. Medidas macroprudenciales. El enfoque principal del ponente trata de responder las preguntas: ¿Qué se ha aprendido con la crisis y la poscrisis acerca de las metas de inflación flexibles? ¿Qué se ha aprendido de la flexibilidad cambiaria y sobre las medidas macroprudenciales?

América Latina ante la normalización de la política monetaria en los Estados Unidos de América es el título de la conferencia del doctor **Mario Garza** en cuya exposición comparte el análisis elaborado por el FMI para evaluar el posible impacto de la normalización de dicha política monetaria sobre la región. El ponente realiza una reseña de cuál ha sido la evolución de las tasas de interés en EE UU y la perspectiva de las mismas de acuerdo con la visión del FMI. Sostiene que después de la crisis financiera global, la Reserva Federal siguió una política monetaria de estímulo monetario sin precedentes, redujo sus tasas de interés a niveles muy cercanos a cero y su balance financiero creció de manera muy acelerada a medida que hizo recompras o compras importantes de varios activos financieros. Añade que dicha acción sin precedente tuvo una reacción sin precedente y hace ver cómo las tasas de interés en los EE UU se han mantenido históricamente bajas. Resume que la proyección básica del FMI prevé que va a haber un proceso de normalización gradual, ordenado, que implica que las tasas de interés van a seguir el proceso de recuperación de la economía de los EE UU para que la actividad económica llegue a su nivel potencial.

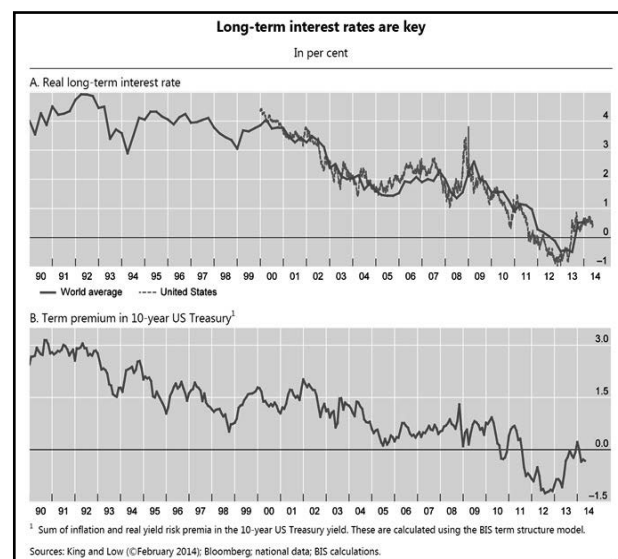
El retiro de los estímulos monetarios

Philip Turner

Doctor Herberth Solórzano: Muy buen día a todos. Es un honor presentarles al conferencista Philip Turner, quien es Doctor en Economía por la Universidad de Harvard. Entre 1976 y 1989 ocupó distintos puestos en la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico (OCDE) en Francia, durante 1985 y 1986 fue Profesor Visitante en el Instituto de Estudios Monetarios y Económicos del Banco Central de Japón. Desde 1989 trabaja en el Banco de Pagos Internacionales, en donde actualmente funge como Director de Política, Coordinación y Administración en el Departamento Monetario y Económico de dicha institución. Entre sus publicaciones destacan: “La tasa de interés global de largo plazo, los riesgos financieros y las opciones de política en economías con mercados emergentes” y “Los efectos de la deuda pública en la tasa de interés”. Con ustedes el doctor Turner.

Muchas gracias. Buen día a todos. Es un honor para el Banco de Pagos Internacionales y para mí participar en estas jornadas. Creo que es sumamente apropiado tener esta conferencia sobre “El retiro de los estímulos monetarios”, en una ubicación tan cercana a dos volcanes activos. Ciertamente, la reciente crisis financiera obligó a la revisión de una pregunta muy antigua para la política monetaria: ¿Cuál es el papel de los bancos centrales y de la misma política monetaria? Es una pregunta muy difícil, muy antigua, que todavía no se ha resuelto. Recordemos que la política monetaria no se define únicamente por la tasa de

interés, hay diferentes tasas que tienen una influencia en la demanda agregada. Acá podemos ver la tasa a largo plazo, uno de los comportamientos más interesantes ha sido el descenso en la tasa que está aproximadamente en cero ahora. Esto fue impulsado por cambios en las primas de riesgo, y no únicamente por un descenso en las tasas esperadas de corto plazo.



Este descenso, claro, no se puede atribuir únicamente a la política monetaria, pues existen otros factores reales. Sin embargo, muchas de las compras de los bonos comerciales han acentuado este descenso. Las operaciones del banco central, al emitir los bonos, ayudan a bajar la prima. La

investigación que hemos hecho ha mostrado que esto es muy importante en estos casos, ya que el riesgo es mucho más alto fuera de los Estados Unidos de América (EE UU). Las Economías de los Mercados Emergentes (EME's, por sus siglas en inglés) no han sido reactores pasivos. Los cambios en la estructura de sus sistemas financieros han hecho que sean más sensibles a los movimientos en las tasas globales a largo plazo.

Dos cambios han sido importantes: i) en el año 2000 muchos gobiernos emergentes pudieron vender a los no residentes su deuda en dólares, lo que hizo que las transacciones para tasas a largo plazo crecieran en los últimos diez o quince años, y ii) el segundo cambio es más reciente, las corporaciones en mercados emergentes no podrían seguir fácilmente en los mercados domésticos, por lo que han emitido bonos globales a gran escala.

La primera pregunta, entonces, es: ¿Cuáles son los límites para la normalización de la política monetaria que ya se ha iniciado?, ya llevamos más de un año con esto de la normalización de la política monetaria en los EE UU y esta reducción no es normal. Ha sido liderada por la tasa de largo plazo durante 2013, los rendimientos subieron por más de 100 puntos y la prima de riesgo sigue siendo negativa; esto nos da una idea de hacia dónde nos lleva la tasa de política en los siguientes dos años.

Esto fue lo contrario de lo que pasó en 2004-2006. En esa fase únicamente fue la tasa de política monetaria la que subió, aunque podemos decir que no es parecido a lo que pasó en 1994, cuando las rondas sucesivas de las ventas de bonos fueron impulsadas por cambios en las tasas esperadas a futuro.

1. ONSET OF MONETARY NORMALIZATION IN THE USA

- 2004-06 → Tightening led by the policy rate in the US
- 2013 → Tightening led by the long-term rate as the term premium narrowed by about 100 basis points (Graph 1)

Two episodes of tightening

In basis points

Table 1

	Low in 2004 to high in 2006 ¹	2013 Q1 to 2013 Q4
Federal Funds rate	+425	0
2-year yield	+292	+8
10-years yields	+27	+90
Inflation element	+4	-5
Real	+23	+95

Averages of daily rates over the period indicated. ¹ Changes from the period 25 June 2003 to 29 June 2004 (when the Federal funds rate was at 1%) to the period 1 June to 31 December 2006 (Federal funds rate at 5.25%).

This pattern of tightening is unusual – even in 1994 the bond market sell-off was driven by changes in expectations about future policy rates*

* See Adrian and Fleming, 2012

Es útil ver las expectativas para la tasa de interés de largo plazo y esto lo refleja la gráfica al lado derecho, muestra los rendimientos de cinco a diez años, que es una tasa de interés que debería estar libre de expectativas, dicha tasa subió de 3.0-3.5% en 2011 a 4.5% para 2013.

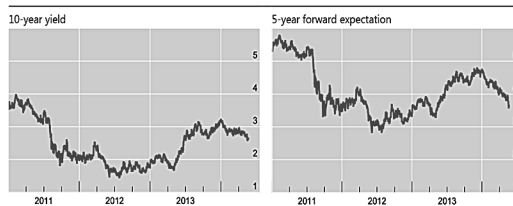
Bond yields by May 2014

- 10-year yield below 3%
- 5-year forward expectation of 10-year yield is 3½% (compared with over 5% before mid-2011)

Graph 2

Yields on 10-year US Treasuries¹

In per cent



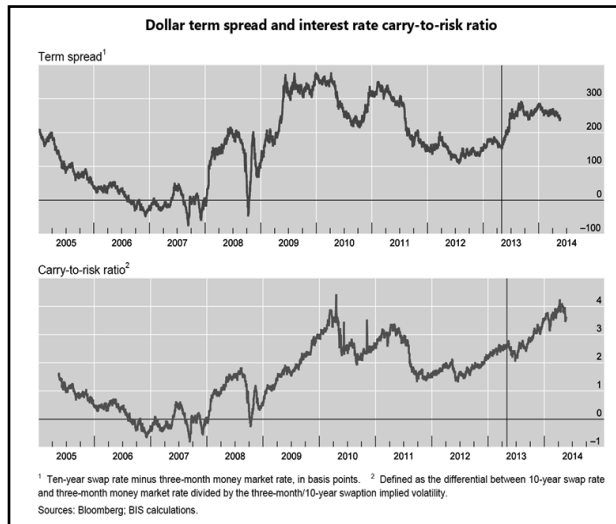
¹ Zero-coupon yields.

Sources: Bloomberg; national data; BIS calculations.

Esto es un gran cambio respecto de lo que es ahora el rendimiento de diez años y de las expectativas que prevalecen de aquí a cinco años. Sin embargo, en los primeros meses de 2014, el sentimiento de mercado cambió y las tasas de largo plazo descendieron y se ubicaron de nuevo en 3.5%. Algunos analistas consideran que la volatilidad se ha moderado, dicha moderación de la volatilidad a corto plazo en el mercado es sorprendente. Estos son los movimientos durante el período 2012-2014. Los rendimientos de diez años bajaron alrededor de 25 puntos. Los rendimientos de dos años se mantienen casi sin cambio. Lo que ha cambiado es la expectativa de largo plazo y esto ha sido sorprendente. La pregunta es: ¿Por qué esta reversión reciente ha seguido tan de cerca este ascenso de 2013?, una razón fundamental es que la tasa de política a corto plazo es la que define los costos de financiamiento de los bancos, los costos de prestar, y eso es lo que impulsa a las tasas de encaje.

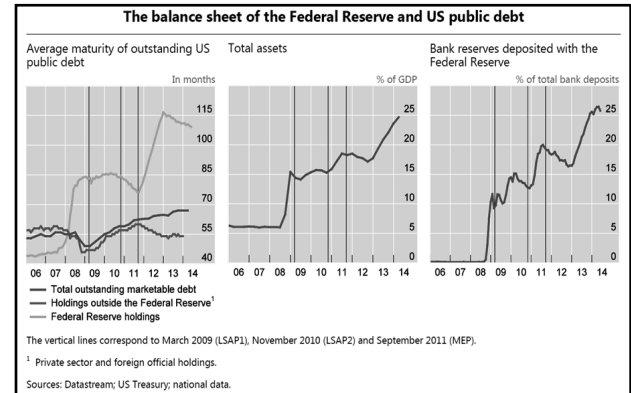
Esta gráfica muestra el diferencial del dólar y la tasa de interés. Tenemos que el rendimiento de la curva es muy atractivo. Esto es, la diferencia entre invertir en bonos de diez años y en el mercado de dinero a tres meses. En cuanto a la volatilidad, se mide en los precios y hubo un descenso durante este período. La relación de reserva a riesgo es la línea azul en la parte inferior. Otra explicación

podría ser la emisión de tesorería, si vemos esto, durante el año fiscal de septiembre a abril, la emisión ha bajado como en 24% en comparación con el año fiscal anterior.



La gran pregunta es: ¿Cuándo van a subir las tasas de política? actualmente, los mercados creen que las tasas a corto plazo se mantendrán cerca de cero, al menos hasta el final de este año (2014); y cuando empiecen a incrementarse va a ser algo muy paulatino. La expectativa de la FED es de 1% para finales de 2015. Es un poco más alto que las expectativas de mercado que se encuentran alrededor de 0.6%. Ahora, al evaluar esto, uno debería recordar que muchos bancos centrales han estado reduciendo su tasa de política durante los últimos años. Un estudio reciente demostró o examinó estas predicciones y las conclusiones son contundentes. La primera conclusión es que las predicciones del banco central son muy buenas en dos semestres, pero más allá de eso no lo son tanto. La segunda conclusión es que los bancos centrales sobreestiman la tasa de política y esto les llevó históricamente a mover la tasa de política mucho antes de lo que habían esperado.

Este es un informe de la FED de hace unos cuantos meses. En la FED se están retirando los estímulos monetarios y a la vez otros bancos centrales están un poco preocupados sobre su hoja de balance, principalmente en el desenvolvimiento en términos de tamaño y en activos.



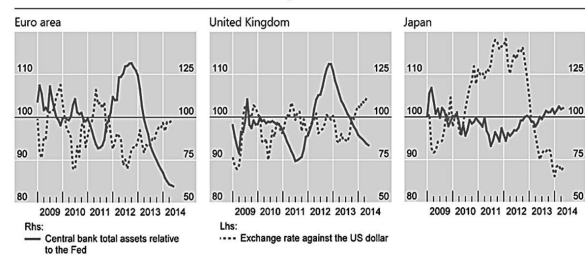
Esta gráfica muestra la situación en los EE UU. En la línea amarilla vemos un ascenso dramático durante los últimos nueve años de las tenencias de deuda pública por parte de la Reserva Federal. La línea roja muestra la emisión neta. La línea azul muestra el vencimiento de emisión neta. Dos cuestiones: a) ¿Con cuánta rapidez va a reducir su balance? cuando los bancos se fortalecen de la recuperación, mientras más rápido deciden vender sus activos, más diferencia va a haber en las deudas a largo plazo; y b) La segunda cuestión es: ¿Estos niveles tan altos de reservas van a crear problemas? hay un argumento de que deberían mantenerse mucho más altas las reservas, y los reglamentos tratan de obligar a los bancos a tener más activos líquidos. Uno de los grandes errores de la crisis era ignorar la necesidad de mantener sus activos líquidos, entonces las reservas bancarias deberían ser, talvez, permanentemente más altas. Este comportamiento lleva posibilidades interesantes, por ejemplo, que el tamaño y la naturaleza de la cartera del banco sería un instrumento de política monetaria. Históricamente, al menos antes de la década de los 80, la hoja de balance del banco central se veía como algo importante en la política monetaria. Como dijo otra persona en un artículo: "...esto era parte del conjunto de herramientas de la política monetaria". La habilidad del banco central de elegir la cantidad de activos que va a comprar no es únicamente una herramienta de política, esto es central en la política monetaria y en específico del retiro de los estímulos monetarios. La venta de activos en los próximos años podría moderar cualquier ascenso en las tasas a corto plazo.

Divergent central bank balance sheets and exchange rates

Graph 5

Central bank balance sheets and exchange rates relative to the United States¹

January 2010=100



¹ Total assets converted to US dollars at average exchange rate of 2010. An increase in the exchange rates implies an appreciation against the US dollar.

Sources: Datastream; national data.

Esta es una gráfica que muestra a Europa, Reino Unido y Japón. La línea roja muestra el tamaño de los activos de los bancos centrales con relación a la Reserva Federal. Como puede observarse hay movimientos muy grandes en tamaño, podemos ver que hay grandes diferencias. La línea azul es la tasa de cambio, como se puede ver, hay una correlación inversa para el euro, la libra y el yen. El activo más alto con relación a la Reserva Federal deprecia a la moneda nacional y viceversa.

Todos estos factores han sido determinantes para los mercados emergentes, ya que afectan a la tasa de interés de largo plazo, la cual como he dicho, es más importante ahora que hace una década. Por ejemplo, las corporaciones de estos mercados han prestado grandes cantidades en los mercados internacionales y muchas de esas empresas no podían emitir en los mercados internacionales hace unos cuantos años. Esto es muy importante, ya que es mucho más amplio que los flujos de bonos, pero es la medida correcta para la exposición de riesgos porque refleja los balances consolidados.

Net issuance of international bonds by EM companies

By nationality of issuer, \$ billion

Table 3

	2010	2011	2012	2013	Total
Total ¹	152	167	284	321	924
Banks	48	49	133	105	335
Non-banks	104	118	151	216	589

Memorandum:

HK and Singapore

12 10 40 22 84

Source: Turner (2014).

¹ Including euro area member states Estonia, Slovakia and Slovenia and excluding major international banking centres.

Aquí se puede ver más de US\$900 mil millones de nuevos bonos en los mercados internacionales. Este comportamiento no es el mismo en todos los países, hay mucha afluencia de capitales en China y Brasil, por ejemplo. Aunque hay evidencia que en el primer trimestre la emisión se redujo, es difícil saber si esto va a continuar así o no.

Shrinking international bond issuance in 2014 Q1?

Change in net issuance of international bonds by EM corporates

Table 4

	2010-13 \$ bn	% change from 2013 Q1 to 2014 Q1
Total	924	-32
Banks	335	-55
Non-banks	589	-25

... but wide diversity across countries

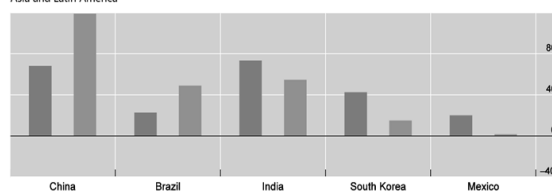
Por otra parte, hay corporaciones que han prestado y uno tiene que ver cuál es la calidad de los activos que han adquirido como contrapartida de estos pasivos. En el caso de China, por ejemplo, los promotores de bienes raíces han tomado deudas en dólares para financiar los préstamos de moneda nacional y eso significa que el país es más sensible ahora ante un incremento de la tasa de interés. Aunque no voy a entrar en detalle, solo les dejo una pregunta: ¿Los mercados emergentes y las deudas corporativas podrían afectar más a las tasas de interés? Sabemos que el riesgo tiene que haber aumentado, la pregunta es: ¿Hasta dónde se ha incrementado?

Changes in banks' consolidated foreign claims on EM private sector

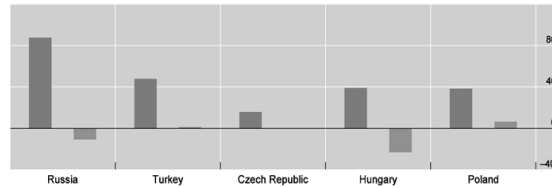
In billions of US dollars

Graph 6

Asia and Latin America

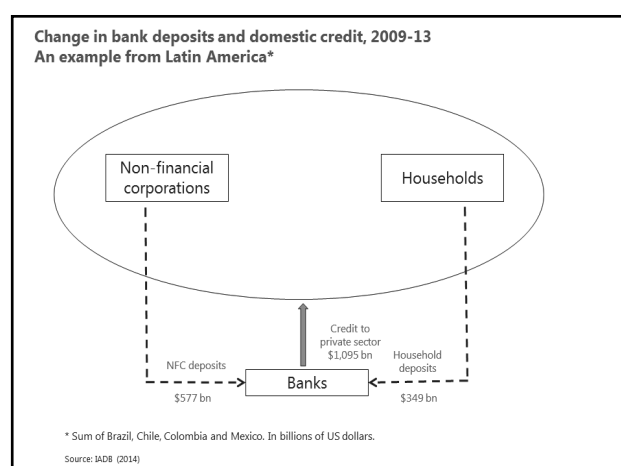


Europe



Source: BIS consolidated banking statistics.

Otro aspecto interesante en este debate tiene que ver con los enlaces entre los préstamos internacionales de las corporaciones y sus sistemas bancarios internos. En los préstamos de esta escala surge la pregunta: ¿Qué va a pasar con el financiamiento en el futuro? hay tres canales por los cuales los préstamos hechos por corporaciones no bancarias afectaron el sistema bancario interno. Estos canales aparecen a continuación en la presentación.



El primero es uno sencillo: que los hogares en las economías de los mercados emergentes depositaron menos ahorro en los bancos que antes, eso dejó menos espacio para que otros prestaran, entonces las condiciones internas de préstamos son mejores si se ve al crédito total de los bancos, pero las condiciones externas de préstamos se contraen y las empresas pequeñas van a encontrar más difícil conseguir préstamos, porque regresan a sus bancos locales para buscar préstamos. El segundo, que es muy importante, es el hecho que las corporaciones no financieras son agentes de fondos mayoristas de los bancos. Gracias a las condiciones financieras en el mundo, ellos aumentan sus depósitos mayoristas en los bancos. Aquí podemos ver un cálculo del PIB y este muestra que los depósitos de las empresas fueron mucho más grandes que el de los hogares. Me sorprendió ver esta cifra, esto es importante porque los depósitos de las compañías son más volátiles y hace más difícil que los bancos domésticos consigan sus fondos. Esto ha sido verificado por el FMI y muestra que esto es más pro cíclico que otros depósitos y cuando pensamos sobre qué es lo que está pasando con la liquidez global,

tenemos que ver cuidadosamente qué están haciendo las corporaciones no bancarias; y el tercer enlace es porque están teniendo cobertura de los bancos. El segundo enlace reforzado entre las tasas de largo plazo en los mercados emergentes se debe a que los no residentes tienen una mayor proporción de moneda local en los mercados emergentes que han crecido enormemente.

3. INTEREST RATE EXPOSURES OF FOREIGN INVESTORS IN EM CURRENCIES

- Dollar value of EM local currency debt outstanding has doubled since 2008*
- The proportion held by non-residents has risen from 13% in 2008 to 27% today
 - Clear evidence that bond flows are more sensitive to global financial conditions than equity flows (IMF, 2014)
 - Three-fold increase in cross-border bond liabilities of EMEs since 2008 (\$billion)**

Dec 2008	Dec 2012	June 2013
583	1748	1674

- IMF estimate that stock of EM bonds in portfolio investment from the advanced economies is \$480 billion above the extrapolated 2002-07 trend
- EM local bond yields now react more to changes in global bond markets**

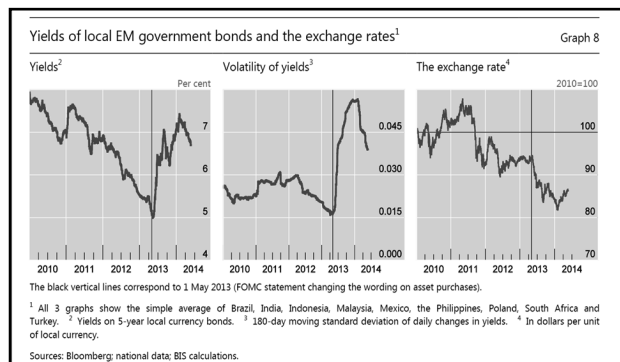
* See World Bank, 2014

** See Miyajima et al, 2012

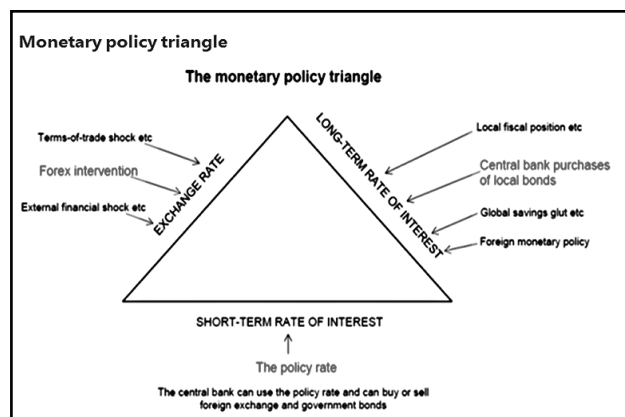
*** See IMF Coordinated Portfolio Investment Survey, March 2014

Aquí tenemos unos cálculos del tamaño de los flujos, el FMI ha encontrado que el flujo de bonos es muy sensible a las condiciones internacionales. Las tenencias extranjeras de bonos subió US\$600 miles de millones, a finales de 2008 a US\$1,748 miles de millones, y a finales de 2012 el FMI encontró US\$480 miles de millones por arriba de la tendencia observada en 2007.

Como ustedes saben, en marzo y febrero de este año (2014) hubo un flujo grande de capitales y al parecer en abril y mayo estos flujos hacia afuera ya habían disminuido y algunos incluso ya han regresado hacia los mercados emergentes y, por tanto, el estrés financiero ha disminuido. La siguiente gráfica muestra cuán severo fue el estrés sobre estos mercados.



La media subió varios puntos, este es un promedio de Brasil, India, Indonesia, Malasia, México, Filipinas, Polonia, Sudáfrica y Turquía. La tasa de largo plazo subió hasta 7%, es decir, ha disminuido un poco al igual que la volatilidad de los rendimientos. Sin embargo, los mercados emergentes han sufrido un choque significativo. Los bancos centrales pueden, en principio, abordar la deuda nacional mejor que la internacional, porque pueden imprimir su propia moneda, pero el logro de una política monetaria correcta en esta época no es tan fácil, creo que es útil pensar en las condiciones monetarias en tres dimensiones: i) la primera tiene que ver con la tasa de política a corto plazo; la segunda, con la tasa cambiaria; y la tercera, con la tasa de interés a largo plazo sobre los bonos del gobierno. Bajo circunstancias normales, la tasa de política sería normal, pero cuando las circunstancias macroeconómicas y financieras están bajo estrés, el banco central se preocupa por las divergencias grandes de las tasas; ellos se preocupan por el peligro de la inestabilidad en las expectativas y los rendimientos bajos. La volatilidad del mercado aumenta la demanda agregada y quizás no sea la mejor solución el restringir la política monetaria.



Esta es una gráfica sencilla que nos muestra los dilemas a que se enfrenta el banco central. Abajo tenemos el interés a corto plazo y es algo que está bajo control del banco, pero también la de largo plazo en donde el banco central puede influenciar a los dos, pero no es el actor principal. Este triángulo se vuelve más complicado cuando hay un mercado volátil y la posición es más incierta y se necesita indicar la posición. El banco central puede influir, pero no puede determinar estas tasas a largo plazo y necesitan decidir cómo reaccionar a los movimientos de corto plazo en el mercado que son transitorios, quizás prefieran esperar antes de actuar o quizás les preocupa estabilizar las expectativas y eso puede indicar que necesitan actuar más prontamente. En conclusión, la normalización de la política monetaria en las economías avanzadas ha comenzado. En esta normalización, los cambios han sido en la prima de riesgo, no en las expectativas de cuándo van a subir las tasas a corto plazo, sino los cambios en la prima de riesgo que es importante por el impacto de esto sobre la totalidad. Eso va a tener que ver con la importancia de las tasas de interés a través de la curva de rendimiento y de cómo y cuándo de la normalización adicional, ya que no se sabe cuándo podrían aumentar las tasas de política. Los bancos centrales históricamente no han sido buenos en pronosticar su propia tasa de política más de dos semestres, y también la emisión de bonos va a ser importante en el futuro y hay que pensar sobre qué va a hacer el banco central con su estado de resultados y con el impacto sobre la tasa de cambio; moverlo en direcciones divergentes puede tener efectos sobre la tasa de cambio. Los bancos emergentes, en los últimos doce meses, han tenido que enfrentarse a tres choques y la emisión de bonos corporativos puede complicarse en los primeros meses de este año. ¿Se va a revertir esta situación? ¿Irá a ser más fácil conseguir dinero en el mercado internacional o no? las tasas de largo plazo en la moneda local han subido, aunque han bajado desde los niveles que se alcanzaron en marzo, ciertamente, todavía siguen siendo más altos que hace un año, lo cual va a tener implicaciones para la política monetaria y fiscal en los mercados emergentes; y, finalmente, las tasas de cambio han disminuido. Una de las preguntas que debemos hacernos es: ¿Cuál es el papel de los mercados emergentes en el mecanismo de transmisión de la normalización? dada la importancia de

los mercados emergentes en la economía global y en los mercados financieros. Ahora, en comparación a diez años, es probable que las reglas antiguas sobre los mercados emergentes se subestimaran. Lo que va a ocurrir en estos mercados va a ser clave en el proceso de normalización durante los siguientes doce o veinticuatro meses. Muchas gracias.

Doctor Herberth Solórzano: Agradecemos al doctor Turner por su presentación. Leeré algunas preguntas que me han hecho llegar: Doctor Turner, en su exposición usted menciona que Friedman indica que posiblemente se requiere de una nueva teoría monetaria, ¿qué nuevos elementos tendría esta? ¿Cree usted que esta teoría recomendaría que el banco central no se enfoque únicamente en un objetivo, por ejemplo, la inflación, sino en más objetivos como el crecimiento, empleo o incluso la estabilidad financiera?; también en términos de instrumentos, ¿piensa usted que la composición de la hoja de balance de los bancos centrales y/o los agregados monetarios deberían de complementar el uso de la herramienta de tasa de interés de corto plazo?

Doctor Philip Turner: El punto sobre el nuevo marco de la política monetaria no es un asunto de objetivos sino que uno puede debatir varios aspectos sobre los objetivos. Se puede debatir sobre si la meta de 2% es muy baja, si debería haber otras metas como el crecimiento económico, o lo que sea. Pero no es a eso a lo que me refiero, el punto aquí es que necesitamos ver más allá de la política de corto plazo para los instrumentos, lo que ha cambiado son los instrumentos de la política monetaria. Por ejemplo, el uso de la hoja de balance del banco central para influenciar los movimientos en la tasa de largo plazo o para evitar movimientos bruscos por parte del mercado en estas tasas de largo plazo puede ser importante para el manejo de la demanda agregada para que el banco central pueda tener un mejor control; y en segundo lugar, la habilidad de actuar a través de esta curva de rendimiento puede mejorar la habilidad del banco para llenar su objetivo de estabilidad financiera. También al moverse y salir de los mercados clave de crédito, también puede influenciar movimientos extremos en el crédito y apoyar sus objetivos de estabilidad económica, pero esos son usos nuevos

para la hoja de balance del banco central. Lo que ocurrió durante la crisis muestra que la capacidad de los bancos centrales y su habilidad de afectar la prima de riesgo en ciertos mercados, le da al banco más poder de lo que pensaban las personas hace seis o siete años y eso no va a desaparecer rápidamente.

Doctor Herberth Solórzano: Otra pregunta plantea: Con base en lo expuesto ¿cómo puede mantener la independencia un banco central ante los cambios profundos que sufre la economía?, usted mencionaba al final que la necesidad de coordinación con el Ministerio de Finanzas Públicas es importante para evitar la dominancia fiscal y financiera, ¿cómo cree usted que podrían evitarse estos riesgos?

Doctor Philip Turner: Creo que no pueden evitarse los riesgos solo por tratar de ignorar el asunto y decir que somos un banco independiente. Nosotros fijamos la tasa y no tomamos en cuenta nada más, una vez que las circunstancias requieran varias políticas del banco central, como se hizo durante la crisis, entonces el banco central va a necesitar decidir cómo coordinar con otras partes del sistema político. Con el gobierno en sus operaciones financieras, cuando son dueños de una gran porción de la deuda pública y también en lo político, las preguntas políticas van a surgir una vez que los bancos centrales estén tomando decisiones sobre créditos. Entonces, supongo que la habilidad y destreza, que será difícil adquirirlas, ayudarán a tomar las medidas necesarias para poder cumplir con los mandatos de estabilidad macroeconómica y financiera y revertirlos oportunamente para que el banco central no se vea en deuda con el gobierno o renuente a vender bonos, porque no quiere atemorizar al mercado de bonos. Si usted encuentra una situación en donde el banco central dice: “No podemos vender los bonos porque necesitamos ajustar las condiciones monetarias y que el gobierno no lo permita”, su financiamiento sería más difícil. Si se escucha que el banco central no está preparado para hacerlo porque les da duda la reacción del mercado, entonces se debe pensar cuidadosamente sobre estas preguntas de la dominancia fiscal y financiera.

Doctor Herberth Solórzano: Gracias, profesor Turner. Por razones de tiempo leeré la tercera pregunta y el resto se las trasladaré al panel de discusión para mañana. Según su experiencia ¿cuál considera usted que es el efecto que pudiera tener la normalización de la política monetaria de los Estados Unidos de América en países con economías emergentes que tienen un mercado financiero menos desarrollado? ¿Cuál podría ser su impacto sobre el sector real, el crecimiento económico o el sector financiero?

Doctor Philip Turner: Creo que los efectos reales van a depender de cuán estrecha o cuán cercana está una economía en particular con los Estados Unidos de América; y esas economías que están más cerca de dicho país, quizás algunos de los países en vías desarrollo ubicados en Europa, serían los más afectados. Por una debilidad en la demanda en Europa y una disminución de demanda en China, otros países quizás sean más afectados. Para muchos países estos efectos serán más importantes que los cambios en el comportamiento de la actividad económica en los Estados Unidos de América, pues hay que recordar que la normalización de la política monetaria en los EE UU está tomando lugar en un momento en donde las economías se están fortaleciendo. Entonces, esto puede elevar los costos financieros globalmente a través del comercio y deberían estimular a esas economías. Los países que están más expuestos son aquellos que tienen la posición dolarizada altamente apalancada donde han tomado decisiones de apalancamiento que tienen sentido cuando las tasas de interés están bajas, y cuando las tasas de interés empiezan a subir, ellos tienen que desapalancar y enfrentarse con el valor del crédito, por ello tienen que realizar correcciones financieras y eso es un producto de su propia extensión, más bien, que de las tasas de los Estados Unidos de América, por sí mismos. Gracias.

Afrontando la normalización de la política monetaria en las economías avanzadas

Jamus Jerome Lim

Coping with Monetary Policy Normalization in High-Income Countries



Jamus Jerome Lim, Sanket Mohapatra & Marc Stocker
Development Prospects Group, Banco Mundial

23rd Cycle of Economic Lectures, Banco de Guatemala, June 9, 2014

1

Doctor Carlos Eduardo Castillo: Muy buen día, bienvenidos al XXIII Ciclo de Jornadas Económicas, organizadas por el Banco de Guatemala. Tengo el honor de presentar al Dr. Jamus Jerome Lim, originario de Singapur, Economista Senior del Banco Mundial, institución en la cual ha desempeñado labores de investigación y análisis en aspectos relacionados con finanzas internacionales, macroeconomía y economías emergentes; asimismo, ha sido asesor de política económica en países del Oriente Medio y de África. Jerome Lim obtuvo su Doctorado en Economía en la Universidad de California, en Santa Cruz, en 2006. Previo a trabajar en el Banco Mundial, fue profesor de macroeconomía, de finanzas internacionales y de desarrollo económico en Central College, institución

académica localizada en el Estado de Kentucky, Estados Unidos de América; también se desempeñó como investigador asociado para estudios económicos regionales en el Instituto de Estudios del Sureste Asiático en Singapur. Su trabajo de investigación ha sido publicado en múltiples revistas académicas de investigación y también ha sido autor de capítulos de libros publicados por reconocidas editoriales. Con ustedes el Doctor Jerome Lim, quien abordará el tema “Afrontando la normalización de la política monetaria en las economías avanzadas”.

Gracias, es un honor estar aquí. Es importante mencionar que las ideas que expondré no son reflejo del Banco Mundial o de los países miembros que lo integran. En la ponencia compartiré un documento de investigación elaborado en conjunto con Sanket Mohapatra y Marck Stocker, el cual tiene un enfoque detallado sobre la normalización de la política monetaria, específicamente enfocado en el impacto de esta sobre los flujos de capital hacia los países en desarrollo. Primero es importante tener en cuenta que nuestro interés consistió en determinar el efecto de la normalización de la política monetaria de las economías de alto ingreso, considerando que las medidas de flexibilización cuantitativas, y más generalmente las políticas monetarias no convencionales, fueron diseñadas como un mecanismo de estímulo macroeconómico para dichos países, en un contexto en el que la política monetaria opera con tasas de interés en niveles cercanos a cero.

The Potential Effect of QE on Financial Flows

- QE in high-income countries was designed as macro stimulus
 - ...but aim of QE to alter (long) yields in developed markets...
 - ...which can affect other fundamental determinants of financial flows...
 - ...which in turn has implications for subsequent cross-border flows to developing countries!

2

Evidentemente, uno de los objetivos principales de esta flexibilización cuantitativa radica en influenciar las tasas de interés a largo plazo, que es uno de los determinantes de los flujos transfronterizos de financiamiento, lo cual, por tanto, tiene implicaciones importantes sobre las variables macroeconómicas de los países en desarrollo, tal como el crecimiento económico.

En cuanto a los canales mediante los cuales la flexibilización cuantitativa puede afectar los flujos de capital, destaca el canal más comúnmente discutido y conocido como balance de cartera.

Channels of Transmission for QE

1. Portfolio balance

- Purchases of longer-duration assets reduces available stock of privately-held risk assets
- Unmet risk appetite met by increasing demand for other risky investments
 - ⇒ ↑ demand for *temporal* and *spatial* diversification by investors



3

De acuerdo con este canal, las compras de activos de duración más larga por parte de un banco central afectan la disponibilidad de activos; de forma que, a través del apetito de riesgo insatisfecho, aumentan la demanda para todo tipo de inversión que conlleva mayor riesgo, y si bien algunas de estas inversiones se concretan en los países de alto ingreso, también genera un aumento de la demanda por activos riesgosos en los países en desarrollo.

Un segundo mecanismo de transmisión por el cual las medidas de flexibilidad cuantitativa pueden potencialmente afectar los flujos de capitales es el canal de liquidez.

Channels of Transmission for QE



2. Liquidity

- Increased reserves on bank balance sheets due to central bank asset purchases
- Reserves more easily traded in secondary markets
 - ⇒ ↓ liquidity risk premium
 - ⇒ Liquidity-constrained banks can extend cross-border credit

4

En este caso, las compras por parte del banco central incrementan las reservas de las hojas de balance de la banca del sector privado y, como resultado de ello, las reservas se trazan con mayor facilidad en los mercados secundarios, lo que induce una reducción de la prima de riesgo por liquidez, que se traduce en una mayor capacidad por parte de los bancos de ofrecer crédito al sector doméstico y, además, de aumentar los préstamos transfronterizos. Finalmente, existe otro canal adicional denominado canal de confianza.

Channels of Transmission for QE

3. Confidence

- LSAPs serve as a credible commitment to keep interest rates low
- Signaling
 - ⇒ ↑ sentiment by
 - ↓ deflation risk
- Steady interventions
 - ⇒ ↓ economic volatility and uncertainty



El fundamento de este canal consiste en que las amplias compras de activos representan una señal creíble de la intención de un banco central por mantener las tasas de interés en niveles bajos durante un período prolongado. Dicha señal puede alterar las expectativas de los agentes económicos, de modo que estos pueden, por ejemplo, esperar un riesgo reducido de inflación y mejorar el sentimiento en torno al desempeño económico, lo cual contribuye a impulsar la actividad de los mercados. Otro efecto favorable sobre la confianza se deriva de que las intervenciones sostenidas de parte de los bancos centrales de los países de altos ingresos pueden reducir la volatilidad de los mercados y la incertidumbre. En conjunto estos efectos de señalamiento y de reducción de incertidumbre, denominados de confianza, favorecen el retorno de los participantes a los mercados y ello redundará en una mayor demanda por activos de inversión, incluyendo activos de inversión de los países en desarrollo.

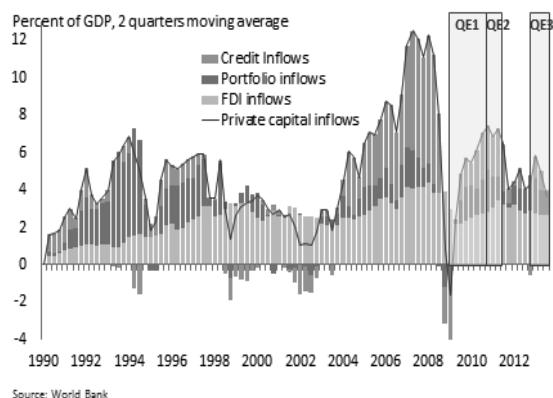
Ahora bien, al revisar la historia relativamente reciente de los flujos financieros a países en desarrollo, se evidencia que, en el período previo a la crisis financiera, se suscitó un aumento significativo de la cantidad de flujos financieros transfronterizos hacia los mercados en

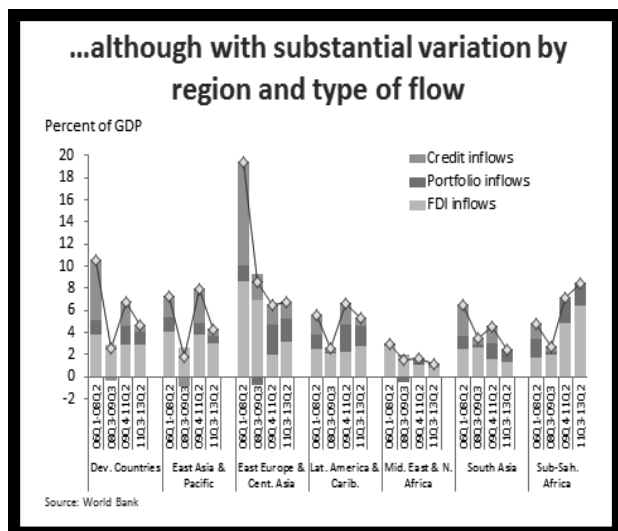
desarrollo, específicamente a partir de los años 2002-2003; la composición entre los diferentes tipos de flujos, apunta a que, en gran medida, dicho aumento respondió a una mayor cantidad de flujos de crédito. Con la crisis, se observó una reducción considerable tanto en los flujos de créditos como en las inversiones de portafolio; lo cual fue seguido por un nuevo aumento, el cual se registró durante el período en que se implementó la primera ronda de flexibilización cualitativa (QE1, por sus siglas en inglés) por parte de la Reserva Federal; asimismo, aunque un tanto menos evidente, se observó un leve incremento asociado a la segunda ronda de flexibilización cualitativa (QE2) y, finalmente, otro leve aumento durante la tercera ronda de flexibilización cualitativa (QE3).

Al respecto, cabe señalar que, después de la crisis financiera, los flujos de inversión de cartera sostienen una participación relativamente mayor en relación al total de flujos financieros hacia los países en desarrollo, contrario de lo que era en el período antes de la crisis.

No obstante lo anterior, existe una diferenciación significativa no únicamente entre los tipos de flujos sino también en términos de la distribución regional de los mismos.

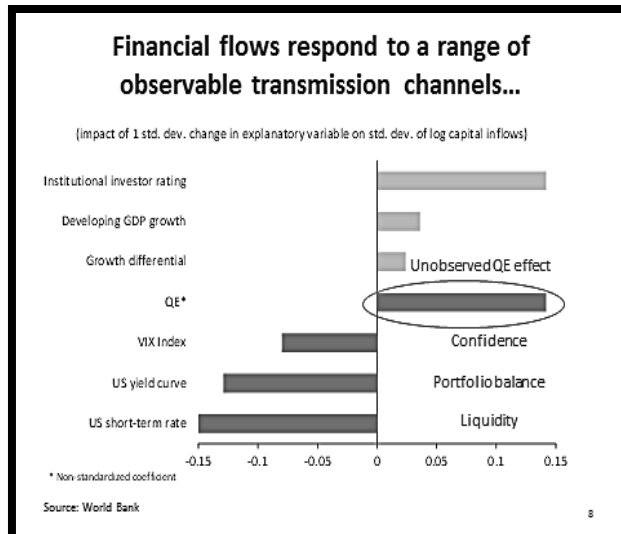
Financial flows to developing countries increased significantly following QE...



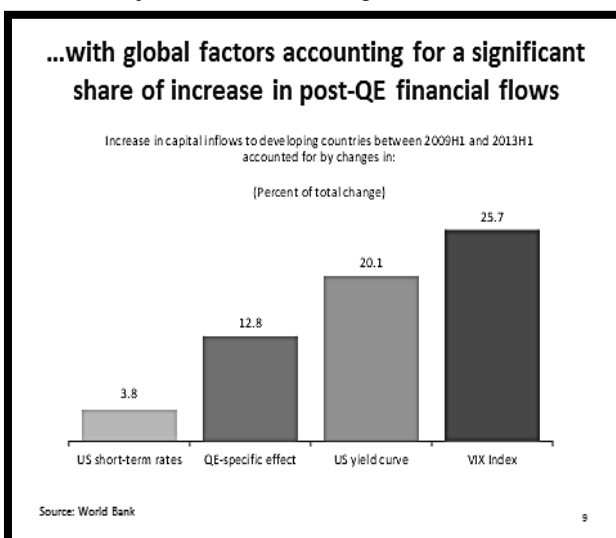


La región de Europa Oriental y Asia Central si bien se benefició de una gran cantidad de préstamos bancarios previo a la crisis, en el período posterior a ella sufrieron una fuerte disminución de flujos de capital. Por su parte, en Latinoamérica y el Caribe los flujos financieros se mantuvieron relativamente estables, aunque con una ligera contracción en el período inmediato después de la crisis.

Para explicar qué fue lo que impulsó dicho comportamiento en los flujos de capital hacia los países en desarrollo distinguiendo entre cada uno de los canales antes identificados, en el análisis empírico del trabajo de investigación se incluyeron indicadores asociados a cada uno de los canales y, teniendo en cuenta que estos mismos determinan los flujos financieros incluso en ausencia de un programa de flexibilización cualitativa, también se incorporó un indicador asociado a los períodos en que se implementaron las distensiones; de tal forma que, el cuantificar un efecto significativo en tales períodos, permitiría argumentar, con cierta confianza, que la flexibilización cuantitativa sostuvo un impacto sobre los canales de determinación de los flujos de capital transfronterizos.



Los resultados sugieren que, entre otras variables consideradas, la curva de rendimiento de los Estados Unidos de América, definida como la diferencia entre tasa de interés a largo plazo y la tasa de bonos a tres meses, resulta en una variable proxy al canal de liquidez, y el índice de volatilidad (VIX), que es una proxy del canal de confianza, tiene efectivamente un efecto significativo sobre los flujos financieros hacia países en desarrollo.



Por otra parte, el argumento de particular importancia reside en que más allá de estos efectos identificables, existe un efecto no observable de las flexibilizaciones cuantitativas,

el cual podría atribuirse al efecto en la confianza, toda vez que se descartó la posibilidad de que este corresponda a errores en las expectativas o a un cambio fundamental en la forma en que operan las variables fundamentales. En esencia, se evidenció la existencia de un efecto de confianza no observable, no capturado por las variables de expectativas del mercado, ni por los cambios en la estructura de las elasticidades del impacto de las variables fundamentales de los flujos financieros.

Al analizar el período entre 2009 y la primera mitad de 2013, se observa que si bien todas las variables tuvieron un impacto medible en los flujos financieros, la que ejerció un mayor impacto fue la asociada al canal de confianza.

Adjustment under a gradual renormalization baseline accompanied by steady growth

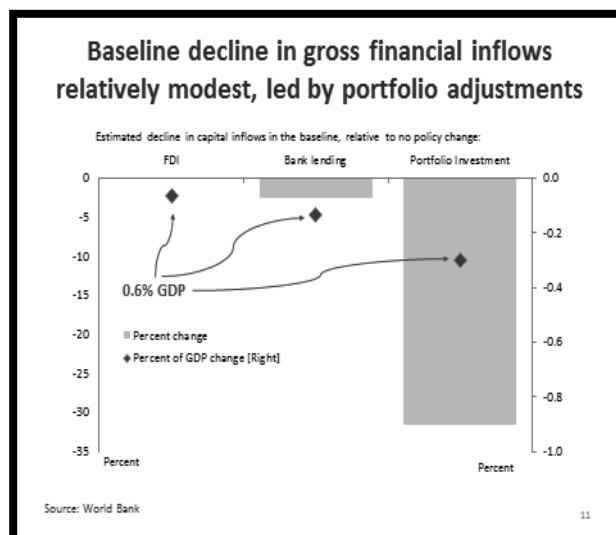
	History		Baseline		
	2012	2013	2014	2015	2016
G4 GDP growth	1.4	1.1	2.2	2.4	2.4
G4 Yield curve	1.7	2.1	2.5	2.6	2.3
G4 10 Y Bond Yields	2.2	2.4	2.9	3.2	3.5
G4 3m interest rates	0.4	0.2	0.3	0.6	1.2
VIX Index	18	15	16.9	18.2	18.9
Developing GDP growth	5.0	5.4	5.5	5.8	5.9

Source: World Bank

Ello destaca que, luego del incremento considerable de la incertidumbre durante la crisis financiera, la reducción del VIX inmediatamente después tuvo un impacto desproporcional a favor del aumento de los flujos financieros hacia países en desarrollo, el cual corresponde al efecto no observable de las QEs, y que no se pueden atribuir a las otras variables fundamentales.

Al aplicar los resultados del anterior modelo para procurar responder qué sucederá bajo la normalización de la política monetaria de los países de alto ingreso y determinar si las proyecciones del crecimiento de las economías de altos ingresos y en desarrollo a corto plazo del Banco Mundial son consistentes con dicho escenario, se estableció que

bajo el escenario base, que supone que las tasas de interés tendrán un aumento gradual y ordenado, la normalización provocará una reducción moderada de los flujos financieros netos hacia los países en desarrollo, de alrededor de 0.6% del PIB; sobre todo relacionado a ajustes en la inversiones de cartera.

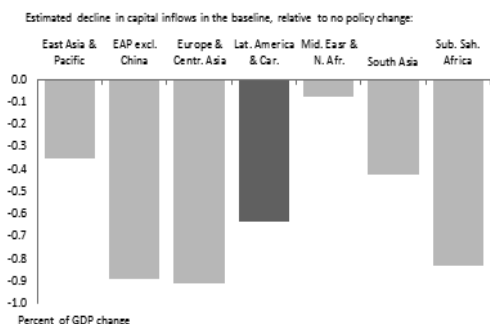


Lo anterior es interesante en tanto que, como se señaló, la inversión de cartera ha sido uno de los principales flujos financieros que sostienen su impulso en el período poscrisis; por tanto, resulta “natural” estimar que este sea el principal mecanismo mediante el cual se reducirán los flujos ante la normalización de la política monetaria.

En términos de regiones, en Latinoamérica, coincidentemente, también se estima una reducción de flujos equivalente al 0.6% del PIB; mientras que otras regiones serán afectadas relativamente en mayor medida, tal es el caso de la región de Europa del Este y Asia Central, las cuales dependen más de los flujos financieros especialmente en el período previo a la crisis pero también en el de posrecuperación, así como las regiones de Asia Oriental y del Pacífico y de África Subsahariana.

Por otra parte, cabe preguntarse qué sucedería si el ajuste de la normalización fuera relativamente más repentino, contrario al escenario de ajuste gradual asumido anteriormente.

Regions affected differently by reduction, depending on exposure to portfolio inflows



Source: World Bank

12

En este caso, el cambio de las condiciones económicas o de las expectativas del mercado, tal como se observó en el verano de 2013 y en febrero y marzo de este año (2014) inducirían ajustes rápidos en las tasas de interés a largo plazo, lo cual podría aumentar la volatilidad de los mercados financieros y, al ser este uno de los factores que determinan los flujos de capitales, amplificaría los efectos de la reducción, tornándose mayor y/o más rápidamente que en la predicción del escenario base.

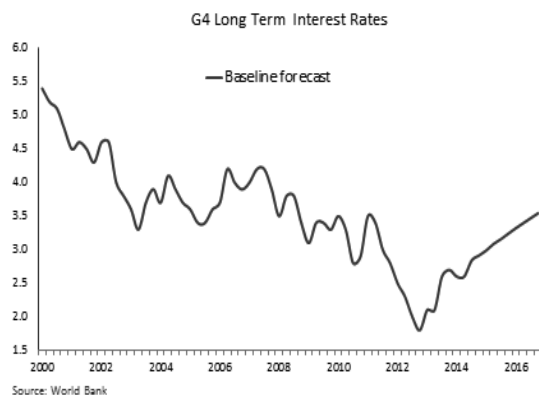
Adjustment under more disruptive financial flow scenarios

- Baseline assumes a gradual renormalization scenario, with smooth market adjustments
 - ...but changing economic conditions or market expectations may induce a more rapid increase in long-term rates
 - ...which can heighten financial market volatility...
 - ...which in turn can amplify the effects of tightening and lead to faster outflows

13

Lo que sucede en el escenario de un ajuste repentino, en comparación con el escenario base, es que la mayor parte del impacto del incremento de las tasas de interés a largo plazo ocurre en el corto plazo, seguido por una reducción gradual del mismo conforme los mercados se estabilizan.

The steady increase in long-term rates in the gradual renormalization baseline...

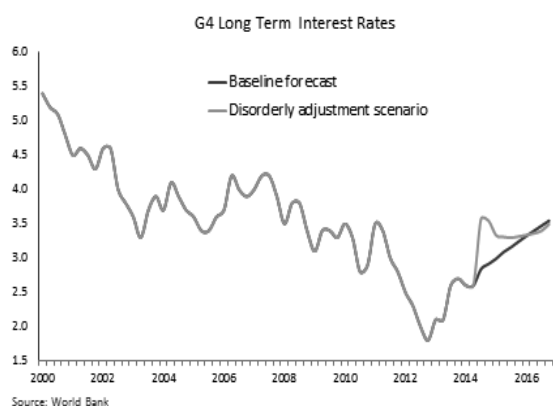


14

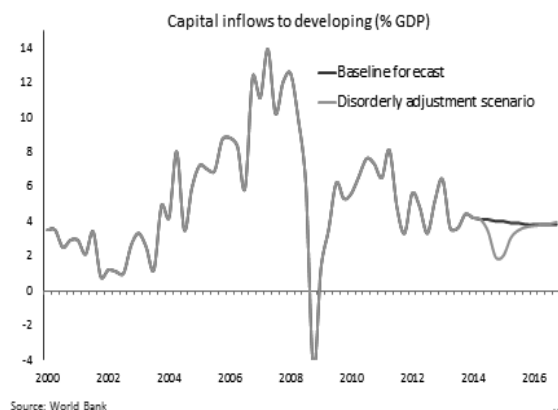
En ese sentido, el índice VIX bajo la predicción del escenario base sostiene un comportamiento bastante estable, mientras que en el otro escenario la volatilidad mostraría un repunte inmediato, seguido por una reducción gradual.

Así también, los flujos de capitales a los países en desarrollo bajo la predicción base mantendrían una reducción estable, en tanto que en el escenario de ajuste repentino podría mostrar una contracción pronunciada en un principio, seguido por un ascenso. De tal forma que, en ambos casos, el resultado consiste en una reducción de los flujos financieros con relación al período en que se implementó la flexibilización cualitativa, sin embargo la dinámica a corto plazo difiere entre los dos escenarios.

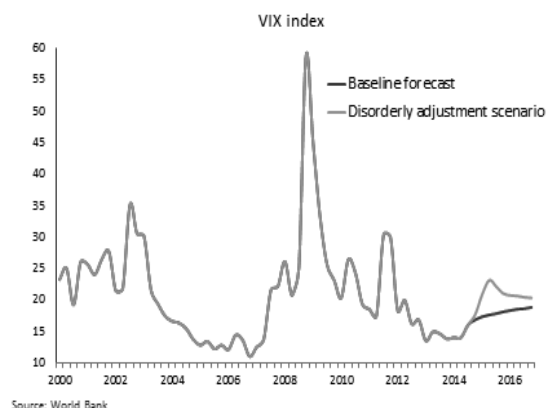
...may be replaced by a more rapid spike in rates, especially in light of the recent calm



The disorderly adjustment scenario will see a steeper drop in inflows in the first 2 quarters...



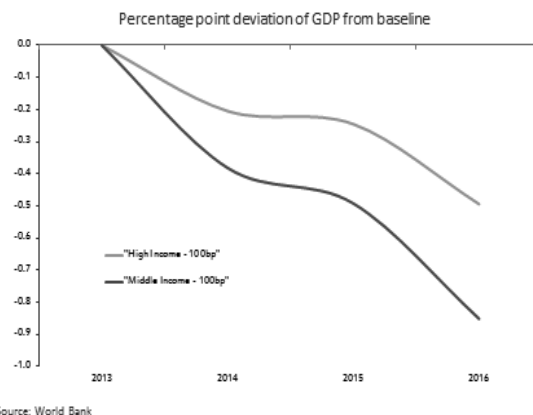
The spike in long-term rates will be reflected in greater market volatility



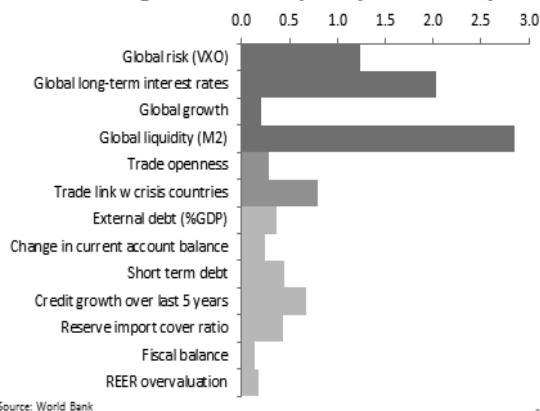
En cuanto al impacto que la normalización tendrá sobre el crecimiento económico, se estima que no solo afectará el desempeño de los países de altos ingresos en términos de contracciones del PIB, sino también el de los países con ingresos medios, principalmente en estos últimos, como resultado de la reducción de los flujos financieros.

En el peor de los escenarios, cabe analizar si una normalización no controlada de la política monetaria podría impulsar una crisis en los países en desarrollo, lo cual es posible en tanto que las crisis regularmente han estado asociadas a cambios rápidos en los flujos financieros, los cuales incrementan el riesgo de una crisis bancaria.

...which are also reflected in sharper contractions in GDP



Banking crisis risks are associated with global risk, long rates, and liquidity availability



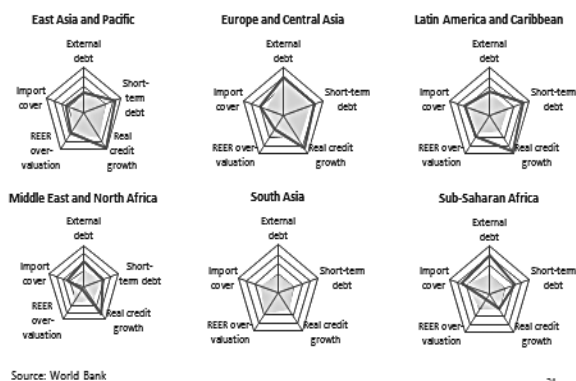
En resumen, los determinantes de la probabilidad de una crisis bancaria en los países en desarrollo asociados al escenario mundial, resultan ser los mismos factores globales que entran en juego en la normalización de la política monetaria en términos de su impacto sobre los flujos financieros.

Esto significa que la normalización eleva el riesgo de una crisis en los países en desarrollo. No obstante, este riesgo difiere entre las distintas regiones, siendo en el caso de Latinoamérica y el Caribe la deuda a corto plazo y el crecimiento real del crédito los principales factores de riesgo para un escenario de crisis.

Need to carefully assess policy options for addressing monetary policy normalization



Crisis risks differ by region, but credit growth and short-term debt especially important for LAC



En ese sentido, es importante tener en cuenta que hay una variedad de opciones de política, desde no hacer nada y dejar que, mediante ajustes, el mercado absorba los cambios, o adoptar a corto plazo algunas opciones de política macroeconómica, como por ejemplo, si hubiera espacio fiscal, una política fiscal contracíclica o alguna medida de política monetaria para abordar los riesgos inmediatos. Por su parte, a largo plazo, lo principal consiste en realizar reformas estructurales que, entre otros aspectos, eleven los ahorros para asegurar que el país dependa en menor medida de flujos financieros internacionales, así como reformas orientadas a fortalecer el sector financiero y contribuir a que este se desarrolle de una forma consistente con el crecimiento del país. Muchas gracias.

Doctor Carlos Eduardo Castillo: Muchas gracias, Doctor Lim. He recibido gran cantidad de preguntas,

que demuestra el interés del público en su conferencia. Seleccioné aquellas preguntas cuyo tema tiende a coincidir. La primera pregunta dice así: En su opinión ¿cuáles podrían ser los posibles efectos inflacionarios o desinflacionarios que podrían producirse en las economías emergentes, producto del retiro de las medidas de facilidades cuantitativas en las economías avanzadas?

Doctor Jerome Lim: Sinceramente no hemos analizado de forma profunda los posibles efectos inflacionarios o deflacionarios, principalmente por tener un mayor interés en los cambios estructurales a largo plazo. No obstante, a primera vista para los países en desarrollo a corto plazo y en términos de la relación de la curva Philips, podría esperarse que, como resultado de una normalización rápida, haya una contracción en la tasa de crecimiento, típicamente acompañado con aumentos en el desempleo, por lo que las presiones inflacionarias no deberían de ser muy fuertes, aunque esto también dependería del grado de exposición comercial, que podría alterar el efecto de la inflación importada. Sin embargo, considero que los países en desarrollo no enfrentarán efectos inflacionarios o deflacionarios significativos asociados a la normalización de la distensión cualitativa.

Doctor Carlos Eduardo Castillo: La segunda pregunta expresa: ¿Considera usted que es necesario que la hoja de balance de la Reserva Federal retorne a niveles observados antes de la crisis, ello previo a que la FED comience a incrementar la tasas de interés de fondos federales, o podría observarse un incremento en dichas tasas aun cuando la hoja de balanza se encuentre alrededor de US\$4.0 trillones de dólares?

Doctor Jerome Lim: Primero hay que tener en cuenta que la Reserva Federal (FED) opera su política monetaria en función de los propósitos de los Estados Unidos de América; de tal forma que lo que esto implique para los países en desarrollo resulta en una cuestión secundaria; hecho que no ha evitado que los países se quejen sobre los efectos de la política monetaria de los países de altos ingresos.

En cuanto a la hoja de balance considero que, al menos a corto plazo, se mantendrá estable; ello recordando que la FED únicamente ha hecho una reducción gradual en las compras de activos, cuyo efecto potencial sobre el balance reside en el largo plazo.

Doctor Carlos Eduardo Castillo: Gracias, Doctor Lim. Hay un número considerable de preguntas para usted, pero con el propósito de ajustarnos a la agenda de hoy, las trasladaré al señor Presidente del Banco de Guatemala, para que sean formuladas mañana en la mesa redonda. Muchas gracias por su disertación.

El retiro de los estímulos monetarios en las economías avanzadas: efectos para las economías con mercados emergentes y en desarrollo

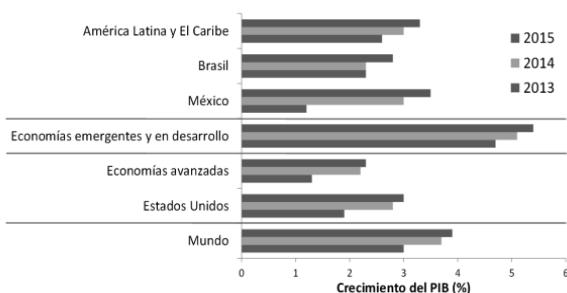
Alejandro Izquierdo

Licenciado Oswaldo Mirón: Respetable audiencia, tengan buen día. Para continuar con el tema “El retiro de los estímulos monetarios en las economías avanzadas: efectos para las economías con mercados emergentes y en desarrollo”, es un privilegio para el Banco de Guatemala contar con la presencia del doctor Alejandro Izquierdo como conferencista en este ciclo de Jornadas Económicas. El doctor Izquierdo es Economista Principal del Departamento de Investigación en el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), institución en la que también ha sido Asesor Económico Regional para México y América Central; asimismo, se desempeñó como Economista y Consultor del Banco Mundial; Consultor en el Ministerio de Finanzas de Perú y de la Comisión Económica para América Latina. Ha dictado clases de macroeconomía y finanzas internacionales en universidades de Latinoamérica; también cuenta con diversas publicaciones como: “Las consecuencias de la crisis global: lecciones de política económica y desafíos para América Latina y el Caribe”; “El impacto de las interrupciones súbitas de ingresos de capital en la volatilidad de precios relativos”; y “La sostenibilidad fiscal: problemas para las economías con mercados emergentes”. En el ámbito académico posee un Doctorado en Economía, por la Universidad de Maryland de los Estados Unidos de América (EE UU), así como una maestría en Economía del Instituto Torcuato di Tella de Argentina, país en el cual también obtuvo una licenciatura en Economía por la Universidad de Buenos Aires. En esta oportunidad, compartirá con nosotros la presentación “La recuperación global y la normalización monetaria ¿cómo evitar una crónica anunciada?” Doctor Izquierdo,

bienvenido a este ciclo de Jornadas Económicas, queda usted en el uso de la palabra.

Muy buen día a todos, muchas gracias por la presentación. Agradezco al Banco de Guatemala por haberme invitado a este evento. Primero déjenme presentarles un informe reciente del Departamento de Investigación del BID titulado: “Recuperación global y normalización monetaria: ¿cómo evitar una crónica anunciada?” ¿Por qué y cómo evitar una crónica anunciada? Hemos visto episodios en el pasado de aumentos en las tasas de interés que tuvieron un impacto importante en la región y la pregunta es: ¿Esta vez enfrentaremos más de lo mismo o disponemos de mejores instrumentos? ¿Estamos mejor posicionados? Haré un contraste con la crisis de 2009 para ver en qué punto estamos. Como primer punto les presento una introducción de la economía global, las oportunidades y riesgos que surgen con esa recuperación. De acuerdo con los pronósticos del Fondo Monetario Internacional (FMI), América Latina y el Caribe crecerá en torno al 3.0% en 2014, aunque recientemente se revisó medio punto a la baja dicha estimación. La región estaría creciendo similar a lo observado el año pasado, lo cual no es muy impresionante si tomamos en cuenta que venimos pronosticando tasas mucho más altas. Sin embargo, para 2014 y 2015 se estima que la región crecerá un poco más; ello en un contexto en el que la recuperación puede ser más fuerte de lo previsto en EE UU, con tasas de crecimiento cercanas a 3.0% para 2014 y 2015, así como por una recuperación en el resto de las economías avanzadas, aunque a un ritmo más lento.

Economía global en camino de recuperación



En enero se pronosticaba un crecimiento del PIB de ALC del 3% en 2014 y del 3.3% en 2015, superior al 2.6% observado en 2013, aunque más recientemente se redujo en 0.5%.

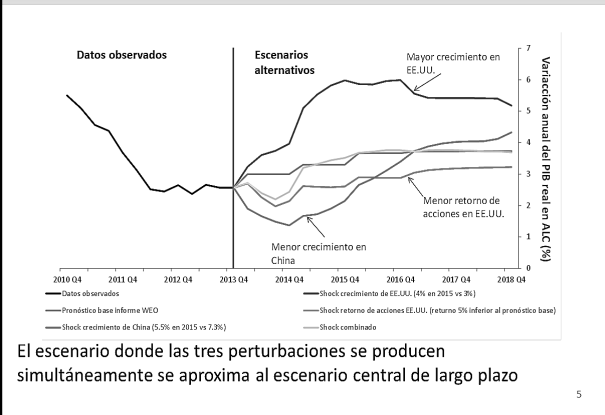
En esa línea quiero compartirles tres riesgos que hemos identificado: i) Riesgo positivo de que la recuperación en EE UU fuera más fuerte de lo previsto, impulsada por los mercados de vivienda y laboral; ii) La recuperación económica más rápida puede propiciar una normalización monetaria también más rápida que lo previsto y un aumento gradual de las tasas de interés; y iii) Paralelamente, el rápido crecimiento del crédito y las tasas de crecimiento más moderadas en China despiertan inquietudes. Este efecto, no lo vimos con anterioridad, pero China ha tomado tal relevancia en la relación con América Latina que se decidió incluirla, en particular, porque tiene efectos positivos, principalmente para América del Sur; y negativos para América Central. Esto lo abordaré más adelante con mayor detalle, pero quiero decirles que es un tercer elemento que estamos considerando, porque la región es mucho más dependiente de la economía china y se discute de los riesgos potenciales existentes, sobre todo en su sistema financiero mediante lo que ustedes habrán escuchado como “shadow banking” o banca no regulada. Lo que vemos es que a pesar de que la banca no regulada tiene un tamaño de alrededor de 30.0% de lo que es el consolidado del sistema financiero chino, al no estar regulado y al haber estado fuertemente concentrado en inversiones no transables, nos hace pensar que podría ser un sector vulnerable que se traduciría en un menor crecimiento en ese país por la reducción del crédito.

Mirando hacia adelante, 3 riesgos significativos

- 1- Riesgo positivo de que la recuperación en EE.UU. sea más fuerte de lo previsto, impulsada por los mercados de la vivienda y laboral
- 2- 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
- 3- Riesgo de menor crecimiento en China (por el rápido crecimiento previo del crédito y los riesgos de quiebra de “shadow banks”)

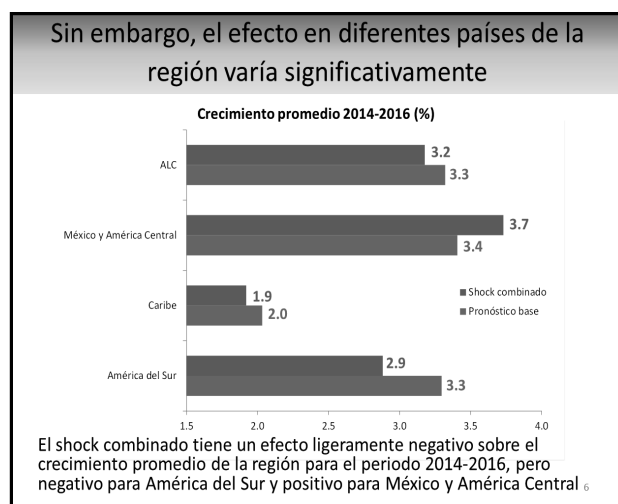
En ese contexto se elaboró un modelo estadístico para tener como referencia cuáles podrían ser los potenciales impactos de estos escenarios alternativos y, por supuesto, si viéramos un mayor crecimiento en EE UU, diríamos una expansión en la tasa de crecimiento regional, China nos desacelera, un incremento en las tasas de interés también lo hace, y si se conjuga todo se ubicaría en el escenario de la línea amarilla, que no es muy distinto, salvo por el comienzo de los pronósticos que tienen en este momento en las Perspectivas de la Economía Mundial del FMI (World Economic Outlook, WEO).

Escenarios alternativos en función de lo que pase en EE.UU. y China



Entonces, una serie de elementos que cuando uno los conjuga, podría llevarnos a tasas de crecimiento menores, aunque no tan bajas, si es que EE UU se recupera más rápido. Por ello ese comportamiento para la región hay

que dividirlo en dos episodios. Hace algunos años el BID publicó un trabajo donde se indicaba una región, pero a dos velocidades. Dicho documento hacía referencia, por un lado, a México y Centroamérica y, por el otro, a América del Sur, dos regiones diferenciadas porque tienen distintas condiciones estructurales. En términos de cómo se relacionan con el resto del mundo, América Central está muy vinculada a los EE UU, mientras que América del Sur, no tanto. Esta última región, fuerte exportadora de *commodities* y muy beneficiada por el incremento de los precios de esos *commodities*. Por su parte, para América Central no es el caso, dado que el petróleo, que es un insumo muy importante, se encareció durante estos años, por lo que se observó un comportamiento distinto de la región y ahora se espera un efecto más positivo para América Central y México, en la medida que EE UU se recupere; y, mientras más se recupere, más fuerte va a ser ese efecto también por la entrada de remesas que podrían aumentar el crecimiento promedio.



Por el contrario, en América del Sur el efecto sería de una reducción con respecto al pronóstico base del WEO. Lo que quiero hacer ahora es analizar una serie de vulnerabilidades y capacidades de respuesta. Lo que quiero determinar es cómo permea eso en la región, qué elementos tenemos de respuesta ante una potencial subida de las tasas de interés, dada la normalización monetaria de los EE UU. Me concentraré en tres frentes: i) los balances fiscales. Recientemente se hizo la pregunta de cómo uno podría enfrentar este

incremento de las tasa de interés con la política fiscal; ii) qué vulnerabilidades y qué capacidades tenemos por el lado monetario y cambiario; y iii) un escenario de más estrés financiero, cuáles serían los riesgos de una parada súbita de los flujos de capital.

Vulnerabilidades y capacidad de respuesta

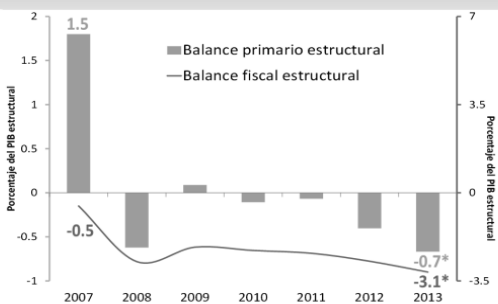
- Balances fiscales
- Política monetaria/cambiaria
- Los riesgos de una Parada Súbita

¿Cuán preparada está la región para reaccionar ante un shock negativo?

- Se anticipa que la normalización monetaria se desarrollará suavemente y que no habrá sorpresas en la economía china.
- No obstante, es importante analizar la capacidad de respuesta de la región ante eventos inesperados.

Como escenario base, lo que esperamos es una normalización monetaria que se desarrolle suavemente, que no existan sorpresas muy fuertes en la economía china, pero lo que queremos es hacer un poco de pruebas de estrés (*stress testing*) para establecer donde están las vulnerabilidades ante eventos inesperados. Primero revisemos la situación fiscal, cuando uno mira a América Latina ya sea tanto el balance primario estructural, que se aprecia en la gráfica en las barras verdes, o el balance fiscal estructural ya ajustado por el ciclo económico, línea azul, lo que se puede observar en general es un deterioro de los balances fiscales ya sea como observado o estructural, y eso es un aspecto a tener en cuenta porque: ¿Dónde se encontraba la región para la crisis de 2009? Estaba básicamente balanceada en su posición fiscal, entonces le era muy fácil poder acceder a una política fiscal expansiva en el momento de la crisis.

La posición fiscal se ha deteriorado



Los balances fiscales se han deteriorado, el déficit fiscal estructural en el país típico representa ahora 3.1% del PIB vs 0.5% en 2007

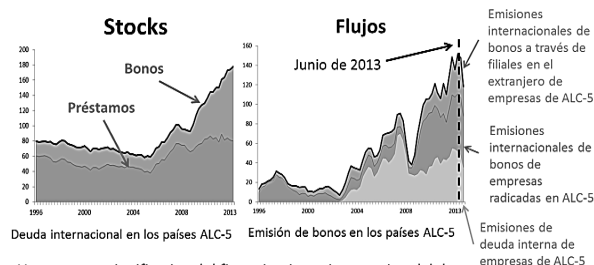
* Los datos para el 2013 son proyecciones

9

Actualmente se encuentra en un punto distinto, sobre todo si uno lo mira ajustado por el ciclo, los balances fiscales están en déficit, y eso nos da muy poco margen de maniobra para políticas contracíclicas en caso de que se presentara este aumento de las tasas de interés, este es el primer punto. El segundo es mostrarles la fuerte expansión del gasto en la región, de alrededor del 50%, en términos reales, entre 2007 y 2013. En ese sentido, buena parte de esa expansión corresponde al gasto de tipo inflexible, tales como remuneraciones y transferencias, lo que nos hace difícil deshacer las políticas expansivas y nos da poco margen de maniobra a la hora de pensar cómo combatir una potencial alza en las tasas de interés.

Esto se repite en las distintas subregiones de América Latina. En América del Sur es importante, pero en América Central, si bien México y Panamá tienen más flexibilidad en el gasto, lo que se observa es que salvo Panamá, donde la expansión ha sido mayoritariamente a través de inversión directa, la mayor parte de los países de la región crecieron a través del gasto inflexible. El siguiente punto de vulnerabilidad a analizar son los flujos de capital. En América Latina se observó un aumento muy importante en los flujos de capital después de la crisis de 2009, al subir fuertemente hasta US\$150.0 miles de millones de emisiones brutas, pero lo interesante es, como se observa en la gráfica, que los tres colores se refieren a las emisiones de deuda interna en moneda doméstica, las cuales continuaron aumentando pero no en la misma proporción que lo hicieron en el período precrisis.

Cambios en la magnitud y la composición del financiamiento internacional del sector privado (miles de millones de US\$)



Un aumento significativo del financiamiento internacional del sector privado en ALC-5 impulsado tanto por residentes como por filiales en el extranjero

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

12

En el período poscrisis, y esto tiene relación con lo que comentaba Philip Turner sobre el tema del “carry trade”, eso ha llevado un mayor número de emisiones internacionales de bonos en moneda extranjera mucho más relevantes. En la gráfica se observa que la barra roja corresponde a las emisiones que hicieron las firmas que se encuentran en el país de origen y a sus filiales, aunque no estén basadas en el país de origen. Actualmente dos tercios de la emisión se están haciendo mediante bonos externos, por lo que el elemento a tener en cuenta es que se puede introducir un riesgo de descalce por monedas en el sector privado. Si se compara la expansión de 2004-2008 contra la de 2009-2013, se observa que mientras en la primera expansión la mayor parte de la emisión se realizó en moneda local, este no ha sido el caso entre 2009 y 2013, es decir, ha aumentado la exposición cambiaria. En la región entre 2008 y 2013 se registró un aumento del crédito, pero me refiero a algunas de las principales economías que comprenden una buena parte del PIB regional. Acá hubo una expansión de más de US\$1.0 billón dado que los bancos financiaron a las empresas y a las hogares, pero esto está vinculado a un incremento de los pasivos bancarios tanto por el lado de los hogares como de las empresas, estas últimas se llevan alrededor de dos tercios de las expansiones de los depósitos. Aquí se encuentra un elemento de volatilidad, dado que las firmas suelen tener menos resiliencia en sus depósitos, recibiendo, a su vez, una fuerte cantidad de financiamiento externo mediante bancos o inversionistas extranjeros, en donde una parte importante de ese financiamiento es mediante depósitos en el sistema, quizás aprovechando el

“carry trade” y las tasas de interés muy bajas en el resto del mundo, para ganar un interés más alto en estos países. Quiero agregar al endeudamiento del sector privado un elemento que también se ha observado a detalle, el cual se refiere al endeudamiento externo de la banca comercial con el exterior en moneda extranjera.

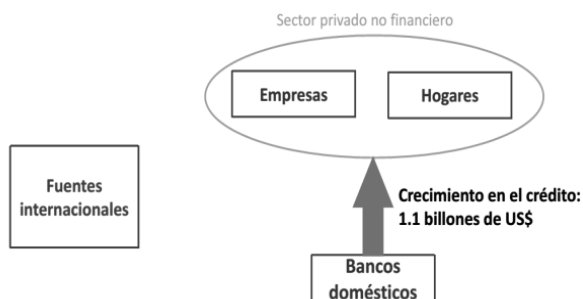
En líneas generales, el crédito doméstico ha crecido considerablemente

- El stock de crédito al sector privado no financiero se duplicó entre 2008 y 2013 (pasó de 1 billón de US\$ a 2.1 billones de US\$ en ALC-4*).
- Por un lado, esto puede ser positivo puesto que la región aún exhibe menos bancarización que las economías avanzadas y otros países emergentes.
- Sin embargo, esto también puede acarrear otros riesgos, dependiendo de como se haya financiado el crecimiento del crédito.

*ALC-4 : Brasil, Chile, Colombia y México

14

Flujo de capital en “ALC-4”

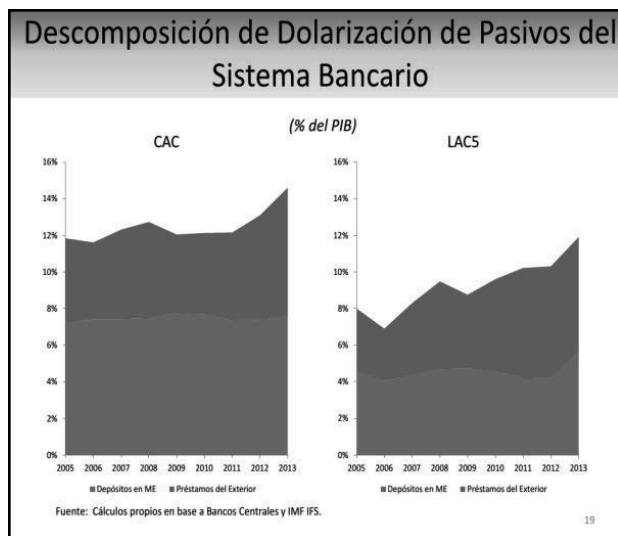


* El gráfico muestra el cambio en el stock de crédito entre finales de 2008 y junio de 2013, del crédito, los depósitos y las emisiones internacionales de bonos y préstamos

¿Qué vulnerabilidad tiene esto? Primero esto podría implicar descalces por monedas en algunos sectores no transables, si detrás de esos créditos hay moneda extranjera, pero también quiero destacar un punto que se está investigando que me parece que podría ser

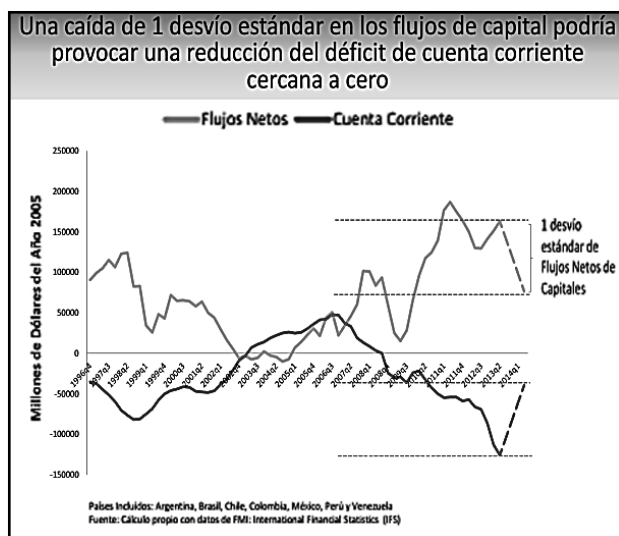
relevante, y es que quizás los bancos hayan estado manejando el elemento de “carry trade”. Si bien existe regulación para evitar descalces entre activos y pasivos en moneda extranjera y moneda doméstica, bajo moneda extranjera podrían estar incluyéndose monedas duras como el dólar y monedas blandas como las monedas latinoamericanas, en general, se habla de moneda doméstica y extranjera; y bien podría ser que bancos nacionales estén endeudándose en moneda extranjera en el exterior y refinanciando ese dinero a terceros países en los que se espera aprecien sus monedas, a pesar que bajo la regulación figura como que solo se tiene activos y pasivos en moneda extranjera. Por ejemplo, Colombia ha estado invirtiendo considerablemente en Centroamérica comprando banca en la región, endeudándose en moneda extranjera y teniendo un activo externo que son los bancos centroamericanos, pero al final del día, cuando se sostiene un banco centroamericano está sosteniendo quetzales, colones, entre otras monedas, que son monedas que se podrían depreciar en el momento que se decida sobre el incremento en las tasa de interés. Entonces, habrá y hay un potencial descalce entre pasivos en monedas duras y activos en monedas blandas, lo que podría generar problemas en los balances bancarios ante una suba de tasas de interés en EE UU y la depreciación de las monedas blandas.

Por otra parte, el tema de la dolarización de pasivos no ha sido trivial en el sector bancario. Como se observa en la gráfica, la dolarización se descompone para los países de Centroamérica y las cinco principales economías de América Latina (básicamente los países del Sur y México) para determinar cuánto de esa dolarización tiene relación con depósitos en moneda extranjera como proporción del PIB y cuánto de fondeo son los préstamos del exterior. Cuando uno mira al interior de América Central, para darles una idea de cómo lucen esos números en la región, lo que observa es que, en general, comparando 2007 contra 2013, los préstamos del exterior son los que han subido sistemáticamente en algunos casos de manera muy fuerte. Entonces es un elemento a tener en cuenta sobre la dolarización de pasivos en el sector bancario y en el de las empresas.



Con relación al tema sobre los flujos de capital, se ha registrado una merma de dichos flujos, aquí se observa un componente que no es la totalidad de los flujos de capital sino información que se puede conseguir a nivel mensual sobre la evolución de los fondos de inversión, tanto en bonos como en acciones que llegaron a América Latina. Lo que se puede ver es que después de mayo de 2013, con el anuncio de la Reserva Federal de su posible inicio del retiro de su programa de compra de activos (*Quantitative Easing QE*), es que hubo una fuerte caída en los flujos de inversión en bonos y en acciones, en menor cuantía. Este comportamiento cae fuertemente después del anuncio; actualmente se ha recuperado levemente pero todavía la pregunta es: ¿Qué va a pasar con el resto de los flujos financieros? Aún sin entrar en un escenario de *Sudden stop*, o paradas súbitas de los flujos de capital, quiero mostrarles que la volatilidad de los flujos de capital puede tener efectos no menores sobre las cuentas corrientes; por ejemplo, una caída de 1 desvío estándar en los flujos de capital podría provocar una reducción del déficit de cuenta corriente cercana a cero, eso por supuesto si no se utilizan reservas monetarias internacionales.

Por otro lado, la región ha avanzado en términos de su capacidad de respuesta. Al respecto, les destaco tres puntos que me parecen muy útiles. En general, cuando se mira a los países más grandes de la región y, en particular, aquellos con una política monetaria basada en un objetivo de inflación, se observa que durante la crisis de 2009, es



que, por primera vez en mucho tiempo, los países de la región pudieron depreciar sus monedas de manera sustantiva sin incurrir en crisis bancarias o cambiarias. Ese es un elemento nuevo con el que se cuenta en la región y se asocia porque el sector público ha podido desdolarizar fuertemente la composición de la deuda, por lo que hay menos impacto de la depreciación sobre el fisco y la sostenibilidad del mismo; sin embargo, la parte del sector privado va a estar contrapesando.

Otro elemento que puede darnos un poco de optimismo, aunque lo tomaría con cautela, es que en crisis anteriores, como la de 1997, lo que se veía era el comportamiento bruto de los flujos de capital, es decir, las entradas o salidas de los residentes y de los extranjeros; también se veía una salida de flujos de capital de los no residentes, mientras que los flujos brutos de los residentes prácticamente se mantenían. En la crisis de 2009 se observó un efecto compensatorio muy importante. Mientras hubo una fuerte salida de flujos de capital de extranjeros, a la vez hubo una entrada no menor de flujos de capital de los residentes, a tal punto que en términos netos no hubo una caída tan fuerte.

Entonces la pregunta es: ¿Por qué ha sucedido esto? ¿Bajo qué condiciones se puede esperar esto? Por supuesto, la región ha mostrado que pudo sostener y aguantar una crisis menor, al salir fortalecida sin mayores efectos en el sector privado y en la banca, pero se quiere comprender un poco más por qué ha pasado

esto, porque esto no le sucede a todo el mundo; acá les muestro el promedio de la región, pero hay elementos a tomar en cuenta de cada país que se requerirá analizar con mayor detalle.

Con relación al último tramo de vulnerabilidad, y tiene que ver con el análisis de donde está situada la región si tuviera que enfrentar un freno de la cuenta capital, como lo hemos visto en tantas otras ocasiones en la región. A este escenario se le asigna menos probabilidad pero vale la pena evaluarlo en caso de que se materializara, dado que nadie esperaba que el anuncio de la FED, de su potencial reducción del QE, generara los efectos que se crearon sobre los *spreads*. ¿Por qué hubo tanto impacto?, esa es la pregunta. Existen algunos indicadores en los fundamentos que se han deteriorado y también hay variables que son clave a la hora de definir la probabilidad de un frenazo de capital y su costo. Por lo tanto, los niveles de la dolarización doméstica, el balance de la cuenta corriente y el balance fiscal podrían indicar cuál es la capacidad de respuesta que se tiene ante la crisis. Cuando uno observa a los cinco países más grandes de América Latina (Brasil, Chile, Colombia, México y Perú), con respecto a 2007, nos damos cuenta del aumento de la dolarización de pasivos y el incremento fuerte de los déficit de cuenta corriente. Para 2013 es más acentuada esa diferencia, por lo que podría incidir en que estos elementos están aumentando la probabilidad de una parada súbita (*Sudden stop*).

Cuando uno mira al interior de América Central, en general, acá sí hay una diferencia importante traducida en una mejora en los balances de cuenta corriente, que de ser muy deficitarios en 2007 pasaron a ser menos deficitarios en 2013. Sin embargo, la dolarización doméstica de pasivos ha aumentado y los desbalances fiscales se han incrementado fuertemente. Quizás Guatemala es el mejor ejemplo, dado que es uno de los países más conservadores a nivel fiscal debido a que el aumento del déficit fue mucho menor que en otros países como Costa Rica y Honduras. Por lo tanto, si bien han sido más prudentes fiscalmente, en general, todos estos indicadores no han mejorado, con excepción de la cuenta corriente.

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 LACS	0.3%	8.1%	1.3%	-3.4%	11.9%	-1.7%

* Pasivos bancarios en dólares

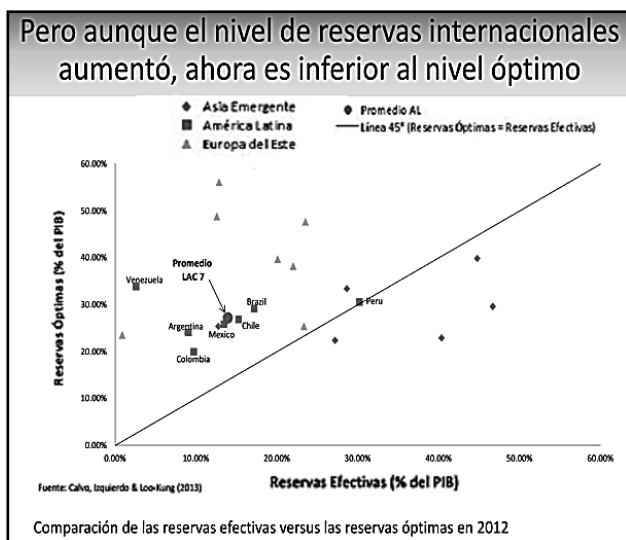
Fuente: Cálculos propios en base a Bancos Centrales y IMF IFS.
CAC: Costa Rica, Guatemala, Honduras, Nicaragua, R. Dominicana
ALC S: Brasil, Chile, Colombia, México y Perú

Guatemala ha sido uno de los países más conservadores a nivel fiscal

Lo anterior tiene consecuencias al calcular cuál es el costo esperado de la crisis. El costo esperado de un *Sudden stop*, dadas esas características que les mostré, ha subido en un punto del producto interno bruto en América Central y medio punto en los países más grandes de América Latina. Entonces este es un elemento a tener en cuenta porque de materializarse una parada súbita, los costos podrían ser más altos.

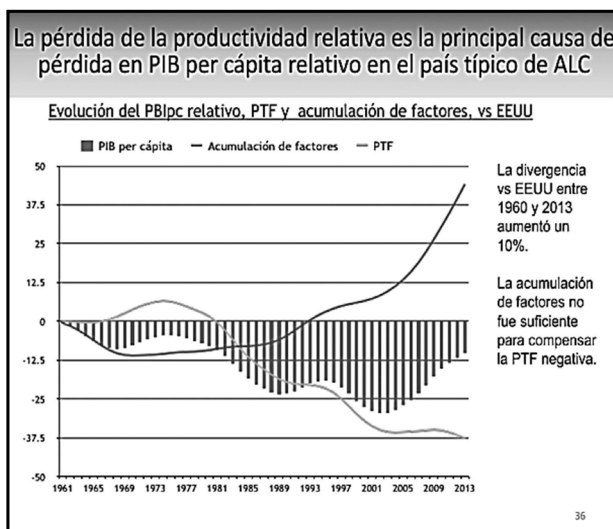
Una pregunta interesante que debemos hacernos es: ¿Cómo estaban posicionados los países para resistir este tipo de crisis con relación a su nivel de reservas internacionales? Esto lo voy a mostrar solo para los países más grandes de América Latina, pero quiero comentarles que cuando se trabaja en modelos de reservas óptimas regularmente uno se pregunta: ¿Cuál es el nivel de reserva que yo debería tener para resistir un *Sudden stop*? ¿Cómo un país, de manera precautoria, se puede cubrir contra ese riesgo con reservas internacionales? Las cuentas que nosotros hacíamos nos indican que la región, en promedio, se encontraba bastante bien posicionada, dado que las reservas efectivas que se tenían eran muy parecidas a las reservas óptimas, con algunas variaciones por supuesto. Ello cambió fuertemente en 2013, cuando las reservas requeridas como óptimas eran más altas por los desbalances que ya les he comentado. Al hacer un balance mixto podemos observar que 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 choques en varias economías de América Latina y el Caribe; los sistemas financieros

tienen niveles altos de solvencia y liquidez, la regulación y la supervisión han mejorado a la vez que la cantidad de reservas internacionales en términos absolutos ha crecido; sin embargo, la posición de cuenta corriente y fiscal se ha deteriorado y los balances del sector privado (tanto el sector empresarial como bancario) pueden estar expuestos a riesgos de tipo de cambio. De hecho, ha aumentado el costo esperado de un *Sudden stop*; y 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.



Finalmente, en el mejor de los escenarios donde suben las tasas de interés de manera gradual y se reacciona bien, nos queda preocuparnos por el bajo crecimiento que se podría venir en los próximos años, quizás un poco menos para América Central debido al impulso de la economía estadounidense. Al revisar las proyecciones a mediano plazo de crecimiento para América Latina para 2014-2018, de 3.0%, 3.3% y 3.5%, en su orden, y se compara con el resto de las economías emergentes y en desarrollo, nos damos cuenta que dichas tasas siguen siendo bajas. Asimismo, cuando uno mira cuáles pudieron ser los factores que están detrás de ello y los compara con la productividad relativa de América Latina con respecto a la de los EE UU (lo observamos en las barras en azul), vemos que estamos sistemáticamente por debajo en términos relativos, es decir, la pérdida de la productividad relativa es la principal causa de pérdida en el PIB per cápita relativo a los países de América Latina y el Caribe. Si bien se han realizado esfuerzos en los últimos años, la productividad ha venido decreciendo, entonces aquí

hay un punto de reflexión en el sentido que debemos de preocuparnos por la crisis pero no debemos olvidar este otro tema.



Déjenme pasar directamente a plantearles algunos temas para futuras discusiones. ¿Cómo evaluamos a Centroamérica y cuáles son los temas que yo quería resaltarles? si la normalización monetaria y la mayor actividad en los EE UU tendrá un choque real positivo, va a aumentar la demanda de exportaciones de América Central, pero eso va a venir a la par de un choque financiero y la pregunta es: ¿Qué viene primero? En general los choques financieros llegan más rápido que los choques reales, entonces considero que vale la pena que se pregunten: ¿Cómo se prepara la región para navegar el corto plazo ante choques financieros? El otro punto que se menciona en un informe reciente que le llamamos “El canto de las sirenas financiera en Centroamérica” es que el bajo costo del endeudamiento ha hecho muy difícil para los hacedores de política comenzar a resolver el problema fiscal. Por lo anterior, creo que será un buen momento de mirar al interior del gasto público, para identificar donde hay filtraciones y para eso les dejo el documento del BID referido a la ruta hacia un gasto eficiente con más crecimiento, por si lo desean consultar.

En cuanto a la mayor dolarización de pasivos, quizás pensar en encajes diferenciados en moneda doméstica y extranjera, de modo que al bajar los niveles de dolarización se pueda amortiguar de mejor forma nuestro sistema con el tipo de cambio. América Central ha avanzado bastante

en este tema, solo me permito recordarles que es una tarea que debe continuarse. Por último, no decir que esta crónica sea anunciada, que vamos a tener un aumento de la tasa de interés, y cuando ello suceda, vamos a registrar una disminución en el consumo, lo que podría generar una baja en la demanda agregada adicional a lo que estamos esperando normalmente. Con esto concluyo y muchas gracias.

Licenciado Oswaldo Mirón: Gracias, doctor Izquierdo, por su presentación y considerando el tiempo que tenemos me permitiré dar lectura a algunas preguntas: ¿Cuál sería el efecto, en términos generales, de una normalización más rápida de la política monetaria en los EE UU, en las economías de la región latinoamericana?

Doctor Alejandro Izquierdo: Gracias. Claramente creo que si fuera más rápida la recuperación veríamos más rápido este aumento, insisto para mí el canal financiero va a llegar antes que el canal real y la pregunta es: ¿Cuánto nos podemos acomodar para enfrentar esas tasas de interés más altas? En general algunos países de América Central tienen un buen manejo de los vencimientos de su deuda pública, y si bien hay déficit fiscales, el hecho de una menor carga de vencimientos de la deuda ayuda a que el manejo del vencimiento de la deuda sea un poco más fácil, aunque de igual manera va a afectar el gasto, pero en algunos países de la región centroamericana hay vencimientos importantes y también déficit fiscales importantes; entonces creo que la opción de hacer el ajuste suave no va a estar presente.

Licenciado Oswaldo Mirón: Otra pregunta está relacionada con el tipo de cambio. Usted mencionaba el uso del tipo de cambio como mecanismo de ajuste para países con metas explícitas de inflación. ¿Cómo podría interpretarse la utilización del tipo de cambio?

Doctor Alejandro Izquierdo: Perfecto, quizás uno de los mejores ejemplos sea el caso de Perú, que es una economía que aún mantiene niveles de dolarización relativamente altos y que si bien ha venido haciendo una política de reducción de esos pasivos desde hace varios años y con éxito, todavía tiene un fuerte componente de pasivos en dólares en su sistema bancario; sin embargo, han podido manejar con mucho éxito una política de inflación objetivo y dejar que el tipo de cambio se mueva en tiempos normales. Claramente tienen reglas de

intervención en momentos difíciles, por eso es que Perú tiene un nivel alto de reservas porque está comprando el elemento precautorio. Si yo tengo la política monetaria para tiempos normales pero claramente sé cuándo tengo que intervenir en momento de crisis y tengo la herramienta que son las reservas para intervenir, eso puede hacer más fácil la transición, sin defender la tasa de cambio fuera de equilibrio pero sí hacer que su ajuste sea más gradual.

Licenciado Oswaldo Mirón: Gracias, doctor, una última pregunta está relacionada con el descalce de monedas, en ese sentido: ¿cuál sería su recomendación para evitar descalces entre activos y pasivos en moneda nacional y extranjera en los sectores no transables, en un entorno de depreciación de las monedas?

Doctor Alejandro Izquierdo: Bueno, lamentablemente cuando ya nos alcanzan esos episodios es muy difícil cambiar los *stocks*. En términos de política de *stocks* es muy difícil de generar, pero se puede ir al problema de manera preventiva. Por ejemplo, el hecho que uno tenga encajes marginales distintos para los depósitos en pesos versus dólares es una primera señal que alienta la desdolarización, que haya cierta volatilidad cambiaria también agrega a la desdolarización porque pone más incertidumbre sobre el tipo de cambio. Con relación al crédito, diría que es importante hacer un monitoreo continuo y establecer efectivamente a qué sectores está llegando el crédito. Hoy día la visión microeconómica de la composición del crédito es un elemento que los bancos centrales deberían tener muy claro para saber realmente cuáles son, tener estimaciones de los descalces y tratar de evitarlos y, por último, con respecto al manejo del endeudamiento externo de los bancos, también determinar a donde está yendo el fondeo y si hay alguna filtración en la regulación que permita hacer esa política de “carry trade”; creo que todos estos son elementos precautorios en los que se tiene que ir trabajando antes de que llegue el choque. Gracias.

Nuevas herramientas de política monetaria: ¿qué hemos aprendido?

Eric Rosengren

Licenciado Johny Gramajo: Muy buen día. Es un gran honor presentar al doctor Eric Rosengren, quien es Presidente y *Chief Executive Officer* del Banco de la Reserva Federal de Boston, desde julio de 2007. Es economista por *Colby College, Waterville*. Es *Master in Sciences* y Doctor en Economía por la Universidad de Wisconsin, Madison de los Estados Unidos de América (EE UU). Trabaja para el Banco de la Reserva Federal de Boston desde 1985.

La amplia experiencia laboral del doctor Rosengren, sin duda, redundará en nuestro beneficio en el transcurso de su exposición que se enmarca, como indicó el licenciado Sergio Hernández, en el tema relativo a la “Política monetaria y estabilidad financiera: ¿qué hemos aprendido?”

Muchas gracias. Esta es una buena oportunidad para explicar cómo pensamos en los EE UU sobre la política monetaria y también para entender algunas de las preocupaciones que tienen ustedes. La discusión de esta mañana fue un buen preámbulo para lo que voy a discutir a continuación. Hablaré acerca del programa de compras de activos a gran escala y sobre la orientación de la política monetaria. Esta nueva herramienta es bastante sencilla, porque las tasas de interés de corto plazo son bastante limitadas y están vinculadas al nivel cero, entonces debimos pensar en políticas para estimular la economía en los EE UU y en parte decidimos usar la compra de activos de largo plazo de la tesorería (*long term securities, mortgage bank securities y long maturities*). Todos estos tienen vencimiento a

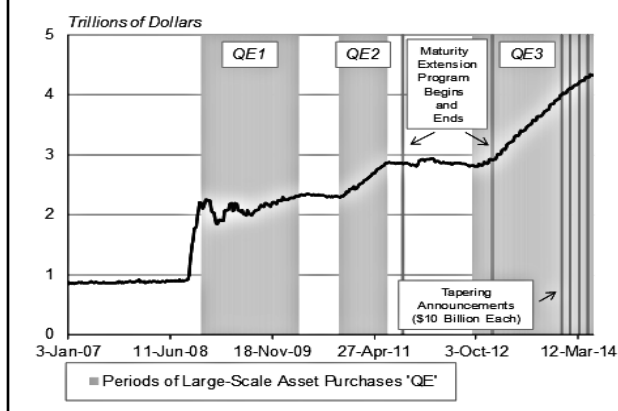
largo plazo para poder mover la curva de rendimiento hacia abajo.

La segunda herramienta principal que utilizamos, que fue brevemente discutida en la mañana, tiene relación con la orientación de la política monetaria que tenemos (*forward guidance*), que básicamente habla del tipo de política monetaria empleada para considerar elevar la tasa de interés, ya sea que se determine que ha llegado su tiempo o porque las condiciones económicas lo permiten.

Hoy quiero contextualizar esa última parte del *Quantitative Easing* (QE, por sus siglas en inglés), que ha sido un poco controversial, y hablar acerca de las políticas de salida y de las decisiones que necesitamos tomar en los próximos dos años. Todavía es prematuro hacer evaluaciones de políticas, saber cuáles son los costos y beneficios, debemos hacer una evaluación completa de todas las herramientas que utilizamos durante la crisis y, aunque ciertamente utilizamos bastantes herramientas nuevas, todavía no las estamos retirando. Será en el curso del tiempo que podamos entender, en su totalidad, el impacto de estas acciones.

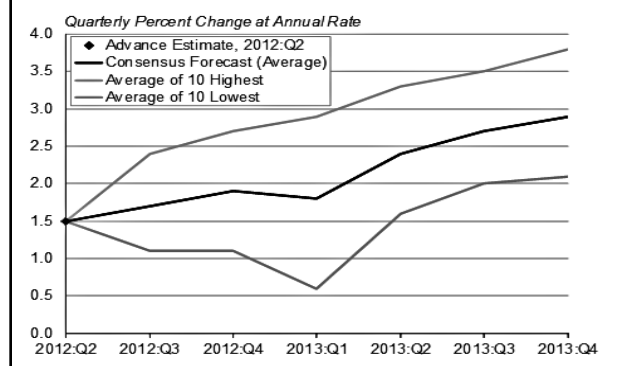
En esta primera gráfica se muestran las acciones tomadas por la Reserva Federal (FED), esto se asemeja a su hoja de balance. En ella se puede apreciar que antes de la crisis no era muy interesante mostrar los activos porque era básicamente una línea plana, pero en el otoño de 2008 esta hoja de balance se expandió rápidamente, principalmente por varias facilidades de liquidez, no necesariamente por el QE. El QE se muestra en la parte sombreada. Esta aumentó al mismo tiempo que redujimos algunas de nuestras facilidades de liquidez, porque la economía no se fortaleció tan rápido

Figure 1: Federal Reserve System Assets
Weekly, January 3, 2007 - May 28, 2014



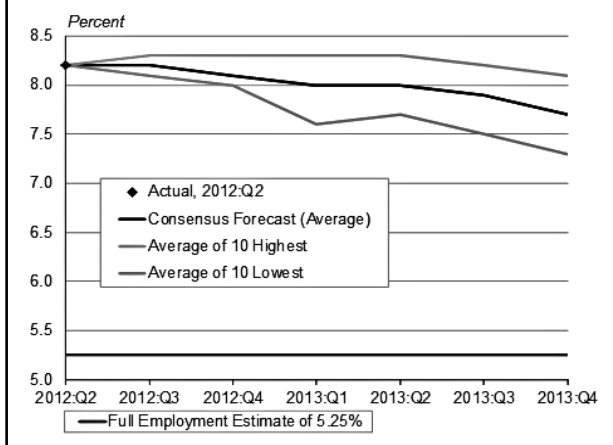
como se hubiera deseado. Teníamos un QE2 y también un programa de ampliación de vencimiento, donde se vendió valores de corto plazo y se compró de largo plazo. Cuando se nos acabaron los de corto plazo, si queríamos seguir bajando la tasa de interés de largo plazo, teníamos también que bajar los activos de largo plazo. También se observa el comienzo de QE3 y las cuatro líneas anaranjadas a la derecha de la diapositiva representan el comienzo del tapering. Hasta este diciembre (2013) hemos comprado US\$85,000 millones al mes de valores de largo plazo y hemos reducido esa cantidad por US\$10,000 millones en las cuatro reuniones de política monetaria que ha realizado la FED a la fecha (junio de 2014). Ahora estamos comprando US\$45,000 millones cada mes. Se espera que, si las cosas continúan bien y la economía sigue mejorando en los EE UU, terminaremos con este programa de compras a finales de 2014.

Figure 2: Blue Chip Forecast for U.S. Real GDP Growth
Forecast as of August 10, 2012



Para contextualizar respecto al porqué la FED empezó el QE, les daré mi propio punto de vista sobre la diferencia que ha resultado. Esto (la estimación del PIB trimestral) lo analizó un grupo privado de pronosticadores denominado “Blue Chip Forecast” que consta de cincuenta pronosticadores en los EE UU. Se observan tres líneas, la línea azul en el medio es el consenso o el promedio del pronóstico; la verde es el promedio de los diez pronósticos más altos; y la celeste es el promedio de los diez pronósticos más bajos. Esto muestra agosto de 2012, cuando se decidió que iniciaría otra ronda de compras. ¿Por qué comenzamos ese programa de compras? Se puede apreciar que en el segundo trimestre de 2012 hay un diamante que está ubicado en el nivel de 1.5%. Esto significa crecimiento bajo y, a través del año, la expectativa fue que íbamos a crecer a menos de 2.0%. Ese crecimiento es demasiado lento para los EE UU y decidimos tomar acciones adicionales al comprar más valores de largo plazo.

Figure 3: Blue Chip Forecast for the U.S. Unemployment Rate
Forecast as of August 10, 2012



Esta gráfica muestra la tasa de desempleo y básicamente refleja el mismo patrón: los más altos son los verdes, los más bajos son celestes y el promedio de los cincuenta pronósticos están representados en azul, la línea roja es mi estimación. Mi estimación sugiere que si estuviéramos en pleno empleo, aun así tendríamos una tasa de desempleo de 5.25%. Pueden ver que el desempleo en los EE UU estuvo en más de 8.0% y ningún pronosticador anticipó que este bajaría. Para la economía estadounidense esto fue una debilidad y teníamos

que tomar acciones adicionales. No podíamos bajar la tasa de interés de corto plazo, teníamos que enfocarnos en el largo plazo y por eso comenzamos la tercera ronda de las compras.

En septiembre tomamos la decisión de cambiar la política monetaria y se introdujo la compra de activos con garantía hipotecaria. Esta política estaba enfocada al sector de la vivienda, y aunque ya se compraba valores de largo plazo, esto fue el inicio de las compras por un monto de US\$85,000 millones de dólares al mes. Las compras de activos se hacen de otra forma: *QE1*, *QE2* y *QE3* diferían un poco, principalmente en lo que respecta a la estrategia de comunicación adoptada. Para el *QE3* se hizo de forma abierta, no se dijo que iba a terminar o que iba a tener cierto plazo. No fijamos condiciones. Se dijo: “Vamos a continuar con estas compras hasta ver el impacto que deseamos ver en la economía”.

En ese momento esta fue una forma no tradicional de comunicación y, en mi opinión, creo que era muy importante enfocarse en los mercados, se estaba tratando de mejorar al mercado laboral. Se sugirió entonces que las bajas tasas de interés se mantendrían en el nivel cercano a cero hasta mediados de 2015. En diciembre continuamos con el programa de compras, pero como se nos acabaron los valores de corto plazo, ya se estaba comprando valores del Tesoro de largo plazo, pero nos enfocamos en la tasa de desempleo, que es una forma no tradicional de hacerlo para los bancos centrales. En los EE UU el banco central tiene un mandato doble. Tenemos que enfocarnos en inflación y en desempleo. Muchos otros bancos centrales únicamente tienen su meta de inflación. La tasa de desempleo no entra como segundo componente.

Enfatizamos esta segunda parte en el mandato de nuestra declaración y se dijo que íbamos a continuar con la compra de valores hasta llegar a 6.5%, ese era un momento en que la tasa de desempleo estaba muy alta. Este mensaje mandó una señal muy fuerte de que se iba a mantener este tipo de programa de compras hasta conseguir la mejora que se deseaba en la economía.

¿Qué sucedió? Una de las áreas débiles era el área de vivienda. Sorprendentemente, este sector es un componente muy pequeño del PIB en los EE UU, representa menos del 5.0% de todos los bienes y servicios comprados en el país, pero es una actividad muy volátil, y particularmente, durante las recuperaciones económicas se observa un fuerte crecimiento en dicho sector. Uno de los aspectos en los que nos enfocamos fue que las personas esperaban que los precios de las viviendas no fueran a subir rápidamente. Uno de los pronosticadores del sector privado en los EE UU proyectó que los precios de las

viviendas iban a subir en 1.0%. De hecho, tuvimos un período en que hubo un descenso en los precios.

Era muy difícil conseguir que las personas compraran una casa si creían que en seis meses iba a ser más barata que ahora. Las expectativas de las personas en cuanto a los precios es muy importante. Entonces, nos enfrentamos a una situación así: se tenía una tasa de inflación positiva, pero los precios de viviendas eran bajos que tenían un débil impacto en el estímulo de la economía, pero lo que conseguimos fue un aumento en los precios de las viviendas. Ese era uno de los impactos más positivos del programa de compras. Teníamos que cambiar la mentalidad de muchas personas de que iban a subir los precios de las casas, eso iba a requerir la divulgación de más información de los indicadores de viviendas.

Figure 4: U.S. FHFA House Price Purchase-Only Index: IHS Global Insight Forecast and Actual
Forecast as of August 2012

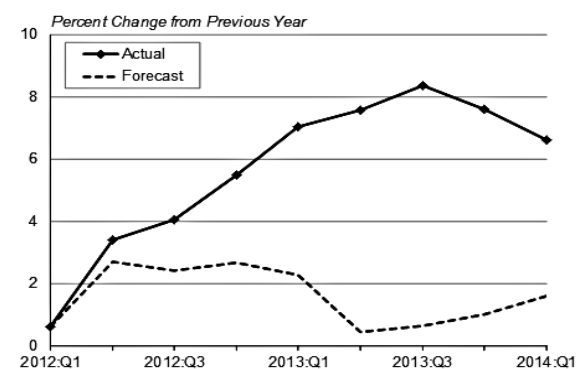
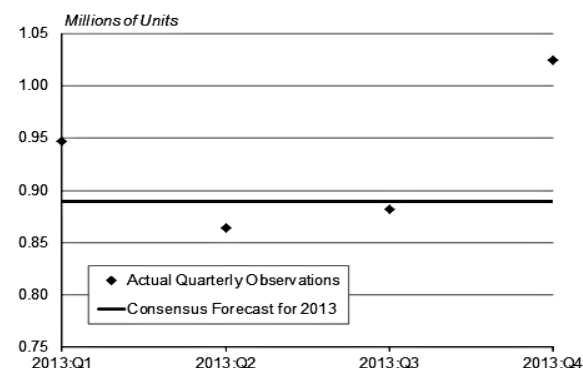


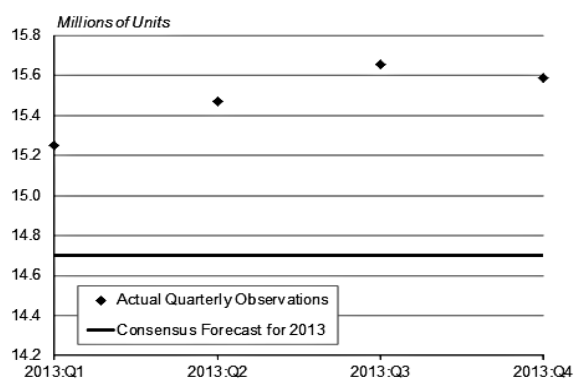
Figure 5: U.S. Housing Starts: Blue Chip Annual Forecast for 2013 and Quarterly Actual
Forecast as of August 10, 2012



Aquí en los diamantes podemos ver que muchos estaban por arriba de este pronóstico, entonces el promedio de indicadores de vivienda era mucho más fuerte, como resultado de esta política monetaria. Esto lo pueden ver reflejado aún más en las ventas de vehículos.

Figure 6: U.S. Auto Sales: Blue Chip Annual Forecast for 2013 and Quarterly Actual

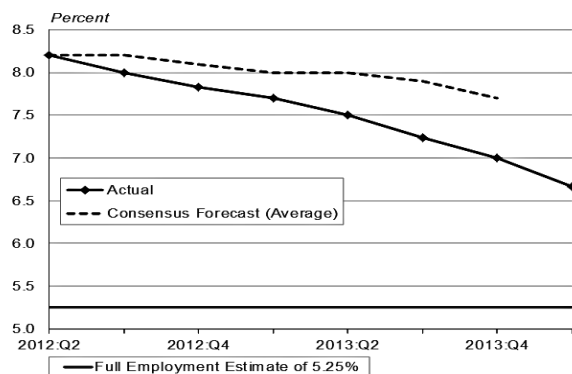
Forecast as of August 10, 2012



En los EE UU se compran muchos vehículos con préstamos de tres a cinco años. Está más o menos en medio de la curva de rendimientos y es crítico para poder determinar la tasa de interés para personas que compran vehículos. Aquí, en los diamantes, se puede ver que están muy por arriba sobre la línea de las compras de vehículos, esto era mucho más intenso de lo que se esperaba. Esto resalta que la política monetaria tuvo un mayor impacto de lo que habían esperado los pronosticadores, previo a la introducción de esta nueva política.

Figure 7: U.S. Unemployment Rate: Blue Chip Forecast and Actual

Forecast as of August 10, 2012



En términos de la tasa de desempleo, la línea punteada indica el pronóstico que tenía *Consensus Forecast* y la línea sólida indica lo actual, lo real. La tasa de desempleo descendió mucho más rápido de lo que esperaban los pronósticos, eso no es resultado únicamente de la política monetaria, pero creo que dicha política ha sido un factor crítico del porqué conseguimos estos mejores resultados de lo esperado. Un mejor desempeño de la economía estadounidense también es una buena noticia para Centroamérica, hacia donde se dirige el mayor porcentaje de sus exportaciones. Si EE UU está fuerte, obviamente esto tiene un impacto en muchas otras economías que dependen de las exportaciones hacia dicho país. Creo que las nuevas herramientas de política monetaria han sido un factor decisivo en el logro de estos mejores resultados. Vimos un rebote en los precios de activos, esto no solo ayuda únicamente a la economía estadounidense, sino a cualquiera que quiera exportar hacia dicho país.

Figure 8: 10-Year U.S. Treasury Note Yield at Constant Maturity

January 2, 2013 - June 2, 2014



Una de las innovaciones principales fue que se haría lo que fuera necesario para mejorar la economía, eso motivó a los inversionistas privados a comportarse de forma distinta. Si anunciábamos que se iba a continuar con esta política hasta conseguir una mejora en la dinámica de la economía, esto animaría a los inversionistas a decir: “Las tasas van a mantenerse más bajas por mucho tiempo”. Entonces ellos también estaban realizando compras al mismo tiempo que nosotros y el resultado fue que se obtuvo una tasa de interés de largo plazo mucho más baja mejor de lo que habíamos

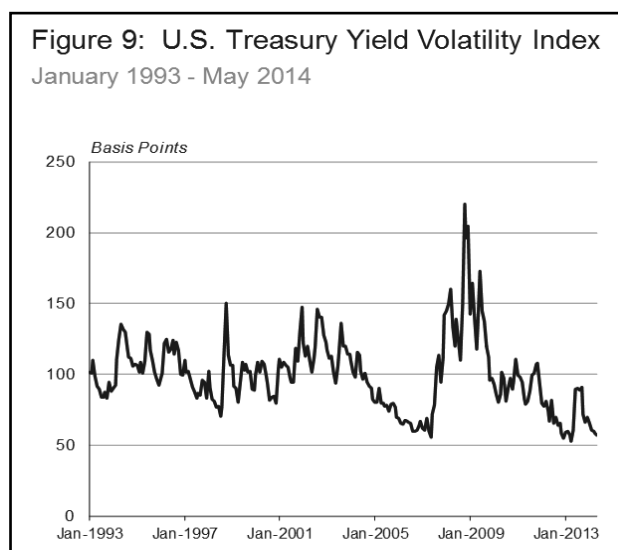
esperado. Esta situación también planteó un riesgo porque cuando los inversionistas empiezan a preocuparse por los cambios en la política monetaria, muchas de las personas que estaban comprando junto con los EE UU, se volvieron vendedores. Cuando estas políticas son así, es como un interruptor y eso no se apreciaba tanto en ese momento.

Esto les indica lo qué pasó con los Bonos del Tesoro a diez años. Creo que muchos están familiarizados con el rumor que se dio en mayo o junio de 2013 (*taper tantrum*), cuando se registró un aumento dramático en la tasa de diez años en los EE UU, asociado a la declaración de que se iba a empezar a limitar nuestro programa de compras si conseguimos buenos resultados.

Subió más o menos cien puntos, lo cual tuvo un impacto en las inversiones en los EE UU y en las economías con mercados emergentes. Esto reflejó el hecho que los inversionistas estaban preocupados por el alza en las tasas de interés y, particularmente, esto tenía que ver con el “*carry trade*” que se abordó en las presentaciones anteriores.

Hubo una reacción significativa a esta reducción gradual. Como mencionamos, los inversionistas se volvieron vendedores en mayo o julio del año pasado. Hubo una reversión en el “*carry trade*”. Se invirtieron los papeles de quienes estaban prestando a corto plazo y comprando activos de largo plazo e incluso los activos de mercados emergentes. Esto tuvo repercusiones tanto en los EE UU como en varios países alrededor del mundo en los cuales el “*carry trade*” prevalecía.

Figure 9: U.S. Treasury Yield Volatility Index
January 1993 - May 2014



Uno de los aspectos interesantes es que, junto con nuestra declaración de la reducción gradual, muchos inversionistas se preocuparon de que se iba a tener más volatilidad. En la gráfica se muestra un Índice de Volatilidad. Pueden ver mucha volatilidad durante 2008-2009, en la crisis financiera. Al desplazarse hacia el lado derecho, puede observarse el pico asociado al *taper tantrum* al que he hecho alusión, pero lo interesante es ver lo baja que se ha mantenido la volatilidad desde que empezamos a anunciar nuestro programa de reducción gradual.

Desde el inicio de ese programa hemos estado reduciendo nuestras compras por US\$10,000 millones al mes. La volatilidad se ha reducido a un nivel muy bajo. Como mencionaron algunos de los panelistas anteriores, la volatilidad es esencial pero no deseamos que esta sea muy alta, no queremos tener la experiencia que sufrimos en mayo o junio del año pasado, cuando tuvimos más volatilidad de lo que se deseaba. Pero también nos preocupa tener muy poca volatilidad por las razones que se platicaron en términos de “*carry trade*”. Cuando se vuelve demasiado predecible, las personas se sienten cómodas comprando y prestando dinero en los EE UU y comprando activos de largo plazo.

Una de las lecciones que tomamos de esto, cuando iniciamos el programa de reducción y que se mantuvo a nivel bajo la volatilidad, es que, al utilizar nuevas herramientas, es esencial ser predecibles y transparentes al momento de explicarle al público qué es lo que estamos haciendo.

Ha sido notable que la volatilidad no ha sido el problema, a pesar de que en otras reuniones donde se discutió la política monetaria no había mucha volatilidad asociada con esas decisiones. La respuesta reciente a la reducción gradual de los estímulos es que hemos pasado de US\$85,000 millones a US\$45,000 millones por mes. Estos hechos han sido graduales y predecibles. La volatilidad se ha mantenido baja, en tanto que la economía sigue mejorando aunque resalto que lentamente. En el primer semestre de 2014 el desempeño económico en los EE UU ha sido decepcionante. Tuvimos un primer trimestre muy frío y eso resultó en malos resultados económicos. Esperamos que el segundo trimestre sea mejor, pero el promedio de los dos trimestres va a ser por mucho de 3.3% y en la segunda mitad del año prevemos que el crecimiento del PIB alcance, aproximadamente, 3.0%.

Ha habido una reacción benigna, por parte del mercado respecto a esta reducción gradual del estímulo monetario. Es muy instructivo compartir el manejo de nuestros

estados financieros, dado que es un factor importante para saber qué es lo que hemos hecho con la reducción hasta el día de hoy, además de lanzar luces de cómo va a ser nuestra estrategia de salida al terminar el programa de compras.

Uno de los asuntos que tenemos que decidir es cómo vamos a reducir nuestra hoja de balance de manera predecible. Una forma de lograrlo sería: cuando alguien vende su casa, los fondos de las reinversiones provenientes de los valores con garantía hipotecaria, se destinan a pagar el valor y con ello se consiguen muchos fondos con garantía hipotecaria. Actualmente estamos reinvertiendo estos fondos, pero la forma más fácil de reducir nuestra hoja de balance, que es muy grande, es no reinvertir.

Tenemos que elegir no reinvertir nada. Sería un movimiento muy discreto, quería decir que no estamos reinvertiendo mientras las personas van pagando sus valores. Esta política podría ejecutarse de una forma más gradual.

La experiencia reciente resalta que deberíamos hacerlo de forma gradual. En términos de tasas de interés de corto plazo, desde mi perspectiva, dado que no vamos a ver las tasas estables, podríamos esperar hasta un año antes de incrementar las tasas de interés.

Si queremos llegar a 5.0% y estamos en 6.3%, como regla general necesitamos 3.0% de crecimiento durante dos años para llegar a lo que esperamos, pero si crecemos mucho más rápido, esto va a ser más rápido. Si el crecimiento es más lento, obviamente el objetivo se alcanzará a más largo plazo.

Elevar las tasas de interés es complicado debido al tamaño de nuestra hoja de balance. Tenemos nuevas herramientas con las cuales estamos experimentando. Una es la tasa de interés sobre nuestras reservas monetarias excedentes (encaje). Digamos que los bancos pueden conseguir 50 puntos base al dejar su dinero en la Reserva Federal, ahora no van a querer tener ningún activo que paga menos de 50 puntos base.

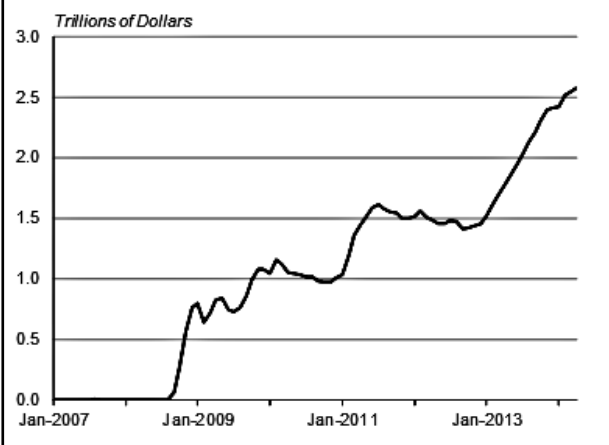
Al elevar el interés sobre las reservas, esto debería impulsar las tasas de interés, pero únicamente afecta a los bancos. Si queremos tener un impacto más amplio, tenemos que tener lo que llamamos “un acuerdo invertido de recompra”, esto es un préstamo de un día para otro por la Reserva Federal para impulsar las tasas de interés

y asegurarnos que los otros participantes del mercado, que no sean bancos, puedan conseguir la misma tasa más alta que están consiguiendo los bancos. Esta combinación de interés sobre reservas y lo que llamamos facilidad de recompra invertida nos ayuda sin importar lo que sea nuestro estado financiero. Podríamos reducir nuestra hoja de balance pero no tenemos que hacerlo.

Eso solamente indica el tamaño del encaje excedente que tenemos previo a la crisis que tuvimos. Como pueden ver, no obtuvimos nada de encaje excedente, eso nos permitió utilizar la tasa de meta de reserva de los fondos federales. Nosotros suministramos la cantidad de reservas para mantener esa tasa de interés a corto plazo en donde se quería. No podemos utilizar esta herramienta cuando tenemos mucho encaje excedente, pero podemos sacar algunos del Sistema de la Reserva. Es crítico tener otras herramientas no vinculadas a la hoja de balance en vista del tamaño de la misma. Nos tomaría mucho tiempo llegar de donde estamos a donde estábamos previo a la crisis.

Figure 10: Excess Reserves of Depository Institutions in the U.S.

January 2007 - April 2014



Existen otros factores que se deben tomar en cuenta. Cuando hacemos este acuerdo de recompra invertida, se trata de dar un activo de muy alta calidad y si la contrapartida tiene recursos y quieren invertir, hay que tomar un préstamo de la reserva que es un buen crédito, que también es seguro dado que nuestros valores cuentan con garantía hipotecaria. Al hacer estos acuerdos de recompra invertida creamos un gran suministro de activos sin riesgo.

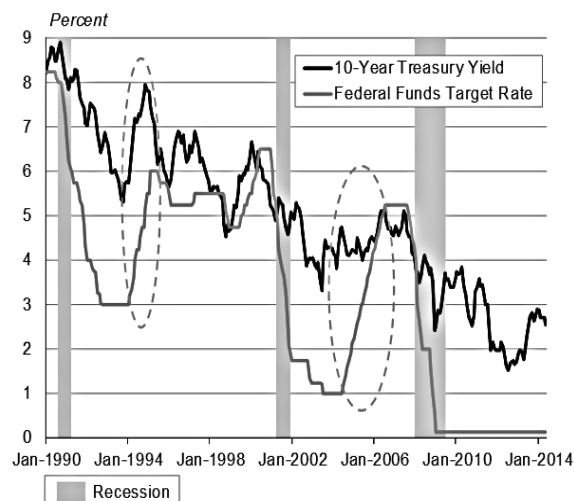
Es muy importante tener mayor liquidez, pero uno de los riesgos es que, supongamos que si se tiene un *shock* negativo en la economía estadounidense, lo que pasaría normalmente es que las personas se mueven a invertir en Bonos del Tesoro, provocando una disminución en los intereses y como resultado, las personas que todavía tienen valores del sector privado, tal vez ya no están tan dispuestos a aceptar los intereses que consiguen en los activos del gobierno, pero el riesgo es que, durante una crisis, si estamos suministrando muchos activos, las personas se pueden alejar de los activos del sector privado y pasar a tener únicamente valores de la FED.

Una situación por la que tenemos que preocuparnos de esta nueva facilidad, durante períodos de significativa volatilidad, es si vamos a redirigir los fondos de la Reserva Federal hacia afuera o alejándose de un sector privado de una forma no deseable, esto implicaría que la Reserva probablemente tendría que limitar el tamaño de su hoja de balance y cuánto está dispuesta a involucrarse en estos acuerdos de recompra.

Uno de los beneficios de tener separadas la hoja de balance y los activos de corto plazo es que podemos elegir tomar más activos. Podemos elegir tener una hoja de balance más grande y seguir con valores de bonos y con valores de garantía hipotecaria. Existe la posibilidad, no necesariamente, lo vamos a hacer. ¿Por qué quisiéramos tener esta posibilidad? Si la FED únicamente tiene Bonos del Tesoro y tenemos algo como el sector de vivienda que está creciendo de forma insostenible, no tenemos una herramienta para desacelerar el mercado de vivienda; pero en cambio, si tenemos bonos seguros, con garantía hipotecaria, tenemos la opción de vender estos valores en el momento en que queramos desacelerar el mercado de vivienda, es exactamente lo contrario de lo que vemos últimamente. Hemos estado aplanando la curva, si tienen valores de largo plazo, uno puede también hacer la curva más pronunciada y hacer que los préstamos para vivienda y vehículos sean menos atractivos. No sabemos si vamos a dirigirnos hacia ese camino pero existe la oportunidad para la FED y para otros bancos centrales que tienen grandes diferencias en sus estados financieros. Debemos volver a pensar: ¿Cómo quieren conducir su política monetaria? y ver: ¿Cómo quieren abordar estos asuntos de estabilidad financiera?

Figure 11: Federal Funds Target Rate and 10-Year U.S. Treasury Yield

January 1990 - May 2014



Esto únicamente ilustra el comportamiento de las tasas de interés, la línea azul es el rendimiento de las tasas de interés del tesoro de diez años. La línea celeste es la tasa objetivo de fondos federales (tasa de política monetaria). Como pueden ver, llegó a cero y se mantuvo en ese nivel desde el otoño de 2008. Tenemos una línea punteada verde durante dos períodos. Los dos períodos en que nos recuperamos y tratamos de mejorar las tasas de interés de corto plazo.

A principios de los noventa, cuando comenzamos a elevar la tasa de los fondos federales, el rendimiento del tesoro subió dramáticamente, no se estaba afectando la tasa de largo plazo, sino únicamente el de muy corto plazo, pero los mercados anticiparon una mayor reducción de lo que se había experimentado. Subió mucho la tasa de diez años y con el tiempo bajó.

Tuvimos una experiencia muy diferente a principios del año 2000, cuando empezamos a elevar las tasas de corto plazo, el bono de diez años nos respondió. Eso fue durante un período en que la única meta que nos preocupaba era la de los fondos federales y la hoja de balance no era muy grande. Esto nos indica que las estrategias de salida pueden ser difíciles, incluso cuando no existe nada anormal en relación con la ejecución de la política monetaria. Además,

dentro de los principales aspectos a considerar, es muy importante la estrategia de comunicación, la cual debe ser clara por parte de la FED. Anteriormente, los bancos no tomaban tanto tiempo pensando en comunicación, pero ahora estamos dedicando más tiempo a este tema, anticipando la reacción del mercado en relación con nuestras declaraciones. Es por ello que se hace necesario explicar, claramente, lo que queremos lograr con las acciones de política.

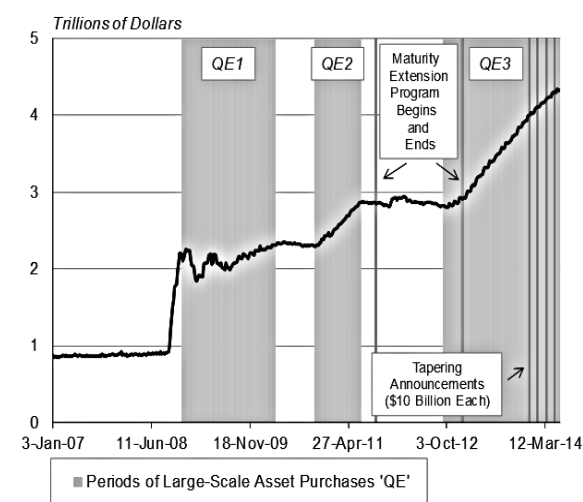
Esto resalta el hecho que las estrategias de salida conllevan riesgo, incluso sin estas nuevas herramientas. Es posible no hacer las cosas bien. Mi expectativa es que podamos tener más éxito de lo que experimentamos en el último período de recuperación, donde no logramos un gran cambio en las tasas de los bonos de diez años, cuando se estaba tratando de ajustar y reducir un poco las tasas de interés de largo plazo.

En conclusión:

- Es difícil salir del programa de política monetaria, incluso cuando no se está haciendo nada normal, pero es más difícil explicar esto al público y a los hacedores de políticas, lo cual significa que existe un reto importante de comunicación al iniciar la estrategia de salida.
- Las nuevas herramientas son muy buenas. Yo soy partidario de ellas porque estamos consiguiendo mejores resultados en los EE UU, que en otros lugares del mundo, donde los resultados no han sido los mismos. En parte, esto se debe a que hemos tenido una política monetaria muy agresiva, por lo que tenemos que reaccionar de forma flexible y hemos utilizado estas herramientas de una forma muy efectiva pero creo que sí nos enfrenta a muchos retos en cuanto a la salida. Tenemos que comunicar en cierto momento cómo la FED visualiza la estabilidad financiera. Este es un tema que los economistas no han resuelto completamente dentro del banco central estadounidense, ni tampoco en otros bancos centrales. Las organizaciones siguen tratando de entender qué es lo que puede hacer un banco central para tener impacto en la estabilidad financiera; y estas nuevas herramientas sí nos proporcionan nuevas formas de pensar o abordar este tema.

Figure 12: Federal Reserve System Assets

Weekly, January 3, 2007 - May 28, 2014



- Al lado derecho de la gráfica podemos apreciar el aplanamiento del programa de compras. Todavía estamos muy lejos de llegar a la hoja de balance que teníamos antes. Es muy prematuro evaluar plenamente cuál es el impacto de nuestros programas y políticas. Creo que han sido muy útiles durante este período para conseguir una recuperación más fuerte de lo que hubiéramos logrado de otro forma, pero hace falta enfrentar muchos retos.
- Estamos expandiendo la hoja de balance. No la estamos reduciendo todavía, ni tampoco estamos en el momento de elevar las tasas de interés de corto plazo porque no hemos salido de esa etapa.

Estoy a su disposición para responder cualquier pregunta.

Licenciado Johny Gramajo: Muchas gracias, doctor Rosengren, por su presentación. Pasamos al período de preguntas de nuestra audiencia. Traté de seleccionar aquellas preguntas que fueran comunes y relativas al tema que se trató hoy. Empezaré con una que ha llamado mucho la atención y que ha sido bastante común entre las que recibimos. Tiene relación con los resultados de la actividad económica de los EE UU durante el primer trimestre de

este año. Dado que los resultados registrados en el primer trimestre no fueron tan alentadores, la pregunta indica que, aunque esto fue principalmente debido a un clima más frío de lo normal, algunos analistas se preguntan si esto podría generar alguna vulnerabilidad respecto al crecimiento en los próximos trimestres en los EE UU; entonces la pregunta es: ¿Cuál es su impresión respecto al desempeño en los próximos trimestres del presente año? y ¿Cómo podría esto, si no fuera tan positivo el desempeño, afectar el proceso de normalización de la política monetaria en los EE UU?

Doctor Eric Rosengren: La política de normalización sí depende de los resultados económicos. Nuestra estrategia de salida sí depende de tener mejores resultados, eso es lo que yo espero y todos los pronosticadores del sector privado esperan también eso. Durante el primer trimestre fue poco alentador debido, en parte, al resultado del clima ártico en el hemisferio norte, pero si se hace un promedio del primer y segundo trimestre, considero que el resultado del primer trimestre se va a compensar con el del segundo. Aun así, el resultado es más lento de lo que esperaríamos, pero sí hay signos positivos de que vamos a ver un semestre más fuerte en la segunda mitad del año.

La mayoría de los pronosticadores están esperando que el sector de la vivienda mejore y el hecho de que tuvimos dos trimestres negativos consecutivos en dicho sector, no va a aplicar primariamente porque los intereses están bajos, incluso los hipotecarios, y también estamos empleando a más personas, están subiendo tanto los precios de la vivienda como las acciones en la bolsa. Las personas tienen más dinero, lo cual es fundamental para el sector de la vivienda. La pregunta real que todavía nos tenemos que hacer es: ¿Cuántos de los problemas que ocurrieron durante la crisis financiera, tanto en las viviendas como en las corporaciones, están causando que se actúe de forma diferente de la que veríamos en una recuperación normal? Esperamos volver a las condiciones económicas previas a la crisis pero veremos, al tener más datos que si hay más aversión al riesgo, especialmente por parte de los sectores empresarial y de vivienda, dado que si fue un uso financiero bastante severo.

Licenciado Johny Gramajo: Hay otra pregunta que fue planteada dos veces. Algunos expertos consideran que nuevamente se están generando burbujas en el sector financiero y que esto podría estar incubando una nueva crisis debido a que aún hay tareas que están pendientes

respecto a la reforma financiera: ¿Cuál es su opinión al respecto?

Doctor Eric Rosengren: Creo que los bancos centrales en todo el mundo están tomando más tiempo para pensar sobre la estabilidad financiera que antes de la crisis. Estamos pasando más tiempo en nuestras reuniones, analizando las condiciones del mercado, buscando evidencia de problemas con burbujas financieras. Mi evaluación personal en este momento es que, aunque existen áreas en las que parece que los inversionistas están optimistas, en general, no veo problemas significativos en cuanto a los precios del mercado financiero, o sea, que ya no están enlazados a los fundamentos subyacentes, pero tenemos que continuar monitoreándolos. Sí me preocupa que todavía existan situaciones que ocurrieron durante la crisis financiera que no se han resuelto completamente. Todavía estamos esperando una reforma del mercado de dinero ya que uno de los problemas que tuvimos durante la crisis financiera fue que las firmas de inversión (*hedge funds*) trasladaron rápidamente sus posiciones de corto plazo a otros sectores del mercado financiero, dejando sin recursos al mercado de corto plazo. Pero hay otras áreas que son positivas, nuestros bancos están mejor capitalizados que antes y eso es, en parte, debido a las regulaciones. Hemos logrado progresos y no veo preocupaciones mayores sobre la estabilidad financiera en este momento.

Licenciado Johny Gramajo: Por razones de tiempo solo incluiré dos preguntas; esta se refiere a un aspecto al que usted ya se refirió. Indica que cuando se adopta una política monetaria ampliamente expansiva, generalmente existe cierto consenso en cuanto a que la misma es necesaria. Es hacer lo que sea necesario para propiciar una recuperación, pero generalmente casi no existe consenso respecto de la estrategia de salida. La pregunta es: ¿Cree usted que hacia adentro de la FED existe consenso respecto de esa estrategia de salida vista de manera integral? La segunda parte de esta pregunta es: ¿Cómo puede ayudar una estrategia de comunicación a evitar la volatilidad en los mercados respecto a esa estrategia de salida?

Doctor Eric Rosengren: Se esperaría que con la variedad de herramientas, que tenemos ahora, haya una robusta discusión sobre cuál será la estrategia de salida más adecuada. Tenemos una estructura federada en la FED que alienta al debate. Si usted escucha a los presidentes, uno va a darse cuenta de las diversas opiniones. No creo que tengamos un consenso completo aún, pero lentamente

estamos llegando a éste y la razón por la cual no hemos dado declaraciones más específicas es porque no hemos llegado a consensuar estas decisiones más específicas. En cuanto los miembros del FOMC tengamos una mejor evaluación vamos a tomar el tiempo necesario para comunicarla de forma transparente, indicando cuál va a ser esta estrategia de salida, la que seguramente será flexible, no solo porque estamos utilizando diferentes herramientas, y no está claro cómo se reaccionará ante la salida de estas herramientas, es un área que tenemos que seguir monitoreando. La economía puede seguir sorprendiéndonos de forma positiva o negativa, por lo que se deberá calibrar esta estrategia de salida en relación con la situación a la que nos enfrentamos. No podemos tener una estrategia de salida independiente del desempeño económico.

Licenciado Johny Gramajo: La última pregunta indica: como usted mencionó, elevar las tasas de interés en un contexto en donde existen amplios excesos de reservas es complicado; parece que usted privilegia un enfoque gradual respecto de dicha alza: ¿Qué pasaría si los mercados se anticipan y dan por descontado un incremento más rápido y más amplio de las tasas de interés tomando en cuenta la sobre-reacción que parece haber ocurrido en los mercados en mayo de 2013, cuando se anunció o se interpretó por parte del mercado el inicio del retiro de los estímulos monetarios en los EE UU?

Doctor Eric Rosengren: Como mencioné, aun cuando no tenemos hojas de balance complicadas, ni herramientas, la evaluación de la política monetaria nunca es sencilla. Un componente importante, cualquier estrategia de salida representa, en buena medida, la habilidad de comunicarla y, como se mencionó en la presentación, nunca ha sido exacta. Vamos a tratar de comunicarla de la manera más clara posible. Esta es un área en donde los bancos centrales del mundo están tomándose más tiempo para actuar. Tenemos más comunicación con los medios. Cuando comenzamos en la Reserva Federal con esta dinámica, nunca anunciábamos cuál era nuestra herramienta de política, así que hemos hecho cambios dramáticos en nuestra forma de comunicación con el público sobre lo que hacemos, no podemos comunicar lo que no sabemos, tenemos que tener cuidado para dar suficiente flexibilidad y así, si cambia la situación, podemos hacer ajustes. La comunicación es un componente crítico para que los mercados no se adelanten o se queden atrás sobre lo que tratamos de hacer, pero sí diría que, en este momento, este es uno de los aspectos más difíciles de abordar de la banca central. Tenemos las herramientas que necesitamos para ajustar los intereses cuando lo necesitamos, pero calibrar la reacción del mercado sobre lo que estamos haciendo es difícil y vamos a tener que experimentar en cuanto a: ¿Cómo utilizamos las herramientas? y ¿Cómo las comunicamos a través del tiempo? Gracias.

El retiro de los estímulos monetarios en las economías avanzadas: efectos para las economías con mercados emergentes y en desarrollo

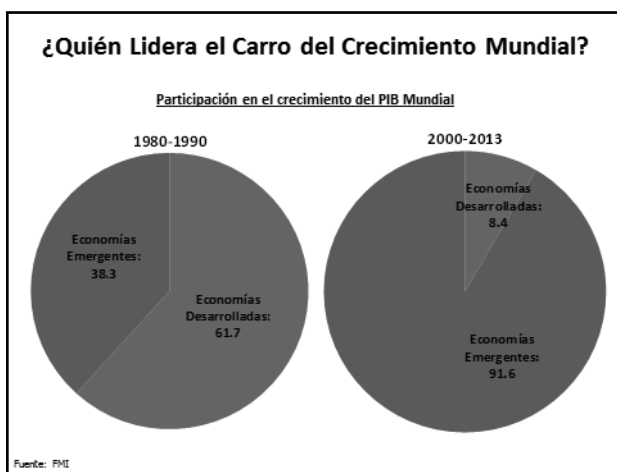
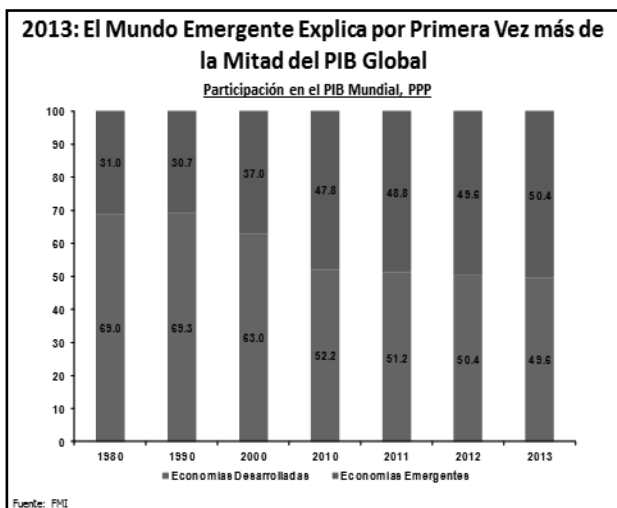
Felipe Larraín Bascuñán

Doctor Héctor Valle Samayoa: Muy buen día, bienvenidos a este segundo día de conferencias del XXIII Ciclo de Jornadas Económicas del Banco de Guatemala. Tengo el gusto y privilegio de presentarles al expositor Felipe Larraín Doctor y Máster de la Universidad de Harvard y Licenciado de la Universidad Católica de Chile, quien ha desempeñado puestos públicos de suma importancia como: Ministro de Finanzas de Chile (gobierno del presidente Sebastián Piñera). En aspectos laborales tiene una vasta experiencia como consultor internacional, académico, editor y autor de más de doce libros y más de ciento veinte artículos profesionales publicados en *journals* de prestigio en Latinoamérica, Estados Unidos de América (EE UU), Europa y Asia. Actualmente es Director del Centro Latinoamericano de Políticas Económicas y Sociales de la Universidad Católica de Chile, donde también se desempeña como profesor. Cabe destacar que también ha sido docente en Harvard y asesor económico desde 1985 en diecisiete países como: Canadá, Colombia, Costa Rica, Guatemala, Perú y Venezuela. Ha sido consultor de Naciones Unidas, del Banco Mundial, del Centro Latinoamericano de Políticas Económicas y Sociales, del Banco Interamericano de Desarrollo y del Fondo Monetario Internacional. Es autor y editor de doce libros de diferentes temas macroeconómicos de Latinoamérica y Centroamérica; el libro “Macroeconomía en la economía global”, del cual es coautor con el profesor Jeffrey Sachs, ha sido publicado en siete idiomas y actualmente se encuentra en su tercera edición. El profesor Larraín se ha hecho acreedor a gran número de premios, dentro de los que destacan: Ministro del año, en 2010; mejor Ministro de Finanzas de Latinoamérica; Economista del Año; Ministro

de Finanzas de Latinoamérica; Economista Bicentenario; Doctor Honoris Causa de la Universidad Americana de Paraguay. El Banco de Guatemala le da la más cordial bienvenida, doctor Larraín.

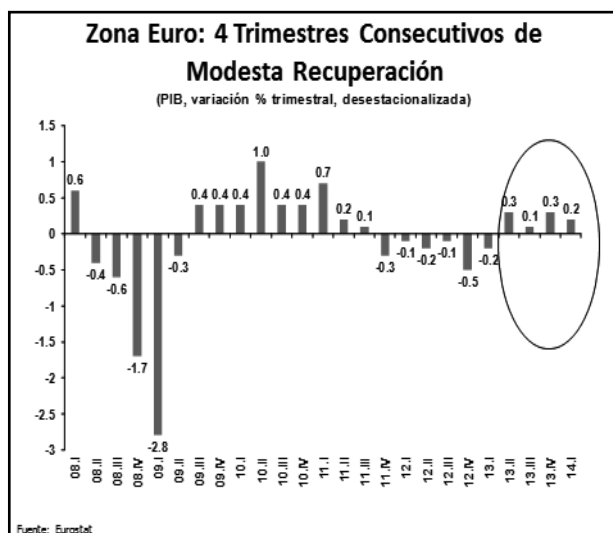
Buen día, agradezco esta invitación del Banco de Guatemala. Mi presentación es sobre los países emergentes y quiero solamente, en términos de nomenclatura y semántica, decir que me refiero a países emergentes como emergentes y en desarrollo, en vez de estarles repitiendo siempre países emergentes y en desarrollo; hablo de países emergentes, entendiendo a todos aquellos países que no son desarrollados. Frente a dos temas importantes: el *FED tapering* y el fin del superciclo de *commodities*. Lo que en los países emergentes se está viendo en este momento es una doble combinación de *shocks*, por así decirlo; por una parte está el fin del ciclo expansivo o del ciclo superexpansivo en materia de política monetaria; y por la otra, el fin del superciclo de *commodities*, eso nos afecta en forma diferente. Primero me gustaría revisar brevemente como están las economías emergentes en el contexto internacional y talvez una de las experiencias más dramáticas que ha ocurrido; creo que como economistas hemos sido privilegiados porque nos ha tocado una verdadera revolución en la economía mundial en los últimos treinta años, porque en este período los países emergentes han ido desde un 31.0% del PIB mundial, a representar, en el año 2013, por primera vez más de la mitad del PIB mundial medido a través de la paridad del poder de compra (PPP), es decir, cuando hablamos de la PPP a tipos de cambio de paridad, en la actualidad los

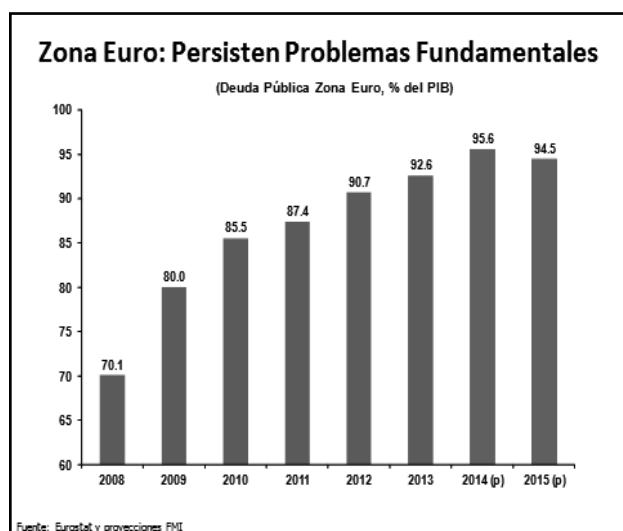
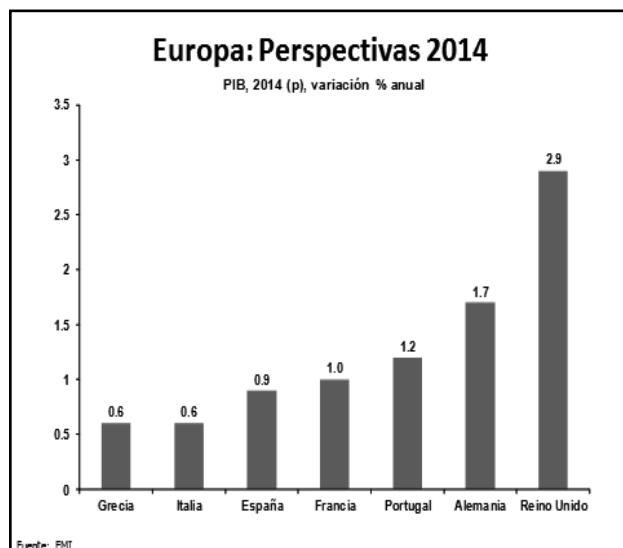
países emergentes representan una proporción mayor, ligeramente mayor, que los países desarrollados y esto por primera vez desde que tenemos mediciones, en un período de tres décadas se ha dado esta transformación de básicamente setenta-treinta a cincuenta-cincuenta, pero con un poco más de cincuenta en los países emergentes. Esto es todavía más dramático cuando vemos quién lidera y cómo son las contribuciones al crecimiento de la economía mundial. En los gráficos siguientes pueden observar que en los 80, las economías emergentes aportaron solo el 38.0%, del crecimiento mundial; y las economías desarrolladas, el 62.0%.



En la década pasada, en realidad más de una década (desde el 2000 al 2013) las economías emergentes aportaron el 91.6% del crecimiento del mundo, y las economías desarrolladas

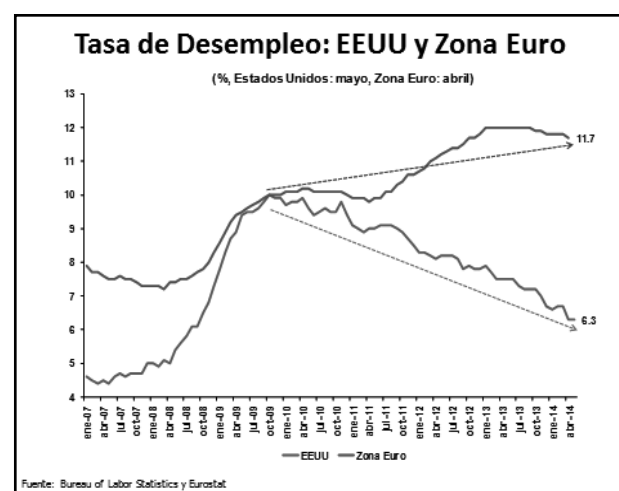
solo el 8.4%, por supuesto, las economías desarrolladas han tenido una recesión en este período, que puede ser, en cierta forma, considerada atípica porque en vez de ser un problema que se origina en los mercados emergentes, esta vez se originó en los mercados en desarrollo y no deja de ser notable que más del 90.0% del crecimiento desde entonces, lo han aportado los países emergentes; y ¿cómo estamos mirando el crecimiento global para 2013 y 2014? bueno, este proceso no se va a detener sino que va a continuar, talvez la novedad más importante, creo que una novedad muy positiva, es que una parte de las economías desarrolladas que estuvieron en recesión, van a tener una recuperación con niveles de crecimiento sobre el 2.0%, pero son nuevamente las economías emergentes las que van a seguir impulsando el crecimiento mundial, con crecimientos que podrían superar el 5.0% en 2015. Tomando estas proyecciones como escenario base, no se está enfrentando una situación de crisis, sino un escenario de salida de una crisis en que, tanto las economías desarrolladas como las economías emergentes, van poco a poco creciendo a pesar de la desaceleración de algunas importantes economías emergentes. Por su parte la Zona del Euro ha tenido (luego de seis trimestres consecutivos de recesión) cuatro trimestres consecutivos de modesta recuperación y se dice modesta porque indudablemente un crecimiento de entre el 0.1% y el 0.3% en una tasa anualizada no es un crecimiento para celebrar, pero es mejor que una desaceleración de entre 0.3% y 0.5% que es lo que ocurría en Europa hace algún tiempo.



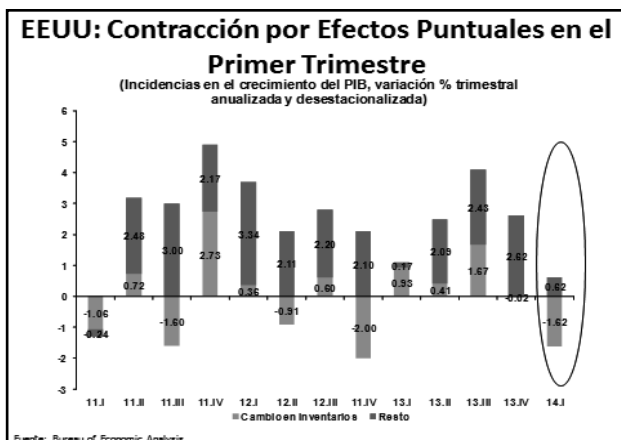


Las perspectivas para 2014 son variadas, el país que más está creciendo dentro de este grupo es el Reino Unido, seguido de Alemania. En el otro extremo, luego de más de cuatro años de recesión, está Grecia; vuelve a crecer después de haber tenido una de las caídas más fuertes en la tasa de crecimiento en este período. De acuerdo con algunos indicadores Grecia es de los pocos países que ha pasado de la categoría desarrollada a economía emergente debido a más de cuatro años de recesión; en general los países han ido creciendo poco, con algunas excepciones como Alemania y el Reino Unido, así como otros países que están recuperándose de una situación de recesión. Sin embargo, en Europa persisten problemas

que son fundamentales, a pesar de haberse logrado efectivamente algún ajuste fiscal, los índices de deuda pública con relación al PIB están cerca del 100.0%, lo que es muy difícil de disminuir a niveles más razonables en un período corto. Vale la pena recordar que, de acuerdo a lo establecido, los países debían tener índices de deuda que no superaran el 60.0% del PIB. En ese sentido, algunos elementos que son bien notables dentro de la crisis y el período de recuperación son las trayectorias divergentes que han tenido los EE UU y Europa en materia de desempleo.



El gráfico muestra que en 2009 las tasas de desempleo fueron similares en EE UU y en la Zona del Euro al registrar un 10.0%; y luego empieza la trayectoria descendente en EE UU, hasta llegar actualmente a niveles de 6.3% y la trayectoria ascendente que tiene la tasa promedio de desempleo la Zona del Euro, hasta llegar a aproximadamente 12.0%. Si bien es cierto que desde hace algunos trimestres esta tasa de desempleo se ha aplanado y ha disminuido un poco, aún existe un problema de desempleo persistente y profundo en Europa; en tanto que se ha registrado una fuerte recuperación del mercado laboral en los EE UU. Por otra parte, se ha comentado del efecto de la caída del 1.0%, el PIB norteamericano en el primer trimestre que tiene que ver con efectos puntuales como lo muestra el gráfico siguiente:



Podría decirse que el duro invierno incidió en la contracción del crecimiento en el primer trimestre, pero si se visualiza en términos cuantitativos, es la reducción de inventarios, del componente inversión, en donde estuvo lo más fuerte en materia de la corrección del PIB del primer trimestre, el cual se espera tenga una recuperación significativa en el segundo trimestre. Esto tiene que ver con el tema del estímulo monetario, según lo comentado por el presidente de la Reserva Federal de Boston, para que las tasas de interés vuelvan a aumentar la economía tiene que crecer alrededor de 3.0% y la tasa de desempleo tiene que disminuir del 6.3% a alrededor de 5.25%. En ese contexto, se espera una recuperación de la economía norteamericana en los próximos trimestres. Me detengo un momento acá porque, aquí está la base de lo que hemos vivido y me refiero a uno de los experimentos que no tiene precedente en la historia monetaria del mundo y lo podemos ver en el gráfico siguiente:



Podemos observar cómo la base monetaria en Estados Unidos de América estaba alrededor de US\$800.0 miles de millones en 2008, actualmente está en casi US\$4.0 billones, o sea que la base monetaria se ha multiplicado por cinco en un período relativamente corto. ¿Hemos visto en el mundo experiencias de multiplicación de la base monetaria como esta? Sí, han ocurrido en los períodos de hiperinflación. En los períodos de hiperinflación, la bases monetarias se multiplican mucho más que esto, las hiperinflaciones de los años 20, en Alemania, Hungría, que tuvieron lugar después de la Segunda Guerra Mundial, en todas las hiperinflaciones ocurre esto, lo notable es que esto sucede en un período de estabilidad de precios, que tiene que ver con la situación recesiva de la economía mundial, esto no es solo el aumento de la base monetaria, sino los mecanismos completamente poco ortodoxos que se han utilizado, hemos llegado a un territorio completamente nuevo desde el punto de vista de política monetaria, cuando la tasa de interés llega a cero y entonces empieza la expansión cuantitativa, pero la expansión cuantitativa no es solamente a través de la compra de bonos del tesoro sino que se empiezan a comprar hipotecas largas y bonos largos, es algo que no habíamos visto en materia de política monetaria, la combinación de instrumentos para lograr un efecto como este y quiero decir algo que, por supuesto, puede tener diferencias de opinión, desde el punto de vista de los mercados emergentes.

Factores Clave para Enfrentar el FED Tapering y el Fin del Superciclo de Commodities

Fed Tapering

- Deuda pública
- Balance fiscal
- Reservas internacionales y fondos soberanos
- Saldo de la cuenta corriente
- Razones del cambio en la cuenta corriente: comportamiento del ahorro y la inversión
- Importancia de la IED en el financiamiento del saldo de la cuenta corriente
- Deuda total de la economía (Posición de Inversión Internacional Neta)
- Flexibilidad cambiaria
- Aumento de las tasas de interés locales
- Riesgo país
- Tasa de inflación

Fin del Superciclo de Commodities

- Dependencia de commodities
- Dependencia de China
- Importancia de los commodities en los ingresos fiscales
- Flexibilidad cambiaria

Aquí hay dos efectos, por una parte, los mercados emergentes que tienen tipos de cambio flotantes y que les fue más o menos bien, en la coyuntura complicada,

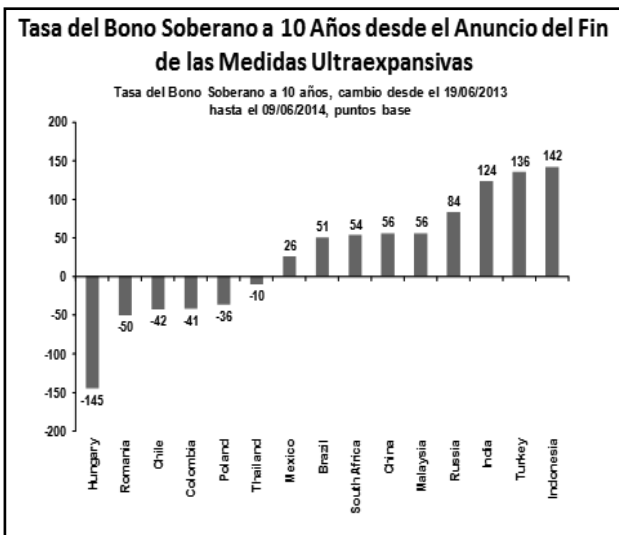
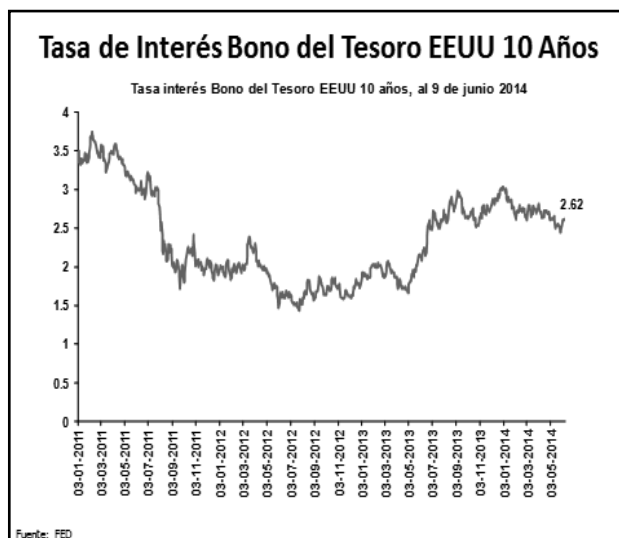
veían que esto era necesario, para poder rescatar a la principal economía del mundo y con eso apoyar la recuperación de la economía mundial. Pero por otra parte, aquellos que tienen tasa flotante que les va bien, porque lo digo viniendo desde Chile, pero este no es un problema de Chile, de Brasil, de Perú, de Colombia y de algunas pequeñas economías desarrolladas que tenían sus tipos de cambios también flotantes; Australia, Nueva Zelanda, Canadá que ven una presión a la apreciación de las monedas. Ahora, esto es complejo, es complejo cuando uno tiene una depreciación muy fuerte, también es complejo cuando hay una apreciación de la moneda que quita la competitividad del sector externo del país y nosotros lo enfrentamos con el relajamiento cuantitativo, con el Q1, Q2 y Q3. El Q1 pasó a ser para nosotros, lo digo como ex ministro de Hacienda, uno de los dolores de cabeza que teníamos, como fueron las nuevas rondas de relajamiento cuantitativo, porque ustedes saben que los ministros de Hacienda cuando los tipos de cambio caen, yo no sé si aquí vienen a ver al presidente del banco central, en Chile van a ver al ministro de Hacienda y le dicen: ¿Qué hacemos?, van los agricultores, los industriales y enfrentamos una situación muy compleja de apreciación, de pérdida de competitividad cambiaria, motivado en buena parte, por este relajamiento cuantitativo. Ahora lo que pasa es que estamos justamente en la inversa, y los dos desafíos para los mercados emergentes, y aquí voy a tratar de desarrollar una tipología, de cómo las economías emergentes responden a estos dos desafíos. ¿Cuáles son los dos desafíos? El *tapering*, el efecto de la reducción del estímulo de liquidez para terminar con el estímulo de liquidez de esta inyección que ya está en US\$45,000.0 millones y empezamos el año en US\$85,000.00, por mes, actualmente vamos en US\$45,000.00 millones por mes y debería seguir cayendo. La situación que ocurre cuando se deshace el estímulo monetario, es exactamente la inversa que cuando enfrentábamos los nuevos paquetes de expansión monetaria, es decir, en la actualidad las presiones que tenemos acá son dos: presiones sobre las tasas de interés y presiones sobre los tipos de cambio, pero esta vez a la depreciación cambiaria y al aumento de las tasas de interés, entonces, quiero simplemente revisar, esto es parte de mi trabajo, es como “*work in progress*”, del que estamos haciendo en clases, en la Universidad Católica de Chile, tratando de ver cómo podemos desarrollar una tipología de mercado emergente en base a variables fundamentales a las que llamamos *fundamentals*, entonces si ustedes revisan rápidamente,

cómo respondemos al *tapering* de la FED, ¿de qué depende que una economía responda bien al *tapering* o que responda menos bien?, bueno, de la deuda pública con respecto al PIB, un país que tiene menores niveles de deuda pública va a poder responder mejor que la economía que no, por qué, porque con la deuda pública hay que salir a pagar intereses y eventualmente hay que refinanciar. Si a través del *tapering* las tasas de interés aumentan, va a aumentar el costo del servicio de la deuda pública; en el balance fiscal es más difícil financiar un déficit fiscal en situaciones monetarias más restrictivas de la economía mundial. Reservas internacionales: hay países que tienen reservas importantes y que tienen fondos soberanos y estos fondos soberanos, por cierto, ayudan también para poder prevenir reversiones en los flujos de capitales hacia las economías emergentes. Como podemos vivir y se vivió en algún momento, cuando recién se anunció en junio del año pasado, el comienzo del fin del estímulo monetario, fin que iba a ser gradual, que ni siquiera había comenzado y ya había generado una situación muy compleja en los mercados. En el saldo de la cuenta corriente, ustedes van a ver países que tienen un déficit de cuenta corriente importante y están más expuestos que aquellos que tienen un déficit moderado. Razón de cambio a la cuenta corriente: el primer análisis es el saldo de la cuenta corriente, el segundo análisis que se hace con la cuenta corriente es que, cuando un país tiene un déficit se debe a que hay un aumento de la inversión o del consumo y, por tanto, a una caída del ahorro doméstico, es más complejo el segundo escenario. La importancia de la inversión extranjera directa en el financiamiento del saldo cuenta corriente, si un país financia el saldo cuenta corriente con inversión extranjera directa de largo plazo, está mejor que si tiene mucho financiamiento de corto plazo, porque en ese caso, está más expuesto a la reversión de los flujos de capitales. Deuda total de la economía, la posición de inversión internacional neta, la posición de activos externos netos del país, no solamente la posición fiscal, sino la posición global. Sector privado, flexibilidad cambiaria; los países que tienen tipo de cambio flotante, tienen un mecanismo para poder desarrollar una respuesta, para poder responder mejor frente a cambios de la economía global que aquellos que tienen tipos de cambio fijo. Un aumento a las tasas de interés locales, bueno vamos a ver que hay distintas formas en que se ha respondido a esta parte del fin del estímulo monetario, el riesgo país, y la tasa de inflación; mientras el país tiene mayor tasa de inflación, menos espacio tiene en su política

monetaria para poder responder a través de una reducción de los tipos de interés con una política monetaria expansiva frente a una situación más compleja de la economía local. Añadamos a esto, el fin del superciclo de *commodities*, que aquí vamos a clasificar a los países emergentes, en aquellos que son más dependientes a los *commodities*, y los que son menos dependientes a los *commodities*; en ese sentido, por ejemplo, vamos a ver que hay economías que el fin de superciclo de *commodities* no las tiene muy preocupadas y hay otros que sí estamos y digo estamos porque en el caso de Chile lo estamos, pero hay muchas otras economías de la región que están muy expuestas a los *commodities*. Entonces si tenemos en este fin del superciclo una caída de los precios en los *commodities*, que puede ser más significativa que las que hemos enfrentado hasta este momento, vamos a tener problemas adicionales, y eso depende de la importancia de los *commodities* en las exportaciones y en el PIB. La dependencia de China que hemos desarrollado, la importancia de los *commodities* en los ingresos fiscales y, de nuevo, el tema de la flexibilidad cambiaria. Es decir, pensemos entonces en una tabla de doble entrada en que uno dice, tengo por una parte el fin del *tapering*, o sea, el fin del relajamiento monetario; y por otra tengo el problema del fin del superciclo de *commodities*, tengo que responder a estos dos efectos que están desarrollándose, frente a los cuales, nosotros como países emergentes tenemos poco que hacer. Evidentemente, estas son políticas para nosotros exógenas, son dos *shocks* exógenos; es de la política monetaria americana y de la política monetaria del mundo desarrollado en general; y lo que pase con los precios de los *commodities*, porque nosotros somos tomadores de precios, y lo que pasa con el crecimiento en Asia y en otros países nos afecta. Al final, los mercados emergentes van a enfrentar en esta fase efectos muy importantes y requerirán diferentes respuestas de política y los fundamentos económicos van a ser clave a la hora que podamos determinar cómo un país responde frente al fin de los estímulos monetarios.

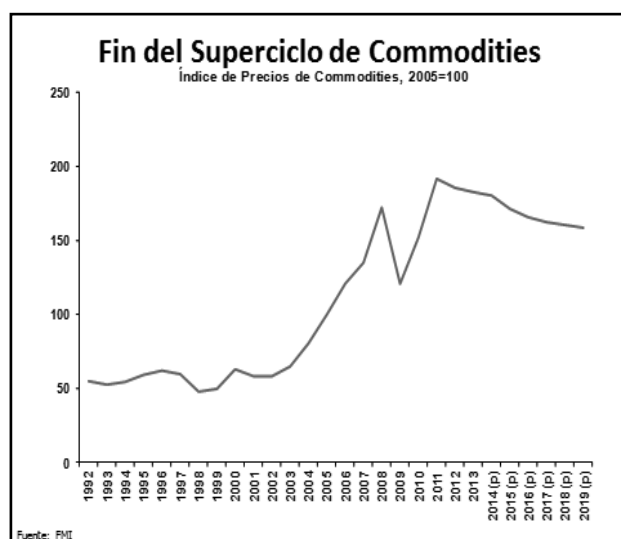
¿Qué es lo que ha pasado? Desde el anuncio del fin del relajamiento cuantitativo las tasas de interés en Estados Unidos han aumentado básicamente del orden de cien puntos base, en algún momento fue más, porque la tasa, y esta es la tasa como del *Benchmark* que es el bono de diez años de Estados Unidos, en algún momento fue más porque esa tasa estuvo sobre el 3%, ha caído y está a niveles del orden de 2.62%, pero hay que recordar que en su momento más bajo, esta tasa fue de 1.6% y esto ha afectado a los distintos países y

les voy a mostrar a continuación cómo afectó estos 100 puntos base a los países, qué ha pasado con la tasa del bono soberano, cuál es el cambio en la tasa del bono soberano a diez años de distintos países, que lo tienen, desde el anuncio del fin del *tapering*.



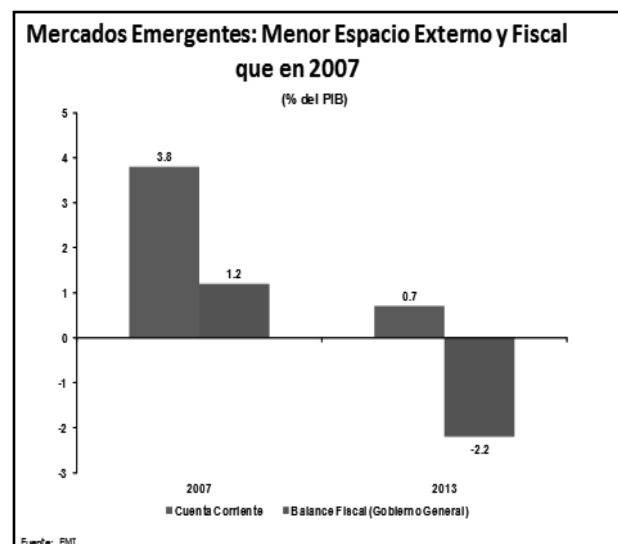
Bueno, en general uno esperaría que si la tasa de Estados Unidos aumenta, simplemente los teoremas de paridad de tasas y arbitraje internacional de capitales hagan en equilibrio un aumento en las tasas de interés. Esto es lo que generalmente ha pasado, pero en algunos casos que tienen circunstancias especiales ha habido caída en las tasas largas, lo normal es lo que han vivido países como México, Brasil,

Sudáfrica, China, Malasia, Rusia, India, Turquía e Indonesia, que han visto aumentos significativos de las tasas; ahora, cada país tiene circunstancias locales que hacen que la respuesta no sea la misma. Si uno piensa en un país que tiene tipo de cambio flotante, por supuesto, el efecto va a tener que ver con una respuesta de las tasas y con la respuesta en el tipo de cambio. En primer lugar, hay países que han mostrado esto en promedios positivos, pero hay países atípicos, el más atípico de todos es Hungría, donde la tasa del bono a 10 años ha caído más que lo que aumentó, en términos absolutos, la tasa del bono a 10 años en Estados Unidos. Pero hago una salvedad acá, esto es lo que ha pasado el último año, básicamente pues estamos viendo junio a junio. En junio del año pasado se anuncia el *tapering* del FED, en junio de este año, estamos a un año, lo que es evidente es que la tasa en Estados Unidos y el bono a diez años van a seguir aumentando; cuánto, no sabemos exactamente, pero esta no es una tasa de equilibrio, 2,6% nominal a 10 años, por lo tanto, lo que vamos a ver y tenemos que estar bien preparados para enfrentar son mayores tasas de interés, más allá de las circunstancias especiales de cada país, la tendencia va ser hacia un aumento en las tasas de interés, no solo en Estados Unidos, sino hacia las tasas de interés mundiales; esto va a repercutir en las tasas de interés que enfrentamos nosotros, los países emergentes; y el otro tema es el fin del superciclo de *commodities*.

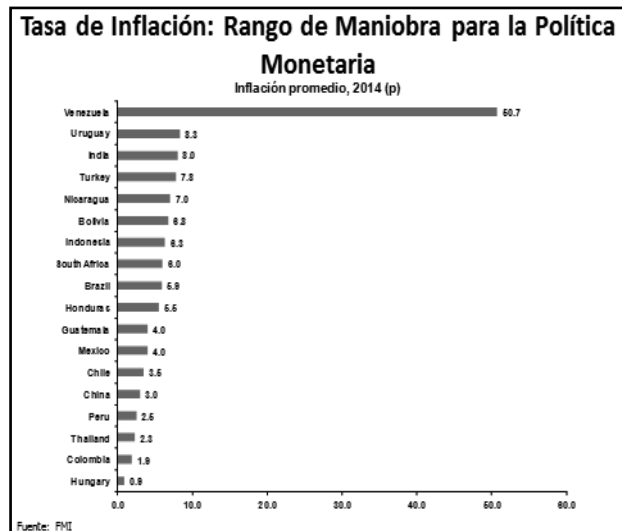


Si uno toma aproximadamente entre el 2003 y el 2004, empieza este superciclo de *commodities* que dura básicamente, con una corrección en 2009 pero luego aumenta de forma significativa en 2010, y luego ha habido una caída, paulatina pero sostenida, desde básicamente 2011 en adelante en los precios de los *commodities*; y cómo estamos los mercados

emergentes en nuestras variables macro, por qué tomamos 2007, bueno porque este año tomamos la última medición que es el 2013 y el 2007 que es justo antes de la gran crisis de las hipotecas y que después se extiende por todo el mundo; lo cierto es que en 2007 estábamos bastante bien, porque teníamos un superávit significativo de cuenta corriente en los países emergentes, de tres, casi cuatro puntos del PIB y un superávit fiscal promedio de 1.2% puntos del PIB. La realidad actual es distinta, o sea, lo que quiero decir es que aquí hay menos espacio fiscal y hay menos espacio en la cuenta corriente, porque en la cuenta corriente tenemos actualmente un pequeño superávit en promedio porque hay muchos países que están entre tres y cuatro puntos del PIB de déficit de cuenta corriente y eso es un límite así "*rule of fame*", es un límite a lo que los países pueden tener en forma sostenida de déficit. En materia del balance fiscal, los balances fiscales han tenido una caída de más de tres puntos del PIB, entre el año 2007 y ahora. Hay que tenerlo en cuenta porque acá lo que estamos diciendo es que hay menos espacio fiscal para responder, porque si uno ve un *shock* externo negativo, una alternativa, es decir, bueno yo respondo con política fiscal, tengo espacio en política fiscal. Tengo mucho menos espacio en política fiscal en las economías emergentes, cada uno no tenemos espacio para ver todo lo que va a ocurrir en cada país, pero es importante entender que aquí se ha reducido el espacio en cuenta corriente que al final el saldo de cuenta corriente es el saldo fiscal, el balance fiscal, más el balance del sector privado. Lo cierto es que hay una relación entre los dos que tiene que ver también con lo que pasa con el balance, la diferencia ahorro-inversión del sector privado.



La tasa de inflación, esto es algo bien notable, y el mundo en general ha caído a tasas de inflación menores, ustedes saben que en Europa en este momento la duda es si hay deflación, mientras que en algunos países como Venezuela, la inflación promedio de 2014 proyectada es de 50%.

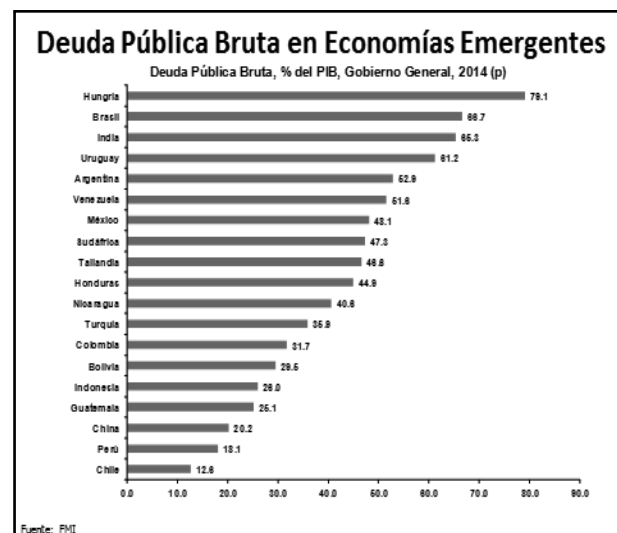


Pero Venezuela es un caso aparte, es un caso muy especial, el resto de los países tiene en general inflaciones de un dígito, inflaciones que están bastante cerca de una inflación razonable. En general los emergentes tienden a tener algo más de inflación que los desarrollados y en la actualidad no vemos riesgo de deflación en los emergentes. El riesgo de inflación más bien está localizado en Europa y algo menos actualmente en Japón después de los estímulos monetarios que se han hecho, pero todavía las últimas medidas del Banco Central Europeo tienen que ver con el problema inflacionario, o sea, tenemos una situación en materia de inflación bastante mejor que la que hemos tenido en situaciones complejas anteriores y por su parte, también hay varios países que tienen espacio, para reducir sus tasas de política monetaria. El problema de algunos países es que se han visto enfrentados a *shocks* de oferta que afectan la inflación en un período en que las economías están desacelerándose; entonces ¿qué es lo que hace un banquero central cuando sufre un *shock* de oferta? que le aumenta la inflación medida y a la vez tiene una economía débil; es complejo rebajar tasas de interés frente a una inflación mayor, aunque esta tenga que ver con un *shock* de oferta. Hemos tenido situaciones de *shock* de oferta afectando inflación de corto plazo que en algunos países han tenido que ver con depreciaciones cambiarias o con aumento de los precios de los energéticos por ejemplo, y que limitan

las posibilidades de actuar de los bancos centrales, a pesar de tener aparentemente, mucho mayor espacio de política monetaria que aquellos países donde la tasa está en cero básicamente. Lo cierto en los casos de Europa y de Estados Unidos es que hacer política monetaria con la tasa corta, es mucho más complejo.



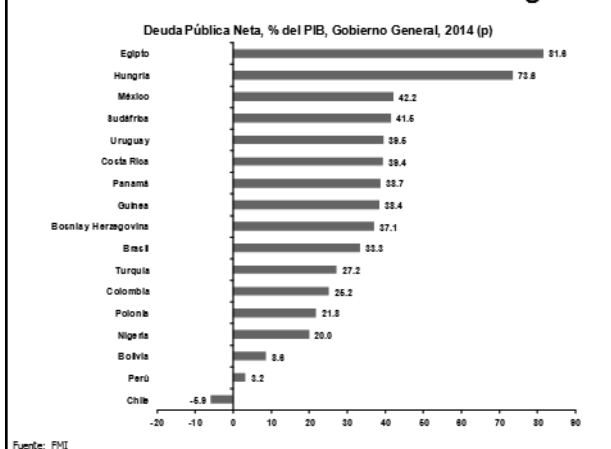
En el gráfico de deuda, aquí también vemos, primero, mucho mejor la situación en materia de deuda pública en las economías emergentes que en las economías desarrolladas, y pensando por ejemplo en nuestro anfitrión, Guatemala, tiene uno de los índices de deuda pública más bajo a nivel general, última cifra que tenemos alrededor del 25.0%; el más bajo de este grupo es Chile que tiene 12.6% de deuda bruta, y claro



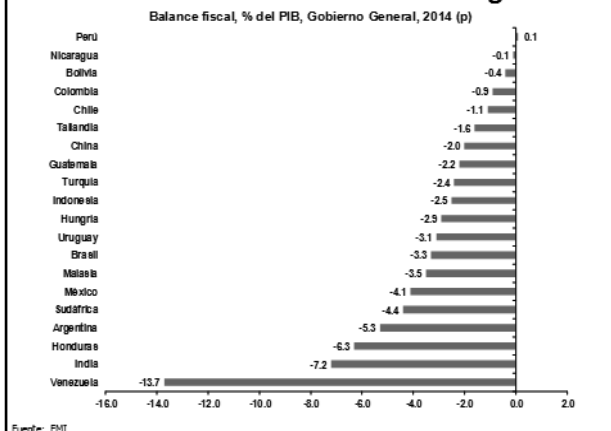
tenemos otros países que están cerca del 80.0% o pasado o cerca del 50% de deuda, pero recordemos que, recién veíamos el caso de Europa donde los índices de deuda pública son cercanos al cien, es una situación de deuda pública muchísimo mejor de la que vimos en escenarios anteriores.

Ahora, cuando a la deuda pública le restamos los activos internacionales del sector público, sin considerar las reservas internacionales del banco central, solamente restando los activos del sector público, tenemos deuda neta y aquí por supuesto que se reducen los niveles de deuda pública porque algo de activo interno neto tienen los países. En el caso de Perú, casi se transforma en cero el nivel de deuda y en Chile pasa a tener una deuda negativa de orden de seis puntos del PIB, eso significa que el sector público chileno tiene más activos que pasivos cuando nos enfocamos solo a activos financieros líquidos.

Deuda Pública Neta en Economías Emergentes



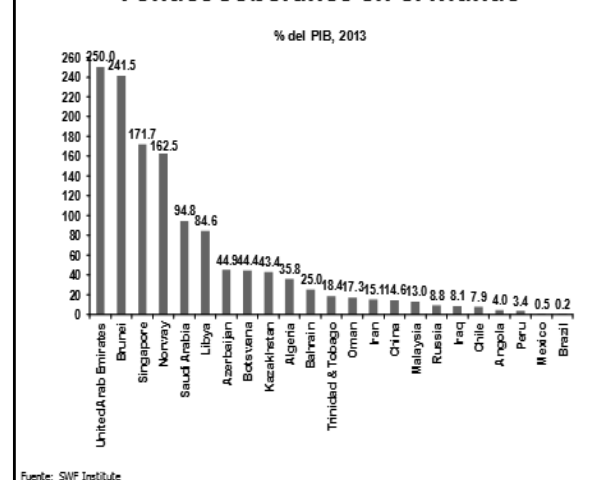
Balance Fiscal en Economías Emergentes



Eso también revela cómo me encuentro como país para poder resistir este *tapering*, esta situación de cambio de fin de los ciclos de los *commodities* que me afecta positivamente y además del fin del relajamiento cuantitativo.

En materia de balance fiscal, veíamos que el balance fiscal es negativo, pero nuevamente aquí tenemos un país que se sale de cualquier esquema y es Venezuela, con un déficit fiscal de 14% del PIB de déficit proyectado para 2014, luego tenemos países con déficit complejo sobre 5 puntos del PIB, sobre 4 puntos del PIB, pero hay muchos países de nuestra región que tienen déficit que están en el orden de 2.0% del PIB y menos; Guatemala es uno de ellos, eso es algo bastante distinto de lo que hemos enfrentado en episodios previos, la situación de hoy es distinta a la del 2011, en donde teníamos precios de los *commodities* altos, inyecciones de liquidez en forma importante, y actualmente estamos deshaciendo las inyecciones de liquidez y tenemos la caída de los precios de los *commodities*, estamos enfrentando un ciclo distinto. Respecto a los fondos soberanos, si vamos a algunos países, sobre todo países que están en Medio Oriente, también algunos asiáticos, estos han acumulado enormes cantidades de recursos de los fondos soberanos.

Fondos Soberanos en el Mundo



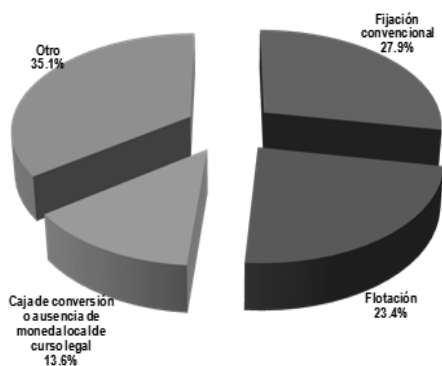
Aquí mostramos el porcentaje del PIB, los Emiratos Árabes 250.0% del PIB en el fondo soberano, un país que tiene una cantidad importante en un fondo soberano, tiene una manera de responder frente a *shocks* externos adversos mucho mejor que la que tienen países que, o no

tienen, o tienen niveles muy bajos de fondo soberano. Vemos que en Latinoamérica es incipiente que algunos países están comenzando a establecer fondos soberanos que se han dado y se han constituido con el *boom* en los *commodities*; algunos países como Chile, Perú, México y Brasil, con niveles relativamente bajos, en los casos de México y Brasil muy bajos, Perú algo más, Chile un poco más de 8 puntos del PIB, en los fondos soberanos, es una práctica, bueno, primero porque es compleja, porque tiene toda una economía política complicada y hay que decir que tenemos un “*Winfold*”, un maná que cayó del cielo, porque se producía, pero los precios de los productos que se producían se multiplicaron o se fueron al doble, entonces voy a ahorrar y voy a dejar de gastar, y eso políticamente es complejo a no ser que uno construya como país una institucionalidad para poder desarrollar. ¿Qué significa eso?, que tengo una ley de responsabilidad fiscal, que establece que debo ahorrar una parte, eso es muy positivo desde el punto de vista de política económica, porque ayuda mucho a las autoridades económicas cuando tienen que resistir las presiones del mundo político, porque no se ha descubierto todavía un político que se le ocurra una buena forma de gastar un recurso extra que entra al presupuesto de la nación, todavía se está buscando esa política, entonces cuando eso ocurre ¿cómo se defienden las autoridades económicas? a través de la institucionalidad, porque si no, quedamos dependiendo de la fuerza que tenga el ministro, de la fuerza que tenga el poder ejecutivo y creo que es muy importante que los países construyan esa institucionalidad y eso ayuda a hacer frente a estas situaciones.

Me voy al tema de los sistemas cambiarios, claramente si yo tuviera que hacer recomendación de una economía emergente, le diría que tiene fuerte dependencia de *commodities*, si tengo un tipo de cambio flotante, es el mecanismo, ahora la noticia es que la flotación, casi un cuarto de las economías emergentes tienen flotación, hay poco más de un cuarto que tiene fijación convencional, para lo que sí ha ocurrido que es notable, esto es una muestra de cómo estaba la situación en 2013, pero si uno viera una serie de tiempo y mirara qué ha pasado, se va a dar cuenta que la flotación ha ido aumentando su participación, países con flotación, el esquema tradicional ha sido fijación, alguna forma de fijación cambiaria o caja de conversión, porque fijación convencional, caja de conversión o ausencia de moneda local, es una forma de fijación más extrema todavía donde tengo un tipo de cambio irrevocable, cuando tengo moneda extranjera circulando en el país, tengo un tipo de cambio irrevocablemente fijo, que a no ser que yo destruya y empiece (nos estaban comentando que Ecuador tiene un mecanismo bastante nuevo de una moneda virtual que se va a crear junto con el dólar, bueno va ser un nuevo experimento interesante en política monetaria y cambiaria y vamos a estar observando con mucho interés), pero definitivamente el hecho de tener la flotación, ayuda mucho a resistir un *shock*, porque parte del colchón para resistir el *shock* viene dado por el tipo de cambio, ahora uno no puede decir que el tipo de cambio va a hacer todo el trabajo, pero si no tengo el tipo de cambio que me ayuda a hacer el trabajo, estoy más complicado.

Sistemas Cambiarios en Economías Emergentes

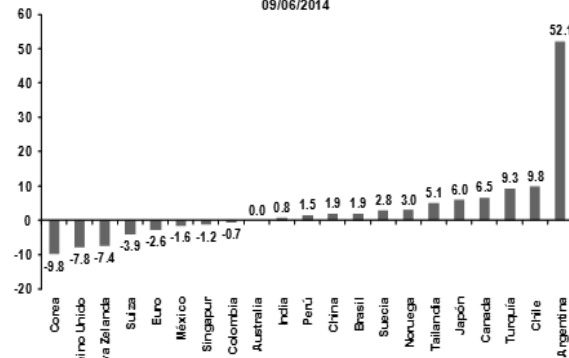
2013



Fuente: FMI

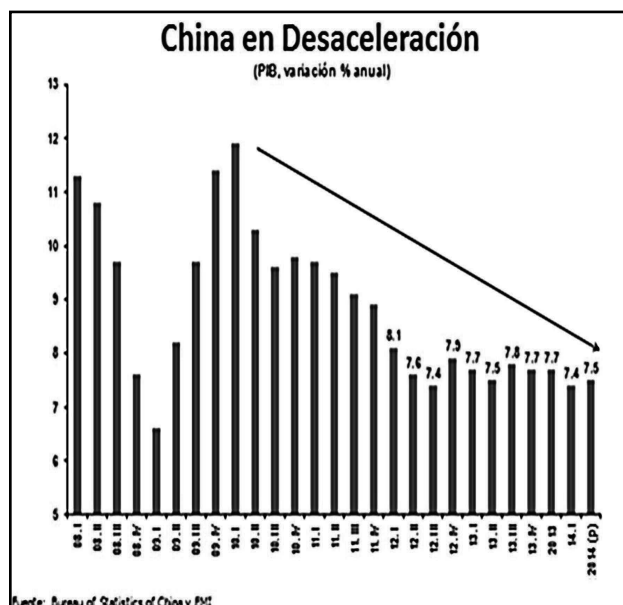
Variaciones Cambiarias desde Primer Anuncio del Fin de la Política Monetaria Ultraexpansiva en EEUU

Variación % del tipo de cambio nominal entre 19/06/2013 y 09/06/2014



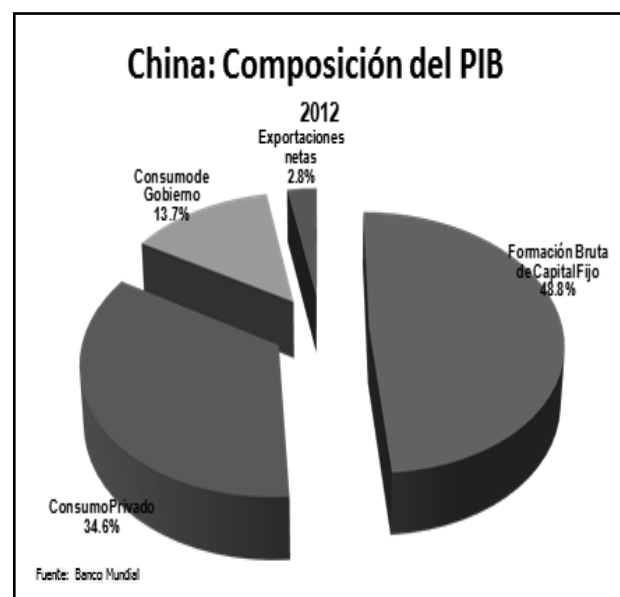
Fuente: Banco Central de Chile

Qué ha pasado con Argentina, es una fuente inagotable de buenas historias económicas, historias interesantes que condimentan los libros de los economistas, apasionan a los que seguimos estos casos y en algunos casos también la sufren los habitantes de Argentina, 52% de depreciación del tipo de cambio en Argentina desde el anuncio del fin de la política monetaria ultraexpansiva, lo que ocurrió en casi todos los países, es que los tipos de cambio se depreciaron, pero hay un grupo de países donde esto no ocurrió o sucedió en un cierto período, ahora uno siempre tiene que decir: ¿Cuáles eran las condiciones iniciales, cómo estaba el tipo de cambio en la situación inicial?, pero lo que uno esperaría es que a medida que Estados Unidos anuncia el fin del relajamiento cuantitativo y se produce una tendencia a la depreciación en las monedas de los emergentes, entonces el efecto que debería ver en promedio es aumento de las tasas y aumento en los tipos de cambio o depreciación de las monedas. Quiero terminar con una “Exposición de los mercados emergentes”.



China y los *commodities*, primera realidad, China creció, y esto es muy notable, desde el año 1978 hasta el 2011 al 9.8% promedio anual, casi 10.0% anual de crecimiento real promedio. Estamos hablando de casi más de tres décadas de crecimiento promedio al 10.0% anual; bueno lo que hay que ver ahora es que la economía china está creciendo de 2 puntos a 2 puntos y medio menos de lo que acostumbró crecer en las últimas tres décadas, esto es una diferencia significativa para nuestros países y hace

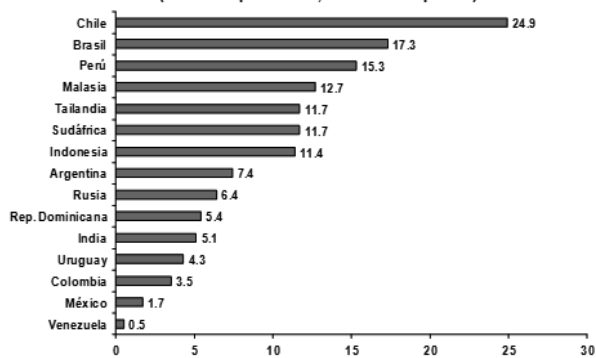
una diferencia significativa en el mundo. Lo cierto es que China está enfrentando una desaceleración, una China que actualmente va creciendo entre el 7.0% y el 7.5%, bueno hay escenarios más catastrofistas que este, pero diría yo que el escenario base es que China no vuelve a crecer al 9.0% o 9.5%, sino que se pone a crecer entre el 7.0% y el 7.5% y esto tiene un efecto en los precios de los *commodities*.



En China tenemos una situación muy compleja, que es la formación bruta de capital fijo, aquí tiene que haber un cambio sustancial en la demanda; China es el país que probablemente tiene el menor consumo privado en el mundo, como proporción del total de la demanda agregada 35.0% del PIB. El consumo en los países normalmente es dos tercios, entre 60.0% y 70.0%; en Chile 35.0% y la formación bruta de capital fijo 49.0%, aquí tiene que haber un proceso muy potente de reacomodo, para eso van a aumentar los salarios en China. Ya están aumentando, el tipo de cambio se ha apreciado a pesar de alguna depreciación que ha habido últimamente, pero la tendencia ha sido a la apreciación, va a perder competitividad China y aquí vamos a ver que Latinoamérica está en distinta situación. Si comparamos por ejemplo Centroamérica, México con Sudamérica, nuestras economías, en particular Chile, vamos a ver que hay prioridades muy diversas. En primer lugar ¿cuál es el país más expuesto a China, lejos en América Latina?

Exposición a China

(% de las exportaciones, último año disponible)



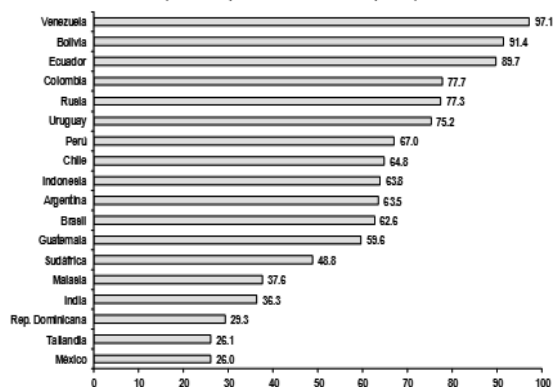
Fuente: OMC y Banco Central de Chile

Chile, un cuarto de todas las exportaciones de Chile van a China, en el otro extremo busqué a Guatemala y parece que prácticamente no hay comercio con China o hay muy poco, entonces no aparece aquí, entonces ustedes están muy poco expuestos en forma de comercio, pero están más expuestos en términos de competir, tal vez con China en algunos rubros en el mercado norteamericano, entonces por allí está tal vez la diferencia. Brasil, Perú, varios países tienen más del 10.0% de sus exportaciones hacia China y otros países, a México no puede importarle menos lo que pasa en China, de hecho tal vez le conviene en alguna forma que China pierda competitividad, porque México y China compiten en el mercado norteamericano, son tipologías distintas.

Exposición a recursos naturales, en Venezuela no hay otra cosa que recursos naturales, o sea si uno mira el patrón de exportaciones 97.0% son recursos naturales.

Exposición a Recursos Naturales

(% de las exportaciones, último año disponible)

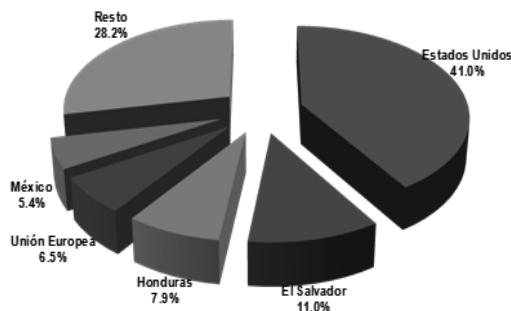


Fuente: OMC y Banco Central de Chile

Bueno en el caso de Chile 65.0%, Guatemala aproximadamente 59.0%, excepto en México, Tailandia, República Dominicana de alguna manera; el resto de los países de la región estamos altamente expuestos a los *commodities*, a distintos *commodities*, en algunos casos a minerales, en otros a las hojas, a algunos productos agrícolas, pero muy expuestos a *commodities*, entonces China y Asia son muy importantes en la demanda de *commodities*. Mirando el caso de Guatemala, uno se da cuenta que aquí lo importante es Centroamérica y Estados Unidos, pero el grueso, 41.0% de las exportaciones es a Estados Unidos, o sea aquí la dependencia no es de China, aquí China no es parte de la historia.

Principales Socios Comerciales de Guatemala

(Exportaciones, 2012)

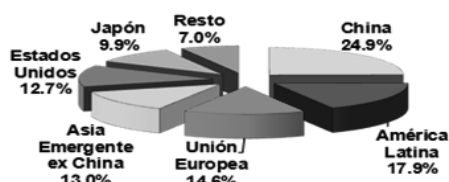


Fuente: OMC

Aquí China compite con Centroamérica, con Guatemala, con México. En el caso de Latinoamérica a nosotros nos interesa que China crezca más, que aumenten los precios de los *commodities*, aquí es distinta la situación. Bueno solamente para mostrarles los principales socios comerciales de Chile.

Principales Socios Comerciales de Chile

(Exportaciones, 2013)



Fuente: Banco Central de Chile

China hace diez años no estaba entre los *top ten* de los mayores destinos de países a los cuales Chile enviaba su producto y actualmente es el principal, un cuarto de todas las exportaciones chilenas se las vendemos a los chinos, claro que el 90.0% de esto es cobre, entonces estamos tratando de venderle otras cosas a China, ojalá que los chinos consuman más vino chileno, más salmón, más fruta, no es fácil, pero si logramos hacer que los chinos consuman vamos a lograr diversificar esa canasta de exportaciones. Bueno, termino diciendo, cómo estamos los países emergentes para enfrentar este fin del relajamiento cuantitativo en Estados Unidos y para enfrentar el fin del superciclo de los *commodities*. Lo que vemos es que hay una tipología, una realidad muy distinta, el próximo paso de la investigación que estamos haciendo es tratar de elaborar un *ranking* de preparación de los países emergentes para enfrentar estos dos fenómenos, pero al final, la idea que uno se da es que primero los emergentes estamos en mejores condiciones de lo que estuvimos en crisis anteriores en promedio y que los fundamentales, esas variables fundamentales importan, las instituciones importan. Quiero terminar diciendo que estamos enfrentando un período muy complejo, pero un período en el cual tenemos en la actualidad mejores herramientas para responder. Muchas gracias.

Doctor Héctor Valle: Muchas gracias, profesor Larraín. Vamos a pasar a la fase de preguntas y respuestas. Daré lectura a la primera: ¿Cuál es el futuro del uso de bandas cambiarias como ancla nominal en el actual contexto de transición de política monetaria?

Doctor Felipe Larraín: Tiendo a pensar que las bandas cambiarias van a ir siendo superadas en el tiempo, superadas en el sentido que los países se van a ir moviendo hacia un esquema; el problema de la banda cambiaria es el ataque contra el piso o el techo de la banda; entonces lo que vemos normalmente es que en general cuando un país tiene banda cambiaria, ocasionalmente el mercado empieza a apostar o en contra de la moneda o a favor de la moneda, ya sea a la depreciación o la apreciación, y estos procesos son bastante traumáticos cuando se produce el ataque, el ataque especulativo en un sentido o en otro. Entonces en mi opinión la mejor combinación en política cambiaria y monetaria es: tipo de cambio flotante, banco central autónomo y metas explícitas de inflación, esa trilogía junta es la que permite manejar en mejor forma la política monetaria y cambiaria de los países.

Doctor Héctor Valle: Gracias. La segunda pregunta dice: ¿Cómo funciona el tipo de cambio como mecanismo de absorción de los *shocks* externos? ¿La tasa de interés debería de complementarlos o anticipárseles?

Doctor Felipe Larraín: El tipo de cambio lo que hace para un país que, por ejemplo, estamos en el fin del superciclo de los *commodities*, un país que empieza a vivir una caída de sus términos de intercambio, la caída de los precios de los principales productos de exportación, lo que va a tener es una depreciación del tipo de cambio y para eso el tipo de cambio tiene que poder depreciarse, por eso hablamos de un esquema flotante. Un país que tiene un *shock* negativo en términos de intercambio, o que está enfrentando un deterioro en los términos de intercambio en el tiempo, va a vivir una depreciación en equilibrio de su moneda, esa depreciación lo que va a hacer es que va a dar mejores posibilidades de competir con otros sectores al sector externo de la economía. Pero esto en particular ocurre cuando tenemos muchos países en nuestra región, donde hay una suerte de enfermedad holandesa, en que un sector que es fuerte en recursos naturales, que tiene un *boom*, ya sea por un descubrimiento de reservas o por un aumento del precio del recurso y eso genera en el resto del sector transable un problema muy serio porque cuando el precio del producto está alto y hay un *boom* en ese sector exportador, el resto de los exportadores sufren con un tipo de cambio más apreciado, cuando eso se revierte, la depreciación va a generar mejores incentivos para el resto de los sectores exportadores, y también para los que sustituyen importaciones y que compiten con las importaciones externas. Y el tema de la tasa de interés, al final no podemos escapar de una cierta paridad de tasas corregidas por riesgo país, o sea uno podría llegar a una paridad de tasas de interés corregidas por expectativas de depreciación y riesgo país, como es la ecuación base a la cual gobiernan nuestras tasas de interés domésticas; estoy pensando por supuesto para países que tienen movilidad capital, pero la gran parte de los países del mundo tienen bastante movilidad de capital en la actualidad, entonces las tasas de interés poseen algunos elementos internos y tienen un determinante muy significativo fuera del país.

Doctor Héctor Valle: Voy a hacer una última pregunta del público y las restantes quedarán para la mesa redonda. Esta dice: los indicadores macroeconómicos de Guatemala deberían de contribuir para la mejoría de las condiciones de la población; sin embargo, no influyen en indicadores

sociales, puntualmente: ¿Qué hizo Chile para mejorar las condiciones sociales de su población? en particular con respecto a la disminución de la pobreza y desnutrición.

Doctor Felipe Larraín: Solo tengo parte de la respuesta porque poseo un *puzzle*, que voy a compartirles, de una gran interrogante. Primero, Chile ha logrado crecer en forma sostenida, en la actualidad tenemos un nivel de ingreso per cápita cercano a los US\$20,000.0 a paridad de poder de compra. Es decir, estamos como en el umbral del desarrollo. Este divorcio de indicadores económicos y sociales es más bien un dato curioso, los países que tienen mejores condiciones económicas logran mejorar también las condiciones sociales, esto en expectativas de vida, en tasas de alfabetización, en mortalidad de niños al nacer, indicadores de salud, indicadores de educación, etc. y eso se ha observado en la economía chilena. Hemos ido mejorando los indicadores, ahora el *puzzle* que les quiero comentar es: Cuando miramos las cifras económicas de Chile en los últimos cuatro años son cifras muy buenas, el país creció 5.30%, se creó un millón de empleos, se redujo la pobreza, algo se mejoró en la distribución de ingresos, hicimos importantes reformas a la educación y aquí viene el *puzzle* y perdimos la elección; entonces esta es la parte que es un *puzzle*, que uno tiene que preguntarse porque uno cuando hace las cosas bien, en materia económica, los modelos tradicionales que tenemos los economistas predicen los resultados políticos en base a variables económicas, en base a los modelos, la coalición del gobierno chileno habría ganado la elección, pero en las urnas la perdimos. Entonces algo pasa en la comunicación entre la economía y la política, así que como se decía en alguna parte en Estados Unidos: ¿Es la economía estúpida? ¿Se acuerdan de esa frase famosa? Bueno no solo la economía es estúpida, hay mucho más que funciona, pero lo que quiero decir aparte de esta consideración que tiene que ver, a los políticos les importa esto en una coalición de gobierno decir: Mire tenemos que hacer las cosas bien, pero además ojalá que la gente las aprecie y que podamos ganar la elección. Uno tiene que siempre conducir la política económica, porque si no la tentación es del populismo, es decir, mire sabe qué: independientemente de lo que pase voy a generar una sensación de bienestar, nosotros preferimos hacer las cosas bien y creo que eso es lo que uno debe hacer en materia de política económica y política social, o sea, hacer las cosas para el mediano plazo y para el largo plazo, queda pendiente cómo hacerlo también, para que al hacer las cosas bien uno pueda ganar la elección. Gracias.

Política monetaria y estabilidad financiera: ¿qué hemos aprendido?

Luis Ignacio Jácome

Ingeniero Pablo Marroquín: Sean todos bienvenidos al Banco de Guatemala con motivo de las Jornadas Económicas. Nos corresponde abordar el segundo tema de estas jornadas relacionado con la Política monetaria y estabilidad financiera: ¿qué hemos aprendido hasta el momento? Para el efecto tenemos el honor de contar con la presencia del doctor Luis Ignacio Jácome: Licenciado en Economía de la Universidad Complutense de Madrid, Máster en Economía de la Universidad de Queen Mary College de Londres y Doctor en Economía por la Universidad de Boston, Estados Unidos de América (EE UU). Actualmente es Subjefe de la División de Banca Central del Departamento de Mercados Monetarios y de Capitales del Fondo Monetario Internacional (FMI); también fue Presidente del Directorio del Banco Central de Ecuador y Subsecretario del Ministerio de Finanzas de Ecuador. También se desempeñó como Director Académico para la Corporación de Estudios para el Desarrollo. En aspectos académicos es profesor adjunto de la Universidad de Georgetown de EE UU, profesor principal de la Universidad de San Francisco, de Quito, Ecuador, y de la Facultad Latinoamericana de Ciencias Sociales (FLACSO), de Ecuador. El doctor Jácome tiene un sinnúmero de publicaciones entre las cuales destacan: “Políticas macroprudenciales en América Latina: fundamentos institucionales”, y las que ha publicado en medios especializados como el *Emerging Markets Review* o el *European Journal of Political Economy*. Dejo en uso de la palabra al doctor Jácome.

Buen día. Agradezco al Banco de Guatemala por invitarme una vez más a visitarles y a compartir con ustedes algunas

reflexiones sobre política, en este caso de estabilidad financiera; mientras que en otras ocasiones, hablamos y compartimos con ustedes reflexiones sobre política monetaria. Voy a concentrarme en estabilidad financiera y en esto que ha ganado gran popularidad en los últimos años que es el enfoque de estabilidad financiera basado en la llamada política macroprudencial. En ese sentido voy a tratar cuatro temas fundamentalmente: i) La política macroprudencial como una visión sistémica de la estabilidad financiera y explicaré de qué se trata, ii) ¿Dónde encaja la política macroprudencial en medio de otras políticas económicas?, iii) Los pilares de la política macroprudencial, tal cual los estamos construyendo; y iv) Los avances y desafíos que están por delante. Empecemos con el primer tema y permítanme utilizar una analogía para dar un sentido de qué se trata y por qué ha surgido la política macroprudencial. La analogía es la del bosque y los árboles, que utilizamos en nuestra vida cotidiana. La idea es que inspirados en lo que pasó con la crisis en los EE UU y Europa, se llegó a la conclusión de que los reguladores bancarios y, en alguna medida, también los bancos centrales, no miraron el bosque, es decir, no vieron la globalidad del sistema financiero y en algunos países, en particular, parece que tampoco se vio el árbol.

En virtud de ello afirmo que la política macroprudencial, fundamentalmente, busca mirar el sistema financiero en su conjunto. Vale la pena resaltar que no es que exista una definición compartida por todo el mundo y que esté ya establecida sin discusión en los libros, pero esta es la definición de política macroprudencial que se está utilizando actualmente,

no la voy a leer porque está al alcance de ustedes, pero yo quisiera de aquí rescatar que dicha política busca enfocarse en los riesgos de la globalidad de los sistemas financieros y no simplemente concentrarse en cómo está cada una de las instituciones del sistema financiero. En segundo lugar, busca mirar la globalidad de los sistemas financieros y no solamente, por ejemplo, los sistemas bancarios.

La respuesta es la política macroprudencial

7

- “Usa instrumentos prudenciales para prevenir la acumulación de riesgos sistémicos, limitando de esta manera la incidencia que habría sobre la economía real y ayudando, con ello, a preservar la estabilidad financiera de los países” (FMI, 2010).

De manera que las dos palabras clave aquí son “riesgo sistémico”; es decir, la política macroprudencial busca monitorear y mitigar el riesgo sistémico que se esté acumulando en un sistema financiero y, por tanto, en una economía.

La clave son los riesgos sistémicos

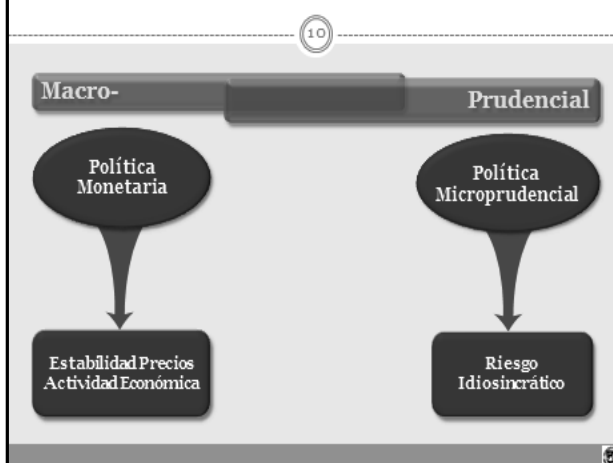
8

- “Por riesgo sistémico se entiende la existencia de trastornos generalizados en la provisión de servicios financieros que pueden comprometer la provisión de crédito o el funcionamiento del sistema de pagos y así tener un impacto importante en la actividad económica” (FMI, BPI, CEF, 2009).

¿Por qué todo esto? Bueno, el costo de la crisis financiera, que se transmitió finalmente a buena parte del mundo, nos deja bien claro que es necesario prevenir, porque una vez que ocurre una crisis financiera, y esto lo sabemos en América Latina desde hace ya varias décadas, solamente toca recoger los pedazos porque el costo es extremadamente alto, no solamente en términos económicos, sino particularmente en términos sociales.

Política macro-financiera antes de la crisis

10



De esa cuenta es muy difícil que la gente entienda por qué han ocurrido las crisis financieras y por qué tuvieron que adoptarse las decisiones que se tomaron para tratar de salvar del colapso al sistema financiero, tomando en consideración que los costos son muy elevados, de manera que la política macroprudencial, y esto es uno de los aspectos que quiero enfatizar, es en realidad medicina preventiva, no está diseñada para enfrentar crisis financieras, sino para prevenirlas.

Entonces, ¿en dónde encaja la política macroprudencial? Digamos que la visión macrofinanciera antes de la crisis consistía en dos componentes. Por una parte, estaba la política monetaria que se enfocaba, básicamente, en la estabilidad de precios, en América Latina se tiene un sesgo muy fuerte hacia ella, mientras que en otros países el mandato del banco central es un poco más amplio. Por otra parte, los organismos de regulación financiera se concentraban en lo que actualmente se denomina política microprudencial para diferenciarla de la macroprudencial; es decir, en el riesgo idiosincrático que se refiere al riesgo que se podía observar en las instituciones financieras vistas individualmente.



Después de la crisis financiera el panorama es que la política macroprudencial encaja entre las dos anteriores y lo que hace es tratar de llenar un vacío que podía haber existido entre la política monetaria y la microprudencial, dados los objetivos en los que se concentraban las dos primeras. La política macroprudencial tiene como objetivo buscar la estabilidad financiera desde un punto de vista sistémico, pero la verdad es que la política macroprudencial, en sí misma, no es nueva y en realidad cuando uno conversa con reguladores bancarios expresan: ¿Por qué ahora toda esta moda de hablar de política macroprudencial?, cuando los instrumentos prudenciales son básicamente los mismos que se venían utilizando; y eso es absolutamente cierto, en particular, en países emergentes en donde estos instrumentos, que ahora se denominan macroprudenciales, ya se venían utilizando con bastante intensidad a raíz de las crisis financieras, sobre todo en Asia y en América Latina, regiones que han sufrido crisis financieras antes que los países industrializados.

¿Pero, es nueva la política macroprudencial?

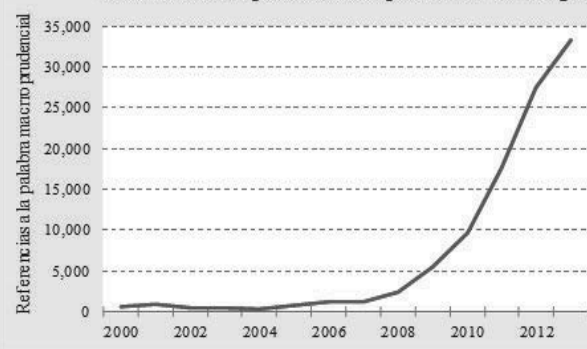
- En general, no lo es
 - Usa mayoritariamente instrumentos tradicionales de regulación
 - La visión más reciente se la menciona a inicios de los 2000
 - A raíz de la crisis en el mundo industrializado deviene en una aceptación general
- Lo nuevo es su concepción como política económica
 - Con énfasis en los riesgos sistémicos
 - Se diseña y ejecuta dentro de un marco analítico e institucional
 - Va más allá del sistema bancario → cubre otras actividades de la industria financiera (revisten un riesgo sistémico)

En ese sentido, la política macroprudencial no es nueva, se usaban los instrumentos que eran los tradicionales de regulación prudencial y se puede decir que la visión de política macroprudencial ya se mencionaba en los años 2000. Existe una mención y esto está documentado en un trabajo publicado por el Banco de Pagos Internacionales, de los años 70. Lo que se puede identificar y mostraré en el gráfico siguiente es que a raíz de la crisis en el mundo industrializado (crisis en el Atlántico Norte), la popularidad del tema macroprudencial ha crecido dramáticamente, pero ¿qué es lo nuevo entonces? Como indiqué, la política macroprudencial no es nueva en cuanto al uso de instrumentos que ya se venían usando, pero sí hay novedad en el énfasis que se le está dando al tratar de prevenir los riesgos sistémicos en primer lugar; y en segundo, en que se está buscando que su diseño, formulación y ejecución se realice con el respaldo de un marco institucional claramente establecido y con un marco analítico que permita una toma de decisiones de esos instrumentos ahora llamados macroprudenciales, pero que al mismo tiempo permitan establecer su efectividad; lo que implica ir acumulando datos, cerrando brechas de regulación y de información. Este enfoque es el que no existía antes y eso es lo que pudiera ser novedoso.

Por lo demás, cabe señalar que no se concentra solamente en el sistema bancario, sino que se concentra en general en el sistema financiero, incluyendo instituciones que en algunos países pueden ser, por ejemplo, las empresas de seguros, luego de lo que pasó en los EE UU, en donde una gran empresa de seguros causó realmente el gatillo final de la crisis financiera que vivió ese país.

El interés en lo macroprudencial ha crecido exponencialmente

Referencias a la palabra macroprudencial en Google



En el gráfico anterior se muestra una búsqueda en *google*, de la palabra “macroprudencial”, en realidad es “macroprudencial” o “macro/prudencial”, en fin, diferentes formas de escribir la palabra macroprudencial, pero ustedes pueden ver que prácticamente entre los dos últimos años las menciones de dicha palabra son mayores que las que se dieron entre los años 2000 y 2011.

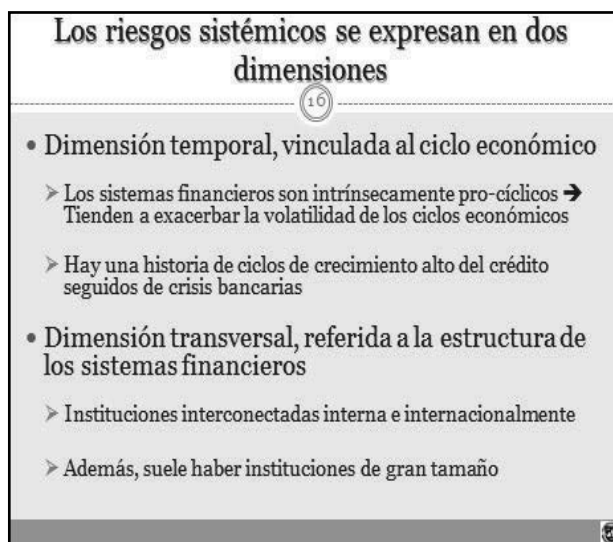
El siguiente tema que abordaré se relaciona con la pregunta: ¿Cuáles son los pilares de la política macroprudencial?



En general, podemos simplificar diciendo que la política macroprudencial se apoya en tres pilares fundamentales: i) el sistema del monitoreo de los riesgos sistémicos, ii) los instrumentos que se utilizan para operar como política macroprudencial; y iii) los fundamentos institucionales que apoyan el ejercicio de la política macroprudencial. La política macroprudencial debe estar integrada al resto de políticas de estabilidad del sistema financiero y de ninguna manera sustituye a una buena política microprudencial o la forma tradicional de hacer regulación prudencial.

Hablemos entonces sobre los riesgos sistémicos, estos se pueden ver en dos dimensiones: i) la dimensión temporal vinculada al ciclo económico; o particularmente, al ciclo financiero, y ii) la dimensión más bien transversal. En la primera, el ciclo financiero actúa de tal forma que tiende a exacerbar el ciclo económico, en el sentido que cuando la situación está yendo muy bien, los bancos prestan mucho dinero y muchas veces no miden adecuadamente sus riesgos, pero en general prestan mucho dinero y con eso el crecimiento del crédito es aún más

fuerte y con ello la etapa expansiva del ciclo económico se exagera. Cuando viene la parte baja del ciclo económico y el crédito empieza a desacelerarse, las instituciones financieras en general adoptan precauciones extraordinarias y muchas veces se deja de prestar dinero a las empresas y a los hogares, lo que exagera más la caída en la actividad económica y en general la disminución del ciclo financiero se vuelve más aguda.



Por otro lado, esto también ha sido documentado ampliamente en la literatura, en donde se han observado periodos de expansión dramática del crédito y de una parada súbita del crédito que deviene en una crisis financiera. Si se revisan las crisis financieras en América Latina de los años 80, 90 y de comienzos de los 2000, en la mayoría de experiencias las crisis financieras estuvieron presididas por periodos de expansión rápida en el crédito. La segunda dimensión es la transversal, esta tiene que ver con la estructura de los sistemas financieros; en particular, con las instituciones de gran tamaño y que además están interconectadas. En general, las instituciones financieras están interconectadas, por ejemplo a través del sistema bancario y algunos de esos jugadores grandes en el sistema interbancario tienen especial importancia por la dimensión y porque las transacciones que ellos realizan están conectadas con todo el resto de instituciones del sistema financiero, incluso internacionalmente. De manera que lo que ocurra con esa institución financiera tiene un impacto determinante que puede ser catastrófico para el mismo sistema de pagos de la economía.

La política macroprudencial cuenta con instrumentos

18

- Para contener riesgos sistémicos en la dimensión temporal
 - Límites a la relación entre el monto del préstamo y el valor del activo (LTV) y a la relación entre el monto del servicio de la deuda y el ingreso del deudor (DTI)
 - Requerimientos de capital extraordinarios/provisiones contra-cíclicas
- Para reducir los riesgos sistémicos en la dimensión transversal
 - Recargos de capital exigibles a instituciones sistémicamente importantes (SIFIs).
 - Recargos de liquidez exigibles a las SIFIs.
 - Límites a la exposición de una institución con respecto al resto del sistema, por ejemplo, en el mercado interbancario.

El otro pilar que vimos, en el que se sustentaba la política macroprudencial, una vez que se han definido cuáles son los tipos de riesgo sistémicos, se refiere a la pregunta: ¿Cómo monitoreamos esos riesgos efectivamente?

Además, debe tener una arquitectura institucional que le respalde y que sea efectiva

19

- Tres pilares conducentes a la efectividad
 - Promover la detección, análisis y monitoreo eficaz de los riesgos sistémicos emergentes
 - Crear incentivos fuertes para la toma de medidas oportunas y eficaces
 - Facilitar la coordinación de todas las políticas que inciden en el riesgo sistémico

La idea es que el monitoreo de riesgos debe ser diseñado de tal forma que puedan tempranamente ser identificados, me refiero a los riesgos sistémicos, porque la idea es tomar medidas oportunamente, antes de que sean demasiado grandes y se vuelva inevitable una situación de crisis. En un mundo ideal sería óptimo tener un indicador que nos señale, muy bien se prende la luz, una luz amarilla, y antes

que se transforme en roja se tomen decisiones, se introduzca un instrumento macroprudencial, eso sería lo óptimo. En la práctica, no lo hemos encontrado. El riesgo sistémico es en general multidimensional, es muy complejo, muchas veces se mueve del sector bancario al sector de seguros o al mercado de valores. Por eso es que los países que están actuando más en términos macroprudenciales utilizan varios indicadores, así como modelos para monitorear los riesgos sistémicos.

¿Qué podemos decir de los instrumentos? Bueno ya hablamos antes de los instrumentos prudenciales tradicionales, pero déjenme rescatar que en el ámbito de la dimensión temporal, los instrumentos que están adquiriendo más popularidad son por ejemplo los límites máximos a la relación entre el valor del préstamo y el valor del bien del colateral de ese préstamo. Por ejemplo, en el mercado de vivienda se establece un límite a cuánto puede prestar el banco en términos del porcentaje del valor de la vivienda que se está comprando. Esto en inglés se le llama, ustedes saben que en inglés siempre se utilizan letras para referirse a muchas cosas, las relaciones entre el monto del préstamo y el valor del activo “LTV” y también se utilizan mucho los límites a la capacidad de servir la deuda por parte de los clientes al momento en que contratan un préstamo; y muchas veces estos dos indicadores, el “LTV” y la relación entre el monto del servicio de la deuda y el ingreso del deudor “DTI”, se utilizan conjuntamente.

Existe otro instrumento macroprudencial como lo es el uso de requerimientos de capital extraordinarios o de provisiones contracíclicas para tratar de disminuir la agudeza del ciclo o en general para acumular capital durante periodos de apogeo para los años de vacas flacas. Por otra parte, en la dimensión transversal, los instrumentos que en este momento se están discutiendo y regulando para que sean introducidos en los países son los que tienen que ver con las instituciones de gran tamaño y que tienen implicaciones sistémicas, llamadas instituciones sistémicamente importantes. A dichas instituciones se les está pidiendo, en algunos países, recargos extraordinarios de capital, y recargos extraordinarios de liquidez, esto está regulado por el “Comité de Basilea” y entró en vigencia recientemente en algunos países. También existen otros tipos de instrumentos que en América Latina se conocen desde hace mucho tiempo y no son nada nuevos, entre los que destaca el poner límites a la exposición que tiene una institución respecto al resto del sistema bancario o con relación a clientes específicos.

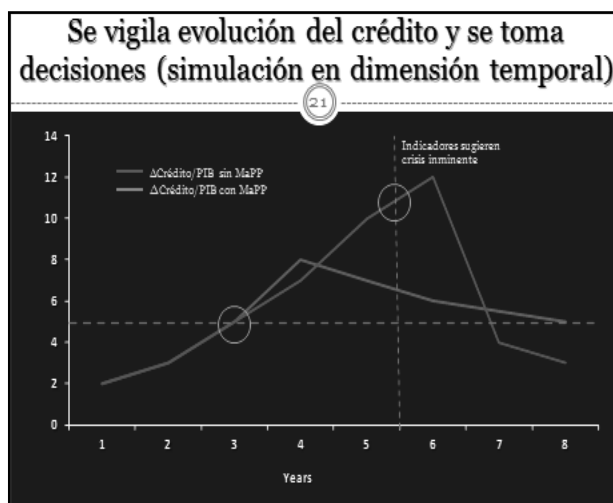
Un tema que no es menos importante es: ¿Cuál es la arquitectura institucional que está detrás de la política macroprudencial? Lo que se persigue es identificar el arreglo institucional que sea más efectivo, es decir, que conduzca a que funcione la política macroprudencial de manera efectiva. Por un lado se busca que este arreglo institucional promueva la detección de los riesgos y permita analizarlos, monitorearlos y tomar decisiones. Por otro lado, el arreglo institucional y la legislación existente tienen que ser conducentes a que haya incentivos para tomar decisiones. Si estamos hablando de medicina preventiva, de lo que se trata precisamente es de tomar decisiones macroprudenciales cuando estamos en lo mejor de la fiesta, es decir, cuando está creciendo la economía bastante; cuando el crédito está en una época de apogeo; cuando se obtienen buenos resultados, se está generando empleo, la economía está creciendo, pero claro la economía se está sobrecalentando. Las personas pueden comprar viviendas, pero claro los precios de las viviendas están empezando a subir, hay distorsiones, allí es cuando toca tomar estas decisiones y a la autoridad macroprudencial le toca comunicar a los gobiernos y a las sociedades, lastimosamente la fiesta de alguna manera tiene que enfriarse, esto no es fácil y, por tanto, tienen que existir regulaciones o leyes que sean muy claras en tratar de ayudar a que esta toma de decisiones se produzca y que sea efectiva.

Por otra parte, cualquier arreglo institucional tiene que ser conducente a que exista coordinación entre las diferentes instituciones que hacen la supervisión de las instituciones financieras. En muchos países una institución hace el monitoreo y la supervisión de los bancos, otra de las empresas de seguros, otras de los mercados de valores. En un momento, vamos a ver los diferentes modelos que existen, pero cuando existe esta multiplicidad de agencias de supervisión, es importante la coordinación y esa coordinación debería tener un buen sustento institucional.

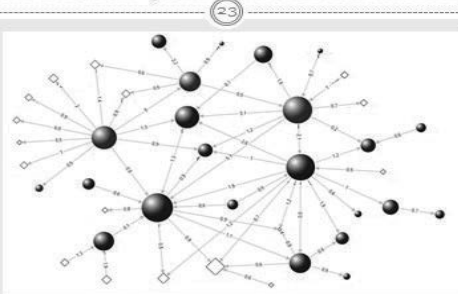
¿Cuánto hemos avanzado? En el siguiente gráfico presento básicamente una simulación de cómo operaría y cómo operan algunos países que están haciendo ya política macroprudencial, tomando en cuenta los riesgos sistémicos en la dimensión temporal. Como pueden observar, se distinguen dos trayectorias de la relación entre el crédito y el PIB, con y sin

política macroprudencial. La línea azul representa con política macroprudencial; y la roja, sin política macroprudencial. Lo que ilustra este gráfico es cuál sería la trayectoria y cómo se cambiaría la misma en el momento en que se introduce una medida de política. En ese momento se toma la decisión de introducir un determinado instrumento macroprudencial y como eso cambia en azul versus la situación de la trayectoria roja en donde aquí se toman ya las decisiones pero probablemente es muy tarde dado que ya se está en una crisis.

Esto es una simplificación, en la práctica, y ya lo dije hace un momento, los países utilizan más de un indicador y más de un modelo, y este gráfico que fue presentado en uno de los reportes del FMI, concretamente el “*Global Financial Stability Report*”, aquí lo que se hace es presentar en estos dos ejes, por una parte el comportamiento de la trayectoria del crédito en el eje vertical, y en el otro qué está pasando con el mercado de valores, es decir, con la bolsa de valores y se utilizó una muestra de cerca 40 países con período que va de 1970 a 2010 y con la estimación estadística se llega a la conclusión de que en general, en promedio, no quiere decir que esta sea una regla que ocurra en todas partes, se encontró que cuando hubo crecimientos del mercado de valores que estaban en niveles de más del 10% y crecimiento del crédito con respecto al PIB de más del 5%, la probabilidad de crisis aumentaba y cuando estábamos en esta zona roja, la probabilidad era del 20% o el 25% de tener una crisis.

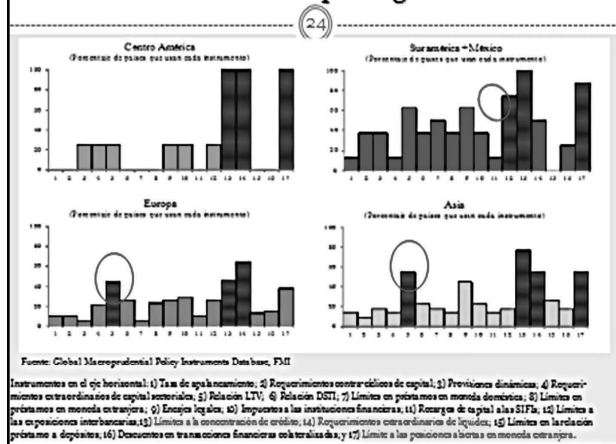


En la dimensión estructural, modelos de interconexión (doméstica o internacional)



El gráfico anterior simplemente ilustra algunos tipos de indicadores para dar seguimiento a la acumulación de ciertos riesgos sistémicos. Si hablamos de la dimensión transversal, por ejemplo, entre las interconexiones con las diferentes instituciones del sistema financiero, se puede tener una ilustración muy clara de cuáles son esas interconexiones y se puede simular cuál es el impacto que puede haber si ocurriera un problema con alguna de esas instituciones. De acuerdo con el gráfico, estas esferas pueden ser caracterizadas de diferente manera, por decir algo, en unos países esto puede representar instituciones, por ejemplo internacionales, estas pueden ser bancos locales, pudieran ser alternativamente bancos públicos, etc., y los ejes son los que establecen la interconexión. Esta misma ilustración puede ser hecha no solamente para bancos domésticos, sino también para la interconexión entre bancos domésticos y bancos internacionales, lo cual es muy importante para ciertos países como Singapur, Hong Kong, que tienen una banca muy interconectada internacionalmente.

El uso de instrumentos macroprudenciales no es tan uniforme por regiones



Hablemos de los instrumentos antes que se me prenda la luz roja, en el FMI se está manejando, particularmente, en mi departamento, una base de datos que se basa en una encuesta que se hizo a los países miembros del FMI sobre ¿cuáles son los instrumentos? Los hemos llamado macroprudenciales nuevamente, son instrumentos prudenciales tradicionales y este gráfico lo que presenta, por grupos de países, son los instrumentos más utilizados. Esto simplemente para ilustrar qué tipos de instrumentos se están utilizando y qué es lo que tenemos. En Centroamérica por ejemplo, los instrumentos que más se utilizan son los límites a la concentración de créditos y los requerimientos extraordinarios de liquidez. En otros países es el uso de los ratios “LTV” y, esto por ejemplo, es muy importante en Asia, porque en países como Corea y Hong Kong se han utilizado muy intensivamente para enfrentar burbujas en los mercados o crecimientos excesivos en el precio de bienes raíces. Esos países han utilizado muchísimo este tipo de instrumentos, también lo utilizaron en Europa del Este, ciertos países como Bulgaria, Rumania, Serbia, de manera que aquí hay entonces un mapa de cuáles son los instrumentos macroprudenciales que se utilizan en diferentes grupos de países: Centroamérica por un lado, Sudamérica más México por otro lado, Europa y Asia.

Tampoco hay un modelo institucional único recomendable a todos los países

• Tres modelos principales

- Totalmente integrado en el banco central (Irlanda)
- Parcialmente integrado con el banco central
- Multiplicidad de instituciones con un comité que los coordina y recomienda/toma decisiones

• Todos los modelos tienen pros y contras

En cuanto al modelo institucional, la idea que quiero transmitir es que no hay un modelo único que sea recomendable para todos los países, se puede hablar en general de tres modelos: uno que está integrado

todo en el banco central, que es el caso de Irlanda; un segundo modelo que es parcialmente integrado en el banco central, pero que tiene otras instituciones afuera, como ejemplo el modelo que existe en Holanda, a ese le llaman “*Twin Peaks*”. Por otro lado, hay países que tienen una multiplicidad de instituciones con comités que los coordinan y que recomiendan la toma de decisiones.



Tenemos el caso de México, que creó un comité de estabilidad financiera que está presidido por el Ministro de Hacienda, pero está también el Banco de México, el Subsecretario de Hacienda, la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, la Agencia de Seguros, la Comisión Nacional de Pensiones y la Agencia que se encarga de la protección al ahorro. La idea es que estos comités de estabilidad financiera reúnen a las cabezas de las instituciones o de las agencias de supervisión, en el caso que estas sean instituciones separadas, para no solamente coordinar sino tomar acciones. Como indiqué, lo que podemos decir es que cualquiera que sea el arreglo, ya que no hay uno que es aplicable a todos los países, es decir, no hay talla que sea aplicable a todos los países, sí hay ciertos principios que pudieran ser deseables o que pudieran ser recomendables, por ejemplo, que no exista demasiada dispersión de instituciones, porque si son varias para coordinar, por principio la coordinación es más difícil.

Adicionalmente, es importante que el banco central cuente con un rol, que tenga un rol crítico efectivamente es muy importante porque tiene muy

buen información, dada la posibilidad de mirar los aspectos macroeconómicos, de desarrollar modelos ya que tienen experiencia en eso. El rol del gobierno también es muy importante, pero quizás no lo debe liderar porque para un gobierno puede haber conflicto de intereses; es decir, un gobierno puede estar más interesado, por ejemplo, en terminar su período con un crecimiento de la actividad económica muy alto, con un crecimiento del crédito a la vivienda en una forma muy acelerada, mientras que eso puede ser conducente a una posterior crisis que probablemente le cae a un gobierno subsiguiente. Por otro lado, el banco central tiene una visión basada en su política monetaria, es decir, por el diseño de la institucionalidad del banco central que busca que su política monetaria sea diseñada y formulada con horizontes de largo plazo, el banco central tiende a ver en general la política macroprudencial con un horizonte de más largo plazo.

Características institucionales deseables

(27)

- Cualquiera que sea el modelo es recomendable que:
 - No exista demasiada dispersión de instituciones (y si existe, establecer formalmente un organismo de coordinación)
 - El banco central cuente con un rol crítico
 - El rol del gobierno es importante (pero no debe liderar)
 - Funciones separadas para la regulación macroprudencial y el manejo de crisis
- El comité de estabilidad financiera debe tener “dientes”.
 - Bien sea poder mandatorio.
 - Si sólo tiene poder de recomendación, debe ser complementado con provisiones de “ejecutar o explicar”.

Ahora lo que es importante es que ese comité de estabilidad financiera tenga o la institución macroprudencial tenga poderes, lo que llamamos comúnmente que tenga “dientes”. Aquí hay un problema que afecta a buena parte de los comités de estabilidad financiera de América Latina, incluyendo a México y a Chile, y es que, en general, esos comités tienen capacidades para recomendar, pero luego esa decisión puede o no ser ejecutada o tomada. Lo que han hecho en otros países, por ejemplo, el Banco de Inglaterra, es que en caso tengan poderes de recomendación para cierto tipo de instrumentos macroprudenciales, la institución a cargo de ello la cumple o explica por qué no la cumple en un proceso transparente.



Algunos desafíos importantes, como puede observarse en el gráfico de la política macropudencial, están en conexión con otras políticas económicas con las que hay conflictos y sinergias, por cuestiones de tiempo no puedo referirme a cada una de ellas. Ustedes me dirán: ¿Qué tiene que ver con la política fiscal? bueno, incluso en algunos países tiene que ver con la política fiscal, imagínense países que son extraordinariamente dependientes de un recurso natural de exportación, los países del Golfo Pérsico, que básicamente viven del petróleo y del gas natural, lo que pase con el sistema financiero y lo que está pasando con el crédito en el sistema bancario está asociado al comportamiento de las exportaciones de ese bien o del precio de ese bien en el mercado internacional. Lo que se haga en política fiscal en el manejo de esas exportaciones o del diseño de esos ingresos, impacta directamente en el sistema financiero y, por lo tanto, debería estar coordinado con la política macropudencial.



La conexión entre la política monetaria, es decir, la interacción entre la política monetaria y la política macropudencial es una interconexión muy importante, dado que tiene que haber coordinación entre las dos. La idea es que sean complementarias, que no sean sustitutivas, reconociendo que entre política macropudencial y monetaria hay interacciones y las dos pueden ser complementadas en el buen sentido porque las dos apuntan al mismo objetivo. Es decir, la política monetaria está yendo en una dirección y la macropudencial está ayudando en esa misma dirección. Pongamos el caso de que hay una situación de presiones inflacionarias y al mismo tiempo el precio de los bienes raíces está subiendo, tenemos un *boom* en el mercado de bienes raíces.

Por un lado, la política monetaria actúa y se puede introducir un instrumento de política macropudencial para ayudar a que esa burbuja que se está generando en el mercado de bienes raíces no se concrete, pero puede haber también una situación en la que dichas políticas están en conflicto y esa es una que están viviendo actualmente algunos países. Las expectativas de inflación están prácticamente en cero y en algunos países de Europa está ocurriendo y con expectativas de que la inflación se torne negativa, pero por otro lado tiene un sector de bienes raíces que está en *boom*, entonces ¿qué hacemos? La política monetaria, el banco central con un mandato de inflación va a tratar de que no haya una depresión en términos económicos y, por lo tanto, no quisiera subir la tasa de interés. En cambio en la existencia de la política macropudencial allí pudiera ayudar, pero puede darse el conflicto de que si se introducen instrumentos macropudenciales para enfriar el mercado de crédito, esto pudiera ser conducente a la depresión, entonces habría conflictos y allí lo importante es que exista coordinación entre las dos políticas y que se tomen las decisiones adecuadas, no es un escenario fácil, pero es para ilustrar que pueden haber conflictos.

Retos para hacer operativa la política macropudencial (1)

- 31
- Refinar los indicadores y modelos para vigilar el posible aumento de riesgos sistémicos (capacidad técnica)
 - Cuándo implantar/modificar un instrumento macropudencial → umbral, principios
 - Hay algo más de experiencia en la parte ascendente del ciclo
 - En cuánto y cómo debe hacerse la calibración del instrumento
 - Desarrollar una buena comunicación con los mercados

Ya voy terminando con los retos para hacer operativa la política macroprudencial, porque es importante hablar de conceptos, de principios, pero la operacionalidad de esa política es complicada. Señalaré algunos aspectos que tienen que ver con la política macroprudencial, con la parte operativa. Primero es necesario refinar indicadores y modelos, aquí hay mucho que trabajar. No es cuestión de importar un modelo de un país y ponerlo a trabajar en un uno que esté interesado en tener un modelo para prevenir la acumulación de riesgos sistémicos, es muy importante tomar en cuenta la estructura de ese sistema financiero. El sistema financiero de Guatemala no es el mismo que el sistema financiero de Hong Kong, hay características diferentes, si uno quiere calibrar ese modelo, la calibración va ser diferente, los parámetros van a ser diferentes, entonces hace falta trabajar mucho en cada uno de los países para tener esos modelos. Hay que desarrollar esa capacidad técnica y ese no es un tema que se consigue en pocos meses. Debe trabajarse sostenidamente a lo largo del tiempo. Luego ¿cuándo implementar o modificar un instrumento?, tampoco existe una regla o una bala de plata que diga, mire hay que seguir este indicador y este le va a decir mañana que se introduzca un instrumento macroprudencial. La verdad es que se está trabajando con una muestra de varios países para ver cómo estos implementan sus indicadores "LTV" y la respuesta de ellos es que no tienen un solo instrumento, hay muchos aspectos de juicio, estamos siguiendo varios instrumentos, es decir, aquí también hay que trabajar en desarrollar ciertos principios operacionales de cuándo introducir la política macroprudencial, pero hay más experiencia en cuanto a actuar con la parte ascendente del ciclo, que comparado con la experiencia de cuándo actuar cuando estamos con la parte baja. En efecto, cuando el ciclo financiero está en su parte descendente, a la autoridad macroprudencial le resulta obvio que hay que tratar de soltar un poco los controles macroprudenciales, pero en cambio el superintendente de bancos que está viendo la parte microprudencial puede decir: "Mire, ¡no!", justamente en esta parte en que se avecina una crisis no se puede aflojar, más bien se debe requerir más capital y más provisiones a los bancos, entonces acá hay cierto tipo de tensiones que se generan, que son difíciles de resolver.

Por otra parte, es muy importante desarrollar una buena comunicación con los mercados, si se van a introducir límites a los préstamos para vivienda, es importante que se les explique a las personas, porque si no ellos con toda la

razón van a decir: "Mire, pero usted está evitando que yo pueda tener acceso a vivienda, esto se está yendo contra un derecho básico que tengo como ciudadano".

Quiero terminar dejándoles tres reflexiones: 1) la política macroprudencial es muy importante, llena un vacío y puede ayudar a reducir la probabilidad de crisis financieras hacia adelante; 2) la política macroprudencial no es una panacea, la verdad es que no nos va a resolver o no nos va evitar que existan crisis financieras en el futuro, porque también tiene costos no deseados, habíamos visto hace un momento que genera cierto tipo de costos sociales, no voy a explicarlos nuevamente, pero en general la política macroprudencial de alguna manera está poniendo regulaciones extraordinarias sobre el sistema financiero que tienden a mermar el desarrollo del sistema financiero. Hay varias personas que dicen: "No utilice la política macroprudencial, deje que los sistemas financieros se desarrollen"; pero el problema es que si los sistemas financieros toman muchos riesgos y muchas veces la historia nos dice que toman excesivamente riesgos y luego eso deviene en crisis, los costos sociales son muy altos, pero el mensaje en este sentido es que no podemos sobreutilizar la política macroprudencial, hay que ser muy cuidadosos para tratar de evitar costos no deseados; y 3) tenemos que ser humildes en el sentido de reconocer que se está aprendiendo política macroprudencial, se está haciendo camino al andar, por lo que se debe seguir investigando y para esto es muy importante refinar modelos, pero sobre todo algo que estaba en la última diapositiva, pero que lo voy a tratar en ese momento, tenemos que hacer un gran esfuerzo por acumular datos, la política macroprudencial como todas las políticas económicas tiene que basarse en información y en datos. Los datos están allí, pero hay que ponerlos juntos y hay que ponerlos a trabajar para que las decisiones que se tomen que tienen implicaciones económicas, que tienen costos no deseados y que tienen implicaciones sociales, estén basadas en datos para que esto pueda ser mejor entendido por la sociedad. Muchas gracias.

Ingeniero Pablo Marroquín: Gracias, doctor Jácome, por su presentación, que ha despertado en la audiencia un gran interés, prueba de ello es la gran cantidad de preguntas que tenemos en la mesa, las cuales me he permitido agrupar en función de los pilares que deben formar parte de toda política macroprudencial. La primera se vincula con el arreglo institucional; y antes de hacer la pregunta comentar que recientemente el Banco de Pagos Internacionales

publicó que en los últimos cinco años se han constituido más de treinta consejos de estabilidad financiera alrededor del mundo y, en algunos casos, se ha incorporado un objetivo explícito de estabilidad financiera. Tomando en cuenta esta tendencia internacional: ¿Cuál sería el arreglo institucional que pudiera ser más efectivo considerando no únicamente las características del país, sino también el tema transfronterizo y la integración que Guatemala está teniendo con el resto de la región centroamericana, Panamá y República Dominicana? En su opinión ¿cuál podría ser ese arreglo que tenga las propiedades de la efectividad que se mencionaba?

Doctor Ignacio Jácome: Esta pregunta la respondí en parte en una de las imágenes cuando definíamos cierto tipo de principios que pudieran ser apropiados para cualquier arreglo institucional que exista, es decir, que el arreglo institucional sea favorable a la toma de decisiones, porque hay lo que se llama un sesgo hacia la inacción intrínseco a la política macroprudencial y es porque, como lo mencioné en la presentación, dicha política actúa, principalmente, cuando los hechos están yendo bien, no cuando están yendo mal, eso ya es una situación de crisis. Es justamente cuando está yendo bien todo, que es cuando hay que actuar, entonces hay un sesgo hacia que es mejor dejar que los hechos sigan yendo extraordinariamente bien. Por lo tanto, el arreglo institucional que se cree tiene que ser favorable a que se tomen decisiones, y a que se hagan pronto, cuando la crisis todavía no es inminente, ese era un principio adicional que se había mencionado. También comenté la importancia de que exista coordinación entre las instituciones o agencias que se encargan de la supervisión de los sistemas financieros. Otro principio importante es la coordinación internacional, dada su importancia para ciertos países y en menor medida para otros, y es que con la política macroprudencial se generan ciertos tipos de distorsiones cuando se toman ciertos tipos de decisiones. Supongamos que en Guatemala, la Superintendencia de Bancos decide introducir un instrumento macroprudencial destinado a enfriar el crecimiento del crédito, entonces los bancos dicen: “Ahora tengo límites para la concesión de créditos, lo que voy a hacer es realizar esta operación en Panamá, registrando la operación en Panamá y no en Guatemala, de manera que estoy cumpliendo con la norma en Guatemala, pero mi operación está registrada en Panamá, con lo cual igual la sigo haciendo, pero queda fuera del control de la Superintendencia de Bancos”. Por lo tanto, la necesidad

de coordinación internacional es muy importante entre Guatemala y Panamá, es decir los arreglos institucionales no solamente tienen que ver los aspectos internos en la economía, sino que dependiendo de la estructura de ese sistema financiero. Aquí en Centroamérica eso es muy importante, la coordinación interregional, la conversación entre la Superintendencia de Bancos, pero más allá de eso, la coordinación de las legislaciones macroprudenciales de los países es muy importante para tratar de que no haya estos arbitrajes regulatorios que se pudieran presentar o simplemente que haya un registro de operaciones en otros países de la región.

Ingeniero Pablo Marroquín: Esta pregunta está relacionada con la vinculación entre la política macroprudencial y la política monetaria: ¿Cuáles son los canales o los mecanismos de transmisión entre una política y otra? o ¿Cómo impacta la política macroprudencial en el quehacer de un banco central?

Doctor Ignacio Jácome: Haber, creo que fue una de mis reflexiones finales. Tenemos que ser honestos intelectualmente: ¿Cómo operan los canales entre la política monetaria y la política macroprudencial? Todavía no los conocemos bien, esa es la verdad. Esto en gran parte porque va a ser resultado, en los próximos años, de un análisis más bien empírico, pero por ahora, apenas podemos hacer ciertos modelos, con ciertos supuestos y decir: hay ciertos canales, cierta interacción, pero no los conocemos bien porque además hay temas que van más allá simplemente de esta situación en la que tenemos un instrumento de política monetaria, la tasa de interés, y un objetivo que es la estabilidad de precios; y, por otra parte, un objetivo de evitar los riesgos sistémicos y el uso de instrumentos macroprudenciales, sino que en la mitad, la incidencia de flujos de capital, que son muy importantes en América Latina, cómo afectan al mercado de crédito y a los sistemas financieros, cómo eso afecta a la formulación de la política monetaria, estamos trabajando en eso. Hoy no les quiero dar una opinión concluyente, lo que sí es verdad es que están muy interconectadas, en decir, hay sinergias, hay conflictos que hay que tomarlos en cuenta, dependiendo de cada situación, pueden operar en la misma dirección, pero puede haber situaciones en la que operan en dirección contraria, no cabe duda que la tasa de interés tiene un efecto sobre el comportamiento del crédito, pero claro, la tasa

de interés tiene un impacto general amplio sobre el crédito y en general sobre todas las actividades de la economía. La política macroprudencial por definición se concentra en ciertos aspectos que tienen que ver con los riesgos sistémicos del sistema financiero, pero también tiene impacto sobre la actividad económica, es decir, sobre la demanda agregada, las dos tienen impacto entre las unas y las otras.

Ingeniero Pablo Marroquín: La última pregunta expone: ¿Considera usted que es suficiente la implementación de políticas macroprudenciales para cambiar la conducta del sistema financiero en relación a la toma de riesgos?

Doctor Ignacio Jácome: Mi segunda reflexión fue que la política macroprudencial no es una panacea, porque

no va a lograr evitar que existan crisis financieras. Las crisis financieras van a seguir ocurriendo, lo que sí es verdad es que la política macroprudencial tiene la posibilidad de acometer las causas o algunas de ellas que pueden generar crisis financieras, pero irán apareciendo otras y la conducta del sistema financiero va seguir siendo la misma. Es decir, hay una toma de riesgos y en algún momento esta se vuelve excesiva, eso difícilmente va a cambiar porque las instituciones financieras son maximizadores de beneficios en el corto plazo, sus horizontes actúan fundamentalmente en dicho plazo.

Ingeniero Pablo Marroquín: Muchas gracias, doctor Jácome, el resto de preguntas se las trasladaré al Presidente del Banco de Guatemala para que sean abordadas en el panel de discusión. Gracias.

Política monetaria y estabilidad financiera: ¿qué hemos aprendido?

Leonardo Leiderman

Licenciada Waleska García Corzo: Buen día a todos. Para continuar desarrollando el tema “Política monetaria y estabilidad financiera: ¿qué hemos aprendido?” tenemos el honor de contar con la presencia del doctor Leonardo Leiderman, quien es profesor de economía comparativa en la Escuela de Economía Berglas, de la Universidad de Tel-Aviv, Israel. También es asesor económico principal del *Banco Hapoalim*, el más grande de Israel. En los años 2000 y 2002 ocupó el cargo de director general y jefe del Departamento Económico y de Mercados Emergentes en el *Deutsche Bank*, con sedes en Nueva York y en Londres. De 1996 al 2000 fue director *senior* y encargado del Departamento de Investigación del Banco de Israel y previamente fue asesor *senior* en el Departamento Monetario del mismo banco. El doctor Leiderman nació en Argentina y también es ciudadano de Israel; se unió a la Universidad de Tel-Aviv en 1979, luego de obtener su doctorado en la Universidad de Chicago con la supervisión del premio nobel, Robert Lucas. De 1988 a 1991 fue el presidente del Departamento de Economía; y, en dos períodos, de 1994 a 1996 y de 2008 a 2011, tuvo a su cargo el Centro para el Desarrollo en la Universidad de Tel-Aviv. Ha sido conferencista en varias entidades como la Universidad de Chicago, la Universidad de Boston, el Fondo Monetario Internacional, el Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo. Durante varios años, incluyendo los dos últimos, el profesor Leiderman ha recibido el Premio al mejor Profesor en Ciencias Sociales de la Universidad de Tel-Aviv. Ha sido consultor de varios bancos centrales y ministerios de hacienda en varios países: Argentina, Brasil, Colombia, Costa Rica, México, Perú, Hungría, República Checa, Polonia, Venezuela y

Turquía. El doctor Leiderman tiene una amplia gama de publicaciones que incluyen más de setenta artículos en revistas profesionales y siete libros escritos o editados. La mayor parte de su trabajo de investigación reciente se enfoca en los esquemas de metas de inflación, regímenes cambiarios, banca central y flujos de capital hacia economías de mercados emergentes. Solicito a la audiencia un aplauso para dar la más cordial bienvenida al doctor Leiderman a este foro.

Muchas gracias por la presentación. Buena tarde. Agradezco al Banco de Guatemala por esta invitación; son las segundas jornadas en las que participo y debo felicitar a las autoridades del Banco de Guatemala por la gran habilidad de construir un programa de dos días, o dos mañanas y medios días, que pueda traer a ustedes un *spectrum* de visiones y de temas. Lo que haré en mi presentación, siguiendo la del doctor Jácome, es tratar de resumir en cuanto a banca central el tema de política monetaria y estabilidad financiera: ¿qué hemos aprendido?

Realmente hemos aprendido muchísimo, creo que uno de los resúmenes principales que, con el punto de vista de bancos centrales, diría hemos aprendido con todas estas crisis es que a veces sí hay que atreverse a pensar fuera de la caja, como se dice *outside the box*, porque en ocasiones sí entramos en una especie de convicción en cierto dogma, cierto pensamiento, cierta ideología o ciertos principios, cuando se viene una crisis nos sorprende. O sea, debe tratarse de tener un poco de flexibilidad mental, es algo muy importante y en ese sentido estas jornadas económicas también son muy importantes.

Durante los últimos años, las últimas décadas, he trabajado mucho sobre banca central. Lo que presentaré hoy no es el resultado de una regresión econométrica o de un modelo econométrico, más bien es mi impresión después de ver, conversar, participar en diferentes eventos con bancos centrales del mundo y estudiar estos temas.

Cuando hablamos del marco de la política monetaria en la poscrisis, interesante que le llame poscrisis, pero creo que la crisis que empezó en 2007-2008 todavía no ha terminado, en cierto sentido, y todavía no hemos vuelto a una situación normal de equilibrio pero de todas formas vamos a llamarla, para ser breves, poscrisis; hay tres pilares del marco de política monetaria que existen actualmente en la mayoría de países avanzados y países en desarrollo: 1. Metas de inflación flexibles; 2. Flexibilidad cambiaria; y 3. Medidas macroprudenciales. No hay ninguna duda de que, en el caso de Guatemala, se puede describir el marco en forma general esquemática con base en estos tres pilares.

Tres Ingredientes Principales del Marco de Política Monetaria en la Poscrisis

- › Metas de inflación flexibles
- › Flexibilidad cambiaria
- › Medidas macroprudenciales

La forma exacta de compactar estos ingredientes depende de cada país, sus preferencias y características

La forma exacta de cómo compactar estos tres pilares es un aspecto que, como lo mencionó el doctor Jácome y otros conferencistas, depende de cada país; depende de las preferencias y de las instituciones de cada país, por lo que no existe una sola fórmula que sea siempre válida. Entonces mi enfoque principal va a ser tratar de plantear la pregunta: ¿Qué hemos aprendido con la crisis y la poscrisis sobre el tema de metas de inflación flexibles? ¿Qué hemos aprendido de flexibilidad cambiaria? y el tema de las medidas macroprudenciales.

Este esquema es muy parecido al presentado por el doctor Jácome y, en cierta medida, resume gráficamente el nuevo esquema de los bancos centrales. Tenemos, por arriba, la política monetaria y la política macroprudencial; a la izquierda, dos objetivos: i) la estabilidad de precios, vista en una forma flexible que incluye también la actividad económica, y ii) la estabilidad financiera. Sin ninguna duda, como economistas sabemos que cada política, cada instrumento, tiene una ventaja comparativa; la ventaja comparativa de la política monetaria ha sido, y lo va a seguir siendo, el tema de la estabilidad de precios culminada en una meta de inflación. La ventaja principal de la política macroprudencial es el tema de la estabilidad financiera, es decir, su ventaja comparativa.

Bancos Centrales en la Poscrisis: resumen gráfico del nuevo esquema

	Política monetaria	Política macroprudencial
Estabilidad de precios (enfoque flexible)	Ventaja comparativa	Efectos sobre la volatilidad del producto y los precios
Estabilidad financiera	Efectos sobre los riesgos del sistema financiero	Ventaja comparativa

En el pasado el resto de esta matriz estaba básicamente un poco vacía y en la actualidad se toma en cuenta un enfoque mucho más integral y general que vamos a enfatizar. En efecto, la política macroprudencial también puede tener su implicación sobre la estabilidad de precios, por ejemplo, afectando la volatilidad del producto y el nivel de precios en la economía. Por su parte, la política monetaria lógicamente puede tener efectos sobre la estabilidad financiera, por ejemplo, una tasa líder muy baja puede llevar a que eventualmente en algún sector de los mercados de valores, como el mercado inmobiliario, surja algún tipo de burbuja, similar a lo que pasó en los Estados Unidos de América (EE UU), España o Irlanda, antes de la crisis.

Veamos entonces qué hemos aprendido con respecto al primer pilar de todo este tema, es decir, las metas de inflación. Para ello resumo todo en cinco puntos principales. Primero, las metas de inflación han sido muy efectivas en el proceso de reducir, en forma gradual, la inflación de niveles altos a niveles mucho más bajos y de tratar de mantener esa situación como una situación estable. Hay diferentes trabajos econométricos y trabajos de todo tipo que han demostrado el gran valor que han tenido las metas de inflación en ese sentido. En seguida vamos a ver el caso de Israel, de donde yo vengo, vamos a ilustrar varios de los puntos con la experiencia que hemos tenido.

Metas de Inflación: qué hemos aprendido?

- ▶ Han sido muy efectivas en el proceso de reducción de la inflación en forma gradual, y de su mantenimiento en niveles bajos y estables (ver caso Israel).
- ▶ Luego de una etapa inicial, todos los Bancos Centrales que usan estas metas lo hacen con un enfoque flexible.
- ▶ Dicho enfoque logró preservar la credibilidad, incluso cuando la inflación se desvió de las metas.
- ▶ Durante la reciente crisis global, por primera vez los Bancos Centrales de economías emergentes pudieron conducir una política anti-cíclica.
- ▶ Sin embargo, la crisis demostró que el régimen de metas de inflación *per se* no asegura la estabilidad financiera; hay que expandir el esquema con instrumentos adicionales de política macroprudencial.

Segundo, inicialmente la mayoría de los bancos centrales que comenzaron con metas de inflación tenían un enfoque un poco rígido, en el sentido que no miraban tanto el tema de la parte real de la economía, a menos que este tenga influencia sobre la meta de inflación; cuando se manifestaba alguna desviación de la inflación sobre la meta, la política se ajustaba en forma casi inmediata para que en los próximos meses la inflación convergiera a su meta; mientras el tiempo ha pasado, y con más credibilidad, los bancos centrales que usan actualmente las metas tienen un enfoque que llamamos “flexible”. Este enfoque incorpora en el análisis el costo, en cierta medida de corto plazo, de ajustar la política y reducir la inflación. Además, la convergencia de la inflación neta, en caso que haya una desviación, se puede realizar con el tiempo y no tiene que ser en los próximos meses.

Tercero, este enfoque logró preservar la credibilidad incluso cuando la inflación se desvió de las metas, es

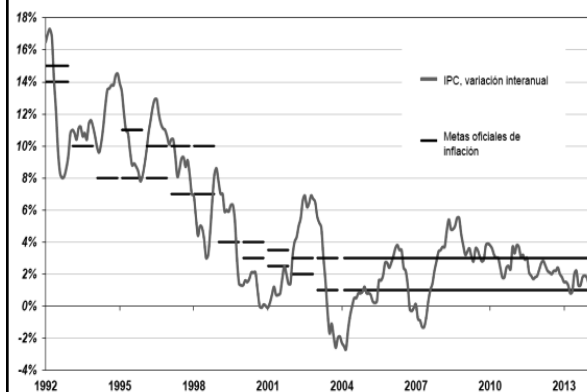
decir, que fue un examen de este sistema. Los puntos cuatro y cinco se refieren a la crisis reciente; y es que durante la reciente crisis global por primera vez los bancos centrales de las economías emergentes pudieron conducir una política monetaria anticíclica.

En el pasado, en los países emergentes teníamos cierta envidia a la situación de los países avanzados en los cuales en época de recesión, y sin comprometer las metas de inflación, los bancos centrales se permitían reducir la tasa de interés que tiene un efecto aleatorio positivo en el corto plazo sobre la actividad económica. En la actualidad, yo diría que esta es la primera crisis mundial y crisis internacional en la que vemos que los bancos centrales de los países emergentes pueden tener ese grado de libertad, muy importante, de ajustar la tasa de interés hacia abajo, en caso que eso sea necesario, a pesar de existir una situación de crisis. Sin embargo, diría que tenemos este tema de política monetaria anticíclica, pero también hemos aprendido algo muy importante y es que el régimen de metas de inflación *per se* no asegura la estabilidad financiera; o sea, lo que hay que hacer es muy simple: expandir el sistema monetario de metas de inflación para incorporar el análisis de riesgos y los temas macroprudenciales.

Hago un paréntesis para decirles que no estoy mencionando la política fiscal, y me imagino que muchas de las Jornadas Económicas en el pasado han sido sobre política fiscal; todo este análisis tiene el supuesto que la política fiscal está suficientemente ordenada, razonable, y que no causa ningún tipo de inestabilidad en la economía; pero pongámoslo bien claro: es que Latinoamérica, y me imagino esta región también, nos da muchos ejemplos de que cuando la parte fiscal no está equilibrada, la parte monetaria sufre muchísimo, en cuanto a la eficiencia y la eficacia de su política y esto tiene impacto sobre todo el resto de la economía. Así que si no menciono la política fiscal no es porque no es importante, es porque asumimos, como es la realidad afortunada de muchos de estos países, que la situación es bastante razonable.

Aquí ven, por ejemplo, un gráfico de cómo es la inflación en Israel, la inflación anual, en color rojo, ha convergido a las metas de inflación. Primero hubo el proceso de deflación. Dicha baja de la inflación empezó en los años 90 y en los años 2000 converge la inflación a la meta actual que es de 1 a 3%.

Convergencia hacia la Inflación de los Países Desarrollados: uso de metas en Israel



Source: BOI

Lo interesante de este gráfico es que han existido desviaciones de la meta, o sea, la inflación depende de tantos factores. En Israel siempre decimos que el Índice de Precios al Consumidor a veces se desvía por el precio del tomate o por el precio de la sandía o por el precio del petróleo; es muy difícil estar todo el tiempo dentro de la banda de la meta de inflación, pero en promedio, tal como pueden ver en la gráfica, a pesar de las desviaciones la inflación está muy adentro de la meta. Actualmente la inflación es de menos de 1%, es decir, un poquito por debajo del límite inferior de esta banda. Asimismo, a pesar de que hubo períodos en los cuales la inflación se desvió de la meta, si uno ve lo que le pasó a las expectativas de inflación para los próximos 12 meses o 24 meses, mirando *forward looking* (hacia adelante), estaban bien ancladas con la meta; así que ese rol del esquema de metas de inflación de anclar las expectativas de inflación del futuro es un papel muy importante.

Mencionábamos cómo la política monetaria ha podido tener un papel anticíclico; en la presente gráfica pueden ver que el promedio de tasas de interés de los países avanzados, en rojo, en el comienzo de la crisis en el año 2008 se ubicaba en 4% y en 8% para los países emergentes; vemos cómo estas tasas han ido cayendo como reflejo de la política anticíclica que mencionamos.

Política Monetaria Anti-Cíclica: los Bancos Centrales en las economías emergentes bajaron sus tasas líder en el contexto de la crisis global

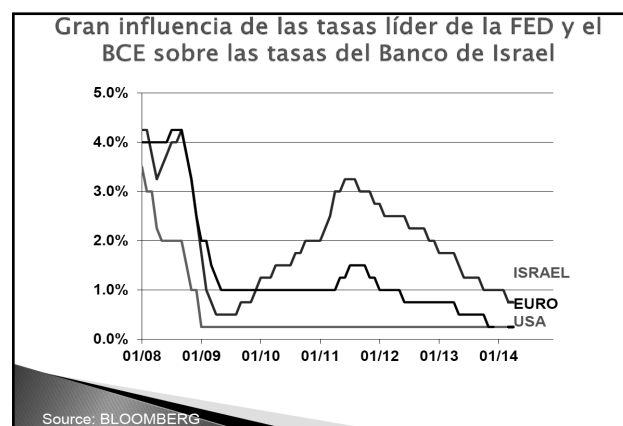


SOURCES: BIS

Israel es una economía pequeña muy abierta; este nuevo gráfico muestra la tasa líder del banco central de Israel, en azul; en negro, la tasa de la Zona del Euro; y en rojo, la tasa de la FED de los EE UU. Vemos en la gráfica cómo, desde el 2008, las tasas de interés se han ido moviendo. Les puedo asegurar que en la actualidad, desde el punto de vista del Banco Central de Israel, al igual que para el Banco Central de México, de Colombia, de Chile, de Turquía y de muchos otros países, el factor principal que afecta, y va a afectar, a las tasas de interés, a las tasas líder, es la tasa de interés mundial, la tasa de interés de la FED y la tasa de la Zona del Euro. Es en ese sentido que me atrevo a hablar algo que no está en mi conferencia y que lo vamos a hablar en el panel que va a venir en seguida, y es que cuando estamos hablando de la época futura, de una posible normalización de las tasas de interés de la FED y del Banco Central Europeo, hay que tener en cuenta que los bancos centrales de nuestra región emergente, y de Israel, no van a quedarse indiferentes de que suba la tasa de interés en los países desarrollados; lo que va a pasar es que cuando la FED suba su tasa de interés, es muy probable que el Banco de México la suba, al igual que el Banco Central de Brasil y de Colombia.

Mucha de la historia del pasado no era de banca central de la que existe actualmente, y los bancos centrales de la región, incluso el Banco de Guatemala, no se van a quedar indiferentes a un alza de tasas de interés del mundo; si la tasa de interés del mundo sube, por una reactivación de la economía de los EE UU, eso lógicamente tiene un impacto que en total puede no ser tan negativo como muchas de las estimaciones que existen actualmente; muchos de los

trabajos econométricos que se hicieron en el pasado sobre lo que va a pasar a los flujos de capital, cuando suban las tasas de interés de los EE UU, no consideran la respuesta de los bancos centrales.



En cuanto a la pregunta: ¿Qué hemos aprendido sobre la flexibilidad cambiaria? ustedes tienen un sistema semiflexible, nosotros en Israel tenemos un sistema relativamente un poco más flotante; quién hubiera imaginado hace 10 o 20 años que de nuevo Guatemala, Israel, Turquía, Hungría, la República Checa, México y Brasil estarían funcionando con un sistema en el cual el tipo de cambio se puede depreciar, o se puede apreciar, todo con base en las fluctuaciones del mercado. Entonces, tema uno, la flexibilización de los tipos de cambio ha ayudado a enfocar la política monetaria, principalmente, en metas de inflación, con resultados muy positivos. La fluctuación del tipo de cambio ha funcionado como un canal importante de ajuste a choques externos e internos, es un mecanismo de ajuste muy eficiente y muy rápido; más adelante mostraré algunos gráficos respecto a eso.

Flexibilidad Cambiaria: qué hemos aprendido?

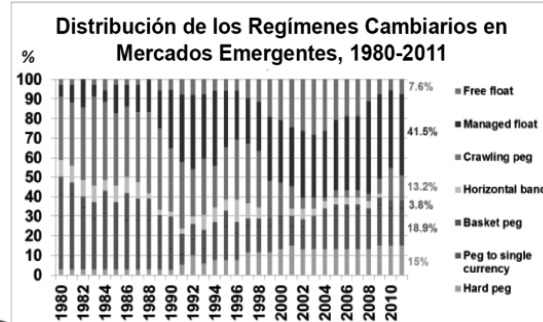
- ▶ Ha permitido enfocar la política monetaria principalmente en las metas de inflación, con resultados positivos.
- ▶ La flotación del tipo de cambio ha funcionado como un canal importante de ajuste a choques externos o internos.
- ▶ Antes de la crisis global reciente, los Bancos Centrales de economías emergentes intervenían en el mercado cambiario sólo ante circunstancias excepcionales.
- ▶ En el período poscrisis se ha usado la intervención en forma más frecuente, a veces como un instrumento adicional a la tasa líder.
- ▶ Los criterios principales de este tipo de intervención han sido: reducir la volatilidad del tipo de cambio en el corto plazo y llegar al nivel deseado de reservas internacionales.

En cuanto a los cambios en la forma de pensar y el pensar fuera de la caja, les puedo comentar que antes de la crisis los bancos centrales de países emergentes, incluso el de Israel, se negaban a la posibilidad de intervenir en el mercado cambiario y se dejaba la intervención en el mercado cambiario como un grado de libertad de último momento y de última instancia; sin embargo, en el período poscrisis se ha usado la intervención en forma más frecuente y, a veces, como un instrumento adicional a la tasa líder; no es que lo esté recomendando, todavía pienso que en la intervención cambiaria es bueno estipular reglas y en ese sentido Guatemala tiene sus reglas muy claras y conocidas por el público, por los mercados, por los inversores. Yo diría que antes se percibía como cierto tabú o cierto pecado intervenir en el mercado; en la actualidad se reconoce que es parte del arsenal de los instrumentos de los bancos centrales.

Los criterios principales de este tipo de intervención han sido reducir la volatilidad al tipo de cambio en el corto plazo y llegar al nivel deseado de reservas internacionales. Lo que ha pasado, en el caso de Israel, en el de Colombia, es que el banco central decidió que quiere subir en forma permanente el nivel de reservas internacionales, dado lo que se aprendió en la crisis; entonces, la forma de hacerlo es intervenir de alguna forma en el mercado cambiario, hasta que se obtenga este tipo de meta.

El doctor Larraín mencionó el tema de la flexibilización del tipo de cambio y vemos que, de acuerdo con el Fondo Monetario Internacional y como se observa en esta gráfica, hay un número creciente de economías emergentes que han optado por algún tipo de flotación del tipo de cambio y, en ese sentido, la crisis no ha cambiado la visión de este tema.

De acuerdo al FMI, un número creciente de economías emergentes han optado por flotación del tipo de cambio



Creo que este nuevo gráfico es muy interesante, describe la evolución del tipo de cambio del Shéquel, la moneda de Israel, desde enero del 2008 hasta hoy; ustedes ven cómo el tipo de cambio nominal en la parte A, que es la parte de la crisis del 2008, registra una depreciación bastante fuerte; luego viene el período B en el cual el tipo de cambio se aprecia; luego el período C, cuando empieza a estar el clima con mucha nubosidad para los países emergentes, el Shéquel se deprecia; y, últimamente, estamos en el proceso de una apreciación del tipo de cambio nominal. Entonces, un mecanismo de ajuste es aquel que permite que los días positivos, en el sentido de entradas de capital o del optimismo de los inversores, el tipo de cambio se aprecie; y que en días negativos, cuando hay choques contradictorios, se deprecie.

Diría que esto es básicamente como está en los libros de texto, el rol del mercado cambiario es absorber y ajustarse a estos choques. Pero, tal como indicamos, es de la discreción o la regla del banco central que depende cómo se manifieste esta política de a veces decir: vamos a contrarrestar la tendencia del tipo del cambio al tratar de hacer un suavizamiento en el tiempo de las fluctuaciones del tipo de cambio.



Tema tres: La política macroprudencial: ¿qué hemos aprendido? Yo diría que, tal como se mencionó, la reciente crisis global ha demostrado que un esquema de metas de inflación flexible *per se* no puede garantizar siempre la estabilidad del mercado financiero, pero de nuevo, no es un problema del sistema y del marco de metas de inflación; el problema es lo que le falta a ese marco y a ese sistema. No porque ha habido economistas, como el profesor Stiglitz, que

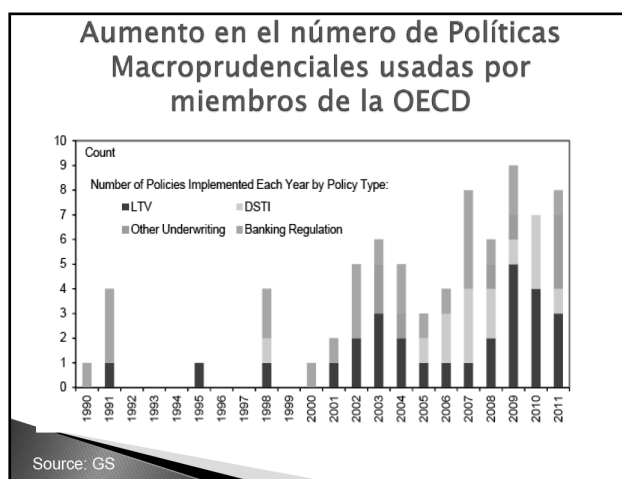
han concluido esto de que el sistema de meta de inflación hay que abandonarlo y que no ha funcionado; lamentablemente para él, difiero de opinión, ya que es simplemente aprender de esto, de cómo mejorar el sistema.

Hemos aprendido, por ejemplo, que tasas de interés líder muy bajas, como las que hubo en los EE UU antes de la crisis y que son consistentes con una meta de inflación flexible, pueden aumentar los riesgos financieros sistémicos vía apalancamiento y crecimiento de crédito excesivos, descalces de vencimientos y de monedas. Entonces, como que uno diría que la mano derecha está haciendo la política monetaria observando la meta de inflación, pero si la mano izquierda no se fija de ciertos desequilibrios que se están creando y riesgos en el sector financiero, se pueden encontrar problemas. Imagínense que si a lo mejor la política macroprudencial en los EE UU hubiera estado ordenada y conducida en forma correcta, probablemente gran parte de la crisis del 2007-2008 podría haber sido evitada; lo pongo como una hipótesis porque todo el tema de las hipotecas *subprime*, hipotecas de muy baja calidad, de muy alto riesgo y toda esa burbuja en el mercado hipotecario posiblemente se hubiera evitado en alguna forma. En esas circunstancias se requieren instrumentos de política macroprudencial para fortalecer la política monetaria y reducir los riesgos de la crisis financiera y, por suerte, el doctor Jácome en la charla anterior les describió en forma muy detallada toda la serie, todo el vector posible de políticas que afectan al crédito, que afectan los riesgos, etc.; es básicamente un manual del tipo de políticas que se pueden adoptar en ese sentido; ejemplos que hemos visto incluyen encajes, límites sobre el *ratio* o la razón de deuda ingreso, razones de adecuación de capital y controles de movimientos de capital en algunos casos.

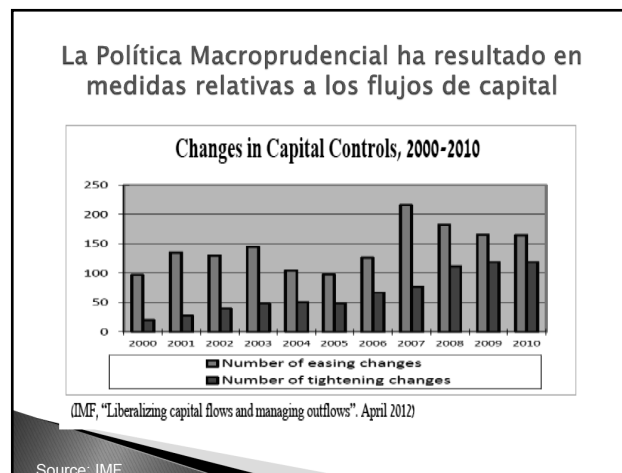
Política Macroprudencial: qué hemos aprendido?

- ▶ La reciente crisis global ha demostrado que un esquema de metas de inflación flexible *per se* no puede garantizar siempre la estabilidad del sistema financiero.
- ▶ Hemos aprendido que tasas líder muy bajas, que son consistentes con una meta de inflación flexible, pueden aumentar los riesgos financieros sistémicos vía apalancamiento y crecimiento de crédito excesivos, descalces de vencimientos y monedas, etc.
- ▶ En esas circunstancias, se requieren instrumentos de política macroprudencial para fortalecer la política monetaria y reducir los riesgos de crisis financiera.
- ▶ Ejemplos: encajes, límites sobre la razón de deuda a ingreso, razón de adecuación de capital, controles de movimientos de capital.

Tal como se indicó en la charla anterior, hemos visto que lo macroprudencial es bastante discutido, pero también se aumentó el número de políticas macroprudenciales que están siendo usadas, por ejemplo, por países de la OECD, así que este tema está muy de moda y por razones muy correctas.



También ha habido en ciertos países medidas que no son mis favoritas y no es el caso de Guatemala que, según lo poco que sé, tiene la suerte de no estar sujeta en la actualidad a un gran movimiento de capitales de corto plazo, especulativos, como los que vemos en Brasil, Turquía y otros países. En Brasil, por ejemplo, tuvieron que subir un poco las restricciones a los movimientos de capital para tratar de reducir aquel aspecto de los movimientos de capital que podría ser muy desestabilizador, desde el punto de vista de la economía interna.



El tema que se está hablando muchísimo, que también fue mencionado en la charla anterior y entiendo que es menos actual en Guatemala, es: ¿Qué pasa cuando una política monetaria muy expansiva, de tasas de interés muy bajas, tiene su efecto sobre los bienes o el precio de los activos? Uno de los ejemplos es el precio de la vivienda, porque cuando las tasas de interés son bajas, el incentivo de los inversores, en caso que quieran pedir prestado o tomar una hipoteca o mover fondos de bonos a vivienda, puede ser muy alto.

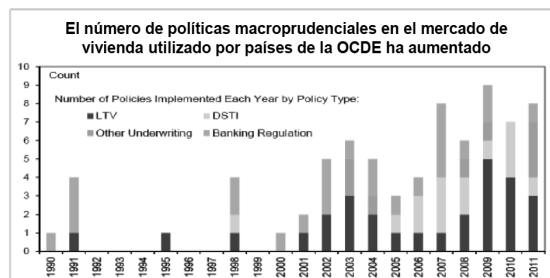
Aquí tienen un gráfico publicado recientemente por Goldman Sachs, que muestra un aumento en el precio nominal de las casas desde el 2009 hasta esta fecha, o sea, desde la crisis hasta hoy, y junto con dicha crisis se viene la baja de las tasas de interés; entonces, ven que Israel ha tenido un alza de un 60%, Noruega de casi un 40%, Austria, Canadá, Alemania y Nueva Zelanda, tienen alzas bastantes considerables.



Quiero poner en perspectiva estas alzas de precios de casas, que es lo que vimos en las grandes burbujas de precios inmobiliarios antes de la crisis. En EE UU los precios subieron en 150% y en países como Irlanda en 180%, así que las magnitudes son completamente diferentes; pero, por supuesto, toda persona que mire los riesgos sistémicos financieros puede tener la pregunta: ¿En qué medida existe el peligro de que la política monetaria probablemente sea la política correcta, con tasas líder bajas, desde el punto de vista de metas de inflación, pero que dicha política esté creando otra nueva burbuja en el campo inmobiliario? Y es ahí exactamente donde entra el rol de la política macroprudencial como un

complemento, como un suplemento a la política de tasa líder. Entonces, vemos la gráfica de Goldman Sachs que muestra en qué medida se están usando más las medidas macroprudenciales dirigidas directamente a los mercados inmobiliarios; vemos que en los últimos años se han incrementado y es lo que hemos visto también en el caso de Israel. O sea, más y más uso de políticas macroprudenciales para tratar de frenar de alguna forma la euforia en el mercado inmobiliario, manteniendo las tasas de interés como se mencionaba.

Aumento en el uso de medidas de Política Macroprudencial en el mercado inmobiliario en países de la OCDE

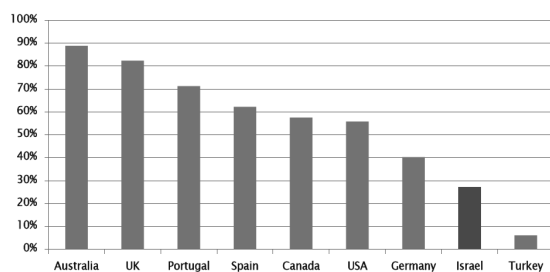


(BIS, Goldman Sachs Global Investment Research, April 2014)

Source: BIS, G.S

Tal como uno puede imaginarse, todavía hay países en los que la razón hipotecas/PIB sigue muy alta; en Austria el *stock* de hipotecas es un 90% del PIB, en Inglaterra más de un 80%, en Portugal 70%; por suerte en el caso de Israel es un problema de los últimos años pero lo acumulado en cuanto a los niveles que tenemos del pasado no es tan alto en ese sentido.

En varios países el ratio Hipotecas/PIB sigue alto (Datos del 2012)



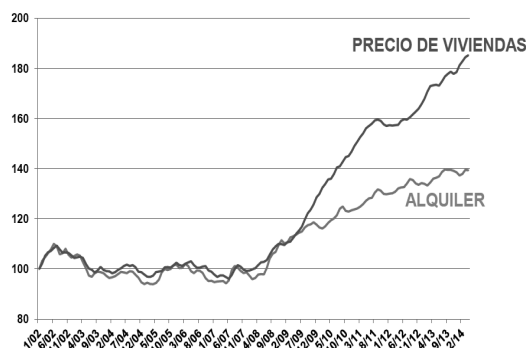
Francia y Canadá 2010, Suecia 2011, EEUU, Australia e Israel 2013 *

Source: OECD, IMF, BOL

Sin embargo, como pueden ver en esta gráfica, mientras en el pasado la fluctuación del precio de viviendas y la fluctuación del alquiler mensual tenía su equilibrio, y todos como economistas sabemos que el mercado inmobiliario llega por lo general a un equilibrio en el cual supuestamente el inversor tendría que ser indiferente entre comprar o alquilar una casa, pero vemos acá cómo estos precios van juntos al inicio pero luego se separan. Si observamos este gráfico es muy parecido a lo que pasó en los EE UU antes de la crisis, el precio de la vivienda, en rojo, sube; mientras que el precio del alquiler sigue incrementando pero en una forma mucho más estable. Esto prendió la luz amarilla o luz roja; y a lo mejor parte de esta desviación refleja algún elemento burbuja y cuando pasa esto uno tiene duda de que algún día exploten, desde el punto de vista sistémico en economía.

Riesgo de Burbuja Inmobiliaria en Israel

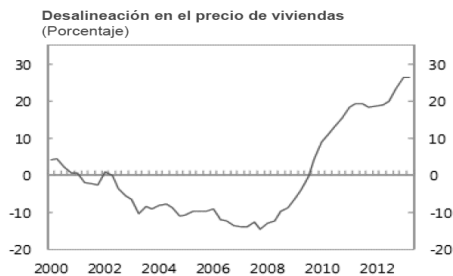
Enero de 2002=100



Source: CBS

El Fondo Monetario Internacional, la misión que llega todos los años a Israel, con la cual yo me encuentro e intercambiamos ideas, elaboró un pequeño modelo en el que estimaron que la desalineación del precio de las viviendas de los fundamentos; porque resulta ser que en el caso de Israel los fundamentos, dadas las demografías y la población más joven, ha sido para subir el precio de la vivienda. Este modelo muestra que el descalce o la burbuja podría ser de un orden del 30% del alza de los precios. O sea que no toda alza de precios de vivienda se refiere solamente al elemento puramente especulativo, algo que también hay que tenerlo en cuenta.

El Modelo del FMI estima que casi un 30% del alza de precios refleja desvíos en relación a los fundamentos

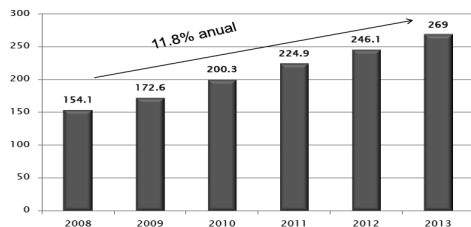


Source: IMF

Como se observa en la presente gráfica, los préstamos hipotecarios fueron aumentando con el tiempo.

Tendencia de aumento en los préstamos hipotecarios

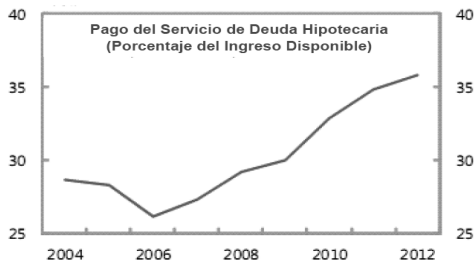
Miles de millones de Shekels



Source: BCI

Lógicamente, para el banco central, mientras calcula qué razón será la del ingreso disponible mensual de cada individuo o qué razón será el repago de la hipoteca, lo cierto es que el pago del servicio de deuda hipotecaria ha venido creciendo hasta llegar a un 36% actualmente, es todavía razonable pero preocupa la pendiente.

Riesgo: Aumento en el Ratio de Pago Mensual de Hipotecas sobre Ingreso Disponible



Source: IMF

En ese sentido, las medidas macroprudenciales se impusieron considerablemente; dichas medidas fueron mencionadas por el doctor Jácome en su charla; todos esos *ratios* se han limitado y los mismos se resumen en la presente diapositiva; también se implementaron los requerimientos de capital a los bancos por este concepto y provisiones para el crédito hipotecario.

Medidas Macroprudenciales

► Respecto a quienes solicitan hipotecas:

- se impuso un ratio de préstamo a valor de vivienda de no más de un 70% para la primera casa y de 50% para inversores.
- se limitaron los pagos mensuales de deuda, a no más del 50% del ingreso disponible.

► Bancos:

- se incrementaron los requerimientos de capital y las provisiones en relación al crédito hipotecario.
- se limitó la parte del préstamo sujeta a tasa de interés variable, a no más del 33% del total del préstamo.

Para concluir diría lo siguiente: ¿Qué hemos aprendido? El consenso teórico, empírico y práctico sostiene que la crisis global reciente demostró la necesidad de modificar y expandir el esquema de política monetaria. El nuevo marco se enfoca en metas de inflación flexible, con flotación cambiaria y a la par de políticas macroprudenciales que reduzcan los riesgos de crisis económica y financiera en el futuro.

Se trata de un enfoque mucho más integral, en el cual, en el momento de determinar una política monetaria, se toman en cuenta los riesgos del sistema; se toman en cuenta diferentes escenarios de riesgo, simulaciones y *tests* de qué podría pasar si hubiera algún tipo de choques o eventos en la economía que serían problemáticos.

Qué hemos aprendido?

- El consenso teórico, empírico y práctico en el campo monetario sostiene que la crisis global reciente demostró la necesidad de modificar y expandir el esquema de política monetaria.
- El nuevo marco se enfoca en metas de inflación flexible con flotación cambiaria a la par de políticas macroprudenciales que reduzcan los riesgos de crisis económica y financiera en el futuro.
- Se trata de un enfoque mucho más 'comprehensive' o 'holistic' a la política monetaria, en el cual se internalizan las interacciones entre política monetaria, cambiaria y macroprudencial.
- En ese contexto, se toma en cuenta el hecho de que pueden haber episodios en los cuales la combinación de política monetaria y macroprudencial pareciera no ser uniforme.

En ese contexto, se toma en cuenta el hecho de que puede haber episodios en los cuales, tal como se mencionó, la combinación de política monetaria y macroprudencial pareciera no ser uniforme. En el caso de Israel, actualmente la política monetaria es expansiva, la política macroprudencial que se refiere al sector inmobiliario es restrictiva. Es decir, alguien puede indicar que la mano derecha está expandiendo y la mano izquierda está, digamos, contrarrestando esto. Pero de nuevo, creo que tenemos que verlo todo en una forma muy integral; cambios en la tasa líder pueden ser acompañados por intervención cambiaria, en el corto plazo, para moderar la volatilidad del tipo de cambio.

En el nuevo enfoque se recomienda estimar los riesgos de la economía y del sistema financiero ante diferentes choques y escenarios externos e internos; se necesita desarrollar los índices de alerta temprana que pueden ser muy útiles en este contexto; es algo que en la banca central de hace diez y veinte años no existía; debe analizarse qué pasaría si mañana suben las tasas de interés; qué pasaría si la economía americana en vez de acelerarse se desacelera; y, por lo menos, tener preparadas diferentes políticas o políticas potenciales para distintas contingencias. Asimismo, como mencioné, no existe ni existirá una fórmula exacta de cómo compactar los elementos del nuevo marco de política monetaria y macroprudencial; eso dependerá de las preferencias y características de cada país y confiando en el nivel profesional de quienes estén a cargo de esa política.

- ▶ Por ejemplo, tasas líder de muy bajo nivel pueden requerir la adopción de medidas macroprudenciales restrictivas, para frenar el apalancamiento excesivo en ciertos sectores.
- ▶ Asimismo, cambios en la tasa líder pueden ser acompañados por intervención cambiaria en el corto plazo, para moderar la volatilidad del tipo de cambio.
- ▶ En el nuevo enfoque se recomienda estimar los riesgos de la economía y del sistema financiero, ante diferentes choques y escenarios externos e internos. El desarrollo de índices de "alerta temprana" puede ser también muy útil en ese contexto.
- ▶ No existe, ni existirá, una fórmula exacta de compactar los elementos del nuevo marco de política monetaria y macroprudencial. Esto dependerá de las preferencias y características de cada país, y confiando en el nivel profesional de quienes están a cargo de dichas políticas.

Concluyo mencionando que, sin ser experto en la economía guatemalteca, desde esta perspectiva y observando donde está el país con las políticas monetarias y macroprudenciales, los choques que han experimentado y la intervenciones de bancos, en ese sentido no es que sea una economía que ha estado completamente separada del resto del mundo. Creo que salgo de esta visita muy alentado por ver un marco correcto, en el cual se hacen muy bien las cosas y, lógicamente, el futuro dirá que siempre aprendemos de la próxima crisis, pero, por lo menos, lo que hay que hacer mientras tanto es estar bien preparados y, como lo mencioné, es muy alentador ver cómo está funcionando el sistema guatemalteco en estos días. Muchas gracias.

Licenciada Waleska García: Gracias, doctor Leiderman, por su exposición. Tengo acá muchas preguntas pero, derivado del tiempo que nos queda, voy a hacer sola una y el resto las vamos a trasladar para el panel que continúa. La pregunta dice: "En sus conclusiones menciona que la crisis global reciente demostró la necesidad de modificar y expandir el esquema de política monetaria, flexibilizando el esquema de metas de inflación con flotación cambiaria e incluyendo políticas macroprudenciales; ¿no considera que ello podría generar incertidumbre sobre cuál es el objetivo del banco central, particularmente, en escenarios donde, por ejemplo, se presente un contexto en que las medidas de política monetaria para alcanzar el objetivo de inflación atenten contra la estabilidad financiera y contrarresten la efectividad de las políticas macroprudenciales?"

Doctor Leonardo Leiderman: Los temas de credibilidad y el del diálogo entre el banco central, los mercados, los inversores y la población del país son muy importantes. Creo que tenemos que tomar en cuenta que la política monetaria, vista en la forma tradicional precrisis, es muy limitada en el sentido de que con un solo instrumento, la tasa líder, es muy difícil lograr al mismo tiempo tanto la meta de inflación como la estabilidad del sistema financiero, o a lo mejor otros objetivos que puedan haber. En ese sentido, si vemos que tenemos por lo menos dos metas: la meta de inflación y otra para resguardar y preservar la estabilidad financiera, evitar la crisis y estar bien preparados es la única forma para atacar y sostener

dos instrumentos y no solamente uno; justamente, tener solamente un instrumento confundiría al público, así que diría que hay un tema de comunicación, de dialogo entre el banco central y los mercados; es un dialogo constante, de todos los días, a todas horas, todas las semanas; hay que explicar cuál es la división del trabajo, la división del trabajo entre uno y el otro y ver estos dos instrumentos de política, la tasa líder y lo macroprudencial, como algo complementario y no como que vayan en dirección contraria uno del otro; pueden ir en dirección contraria pero al final es llegar a las dos metas, así que, no hay que confundirse en lo que el instrumento está haciendo, el tema es que nos estamos acercando al logro de esas metas. Gracias.

América Latina ante la normalización de la política monetaria en los Estados Unidos de América

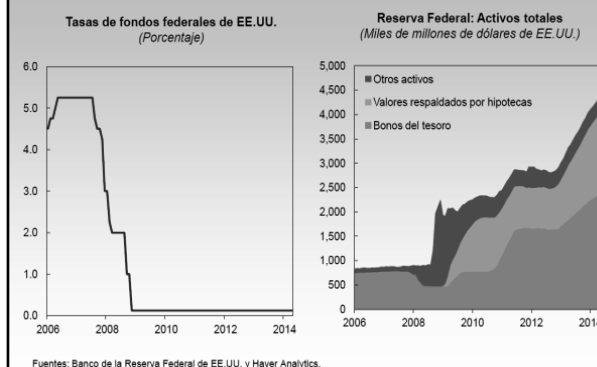
Mario Garza

Doctor David Samayoa Gordillo: Muy buen día a todos. Es un honor para el Banco de Guatemala contar con la presencia del doctor Mario Garza, cuya trayectoria profesional es bastante amplia y por ello solo citaré algunos aspectos de la misma: el doctor Garza es de nacionalidad mexicana, obtuvo su Doctorado en Economía en la Universidad de Pennsylvania en los Estados Unidos de América (EE UU). Labora en el Fondo Monetario Internacional (FMI) desde 1990 y a partir noviembre de 2013 se desempeña como representante residente regional del FMI para Centroamérica, Panamá y República Dominicana. El doctor Garza tiene un amplio conocimiento de la región centroamericana porque en el FMI ha fungido como jefe de misión para la mayoría de países del área: Guatemala, Honduras, Costa Rica y El Salvador; asimismo se ha desempeñado como representante residente en Honduras y en Bolivia. El doctor Garza trabajó en su país con el equipo de transición de la toma de posesión del presidente Vicente Fox en el año 2000. Ha realizado diversas publicaciones de investigación y opinión editorial en aspectos económicos, destacando la coedición del libro “Centroamérica, Panamá y la República Dominicana: desafíos tras la crisis mundial de 2008-2009”, especialmente con el tema “Opciones de política fiscal para recuperar la sostenibilidad fiscal de la región, posterior a la crisis financiera”. Con ustedes el doctor Garza.

Buen día a todos. Para el FMI y para mí es un privilegio participar en estas prestigiosas Jornadas Económicas. Me gustaría compartir con ustedes el análisis que ha

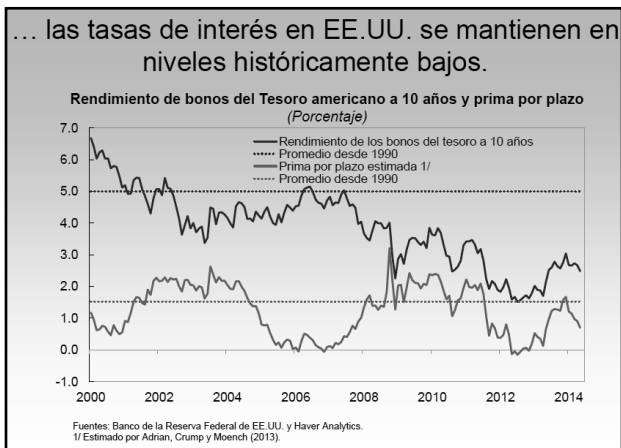
elaborado el FMI para evaluar el posible impacto de la normalización de la política monetaria de los Estados Unidos en Latinoamérica. Empezaré haciendo una reseña de cuál ha sido la evolución de las tasas de interés en EE UU y también compartir la perspectiva de las mismas de acuerdo con la visión del FMI. Después de la crisis financiera global, la Reserva Federal (FED) siguió una política monetaria de estímulo monetario sin precedentes, redujo sus tasas de interés a niveles muy cercanos a cero y su balance financiero creció de manera muy acelerada a medida que hizo recompras o compras importantes de varios activos financieros.

Con una tasa de política monetaria cercana a cero y un balance de la FED que sigue creciendo...



Como es de esperarse, a una acción sin precedente tiene que haber también una reacción sin precedente y aquí podemos ver cómo las tasas de interés en los EE UU se han

mantenido históricamente bajas. Por ejemplo, tomemos una de las tasas líderes que es la tasa de los bonos del tesoro americano a diez años y podemos observar que esas tasas han estado muy por debajo de los niveles históricos de los últimos 25 años.

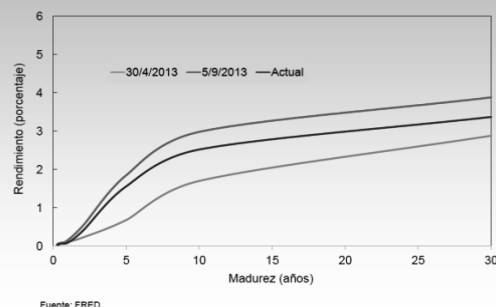


Al mismo tiempo, la prima por plazo también se ha contraído de manera significativa especialmente en los últimos dos años, de hecho esa prima desapareció entre 2012 y 2013 para luego incrementarse después del anuncio de la normalización; no obstante, esa prima de plazo ha comenzado a bajar nuevamente.

El proceso de normalización empezó en mayo del año pasado, lo cual se visualiza al observar la curva de rendimientos que presenta un salto que es producto de la sobrereacción de los mercados financieros al anuncio de la normalización que básicamente los tomó por sorpresa y después de ese anuncio la curva gradualmente ha estado reduciéndose nuevamente.

Sin embargo, la normalización ha comenzado con el “taper tantrum” del año pasado...

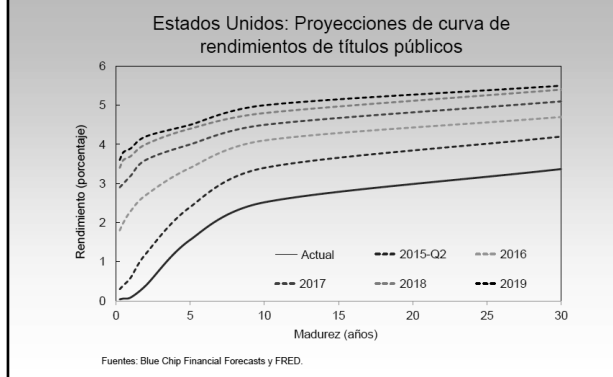
Estados Unidos: Curva de rendimientos de títulos públicos



Esto puede interpretarse, básicamente, como un proceso de internalización en los mercados sobre las implicaciones de la normalización, pero también tiene que ver en cómo el proceso de comunicación de la FED fue mejorando, en relación a cómo será la política monetaria en el futuro, especialmente, al ritmo del retiro de los estímulos monetarios y también a los objetivos intermedios que se han estado utilizando.

En ese contexto, la perspectiva o la proyección del FMI es que las tasas de interés en los EE UU van a ir subiendo de manera gradual y ordenada, estimándose que va a tomar un proceso de alrededor de cinco años completarla. Lo que la proyección base del FMI incorpora es un incremento de alrededor de 100 a 120 puntos básicos en los próximos dos años y que la tasa en bonos de 10 años, más o menos, vuelva a llegar a su nivel histórico al final del período.

...y se espera que continúe en los próximos años.

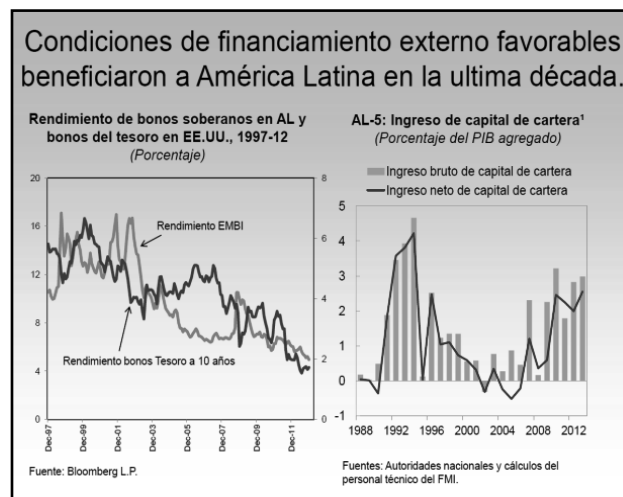


En resumen, lo que la proyección básica del FMI prevé es que va haber un proceso de normalización gradual, ordenado, en donde las tasas de interés van a seguir el proceso de recuperación de la economía de los EE UU para que la actividad económica llegue a su nivel potencial.

Esta es la proyección base del FMI; ahora ¿qué implicaciones tiene ello para Centroamérica? Discutamos primero un poco de antecedentes antes de tratar de abordar esta pregunta.

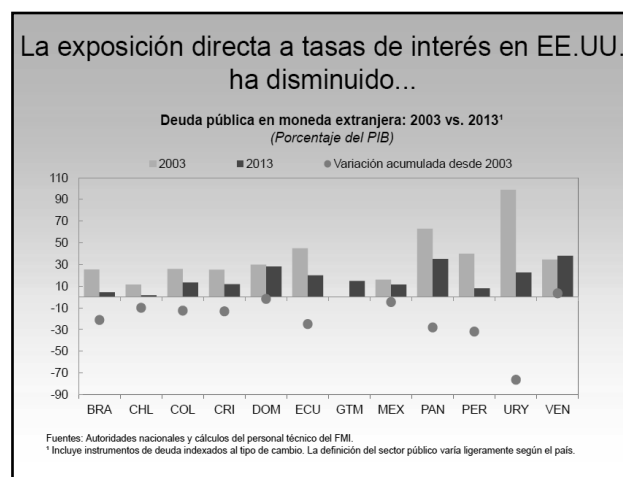
Ciertamente en la última década las condiciones de financiamiento externo para América Latina han sido sumamente favorables, evidencia de ello es que los rendimientos de los bonos soberanos de América Latina han seguido muy de cerca los rendimientos de los bonos

del tesoro de los EE UU como se puede observar en el gráfico siguiente:



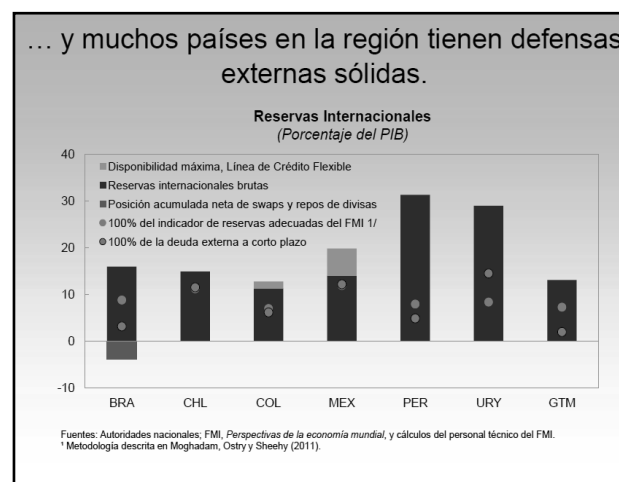
Al mismo tiempo la región se ha beneficiado de entradas de capitales, tanto brutos como netos. Después de la crisis de 2008 podemos observar cómo esas entradas netas, especialmente para los cinco países más grandes de Latinoamérica, han rondado en alrededor del 2.0% del PIB.

También la región está menos expuesta a los cambios en la tasa de interés en los EE UU, prueba de ello es que la deuda pública externa de los países de la región es menor a lo que era hace diez años.

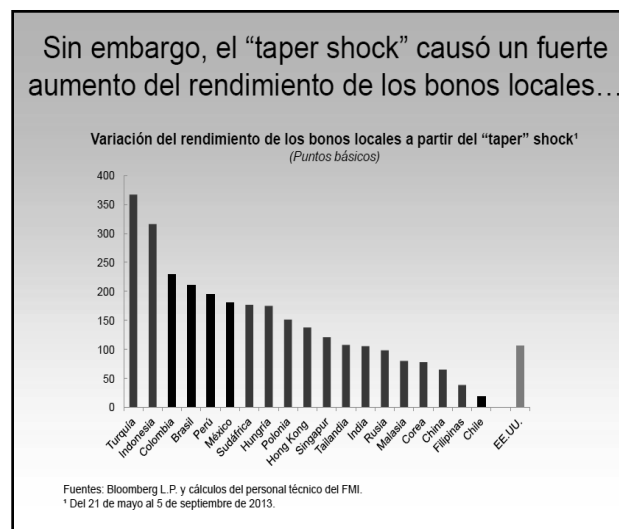


Igualmente, podemos observar que los países de la región, especialmente las cinco economías más grandes de la

región, Uruguay y Guatemala, tienen niveles de reservas sumamente amplias que exceden cualquier indicador de adecuación de reservas internacionales. Incluso para el caso de Colombia y México, si se adicionan los recursos asociados con las líneas de crédito flexibles que están ellos suscritos con el FMI, esa posición se vuelve más holgada.

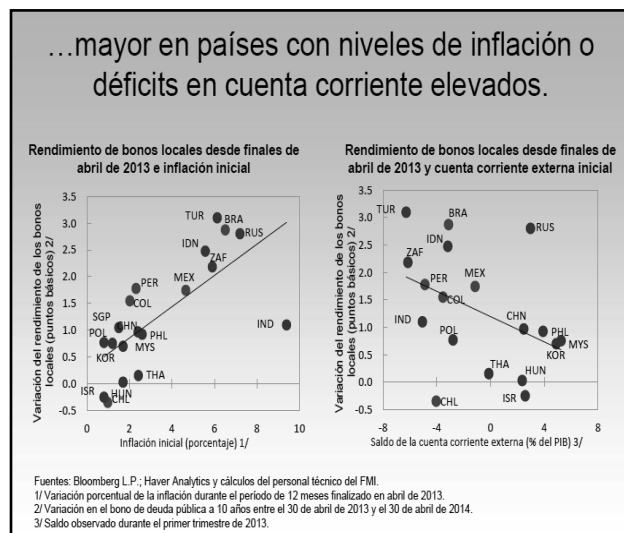


Entonces se venían dando buenas condiciones de crédito, buenas situaciones en término de exposición; sin embargo, lo que observamos es que una vez que ocurrió el *shock* de normalización, el anuncio de la normalización de los rendimientos en Estados Unidos, especialmente en su tasa líder a 10 años, tuvo un incremento de alrededor de 100 puntos base y aun países que se consideran que tienen fundamentos muy sólidos como Colombia, Perú y México sufrieron incrementos en la tasa de interés.



Lo que la evidencian los dos capítulos de volatilidad que hemos observado a partir de mayo de 2013, indican que aquellos países que tienen niveles de inflación relativamente elevados, o cuentas corrientes externas un poco abiertas, son los que están más expuestos y han sufrido más del incremento de las tasas de interés en los EE UU.

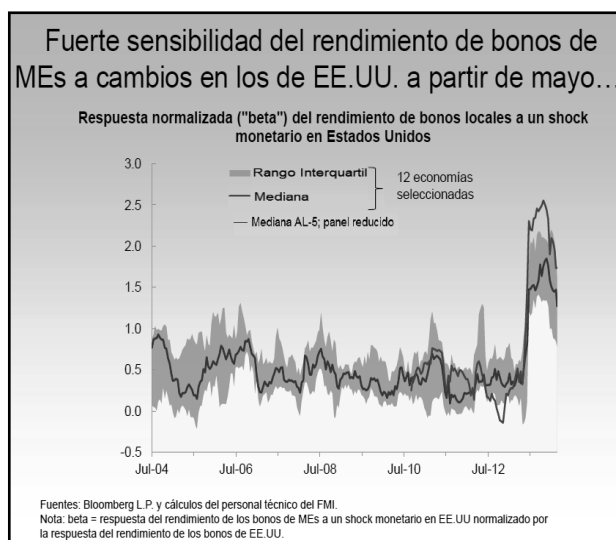
La conclusión es que países que presentan marcos de política económica con ciertas debilidades o que no puedan responder rápidamente a los choques externos, o que cuentan con ciertas vulnerabilidades en medio de crisis económica, son los que van a estar más expuestos a los vaivenes en las tasas de interés.



A continuación desarrollaré tres metodologías que se han utilizado en el FMI para tratar de responder a la pregunta: ¿Qué va a pasar o cuál va a ser el impacto de la normalización en las economías de América Latina? A pesar de que estas metodologías se están refinando, dichas metodologías estimamos que podrían capturar el efecto: 1) en las tasas de interés locales; 2) en los flujos de capital; y 3) en la actividad económica.

En la primera metodología se hace un análisis de regresión utilizando información diaria desde inicios de 2004 y se tratan de relacionar los rendimientos de los bonos soberanos locales con la tasa de largo plazo en los EE UU y su reacción a choques en la política monetaria. Lo que se observa con esta metodología es que básicamente las tasas de rendimientos locales sí reaccionan a los movimientos en las tasas de interés de largo plazo en EE UU, pero

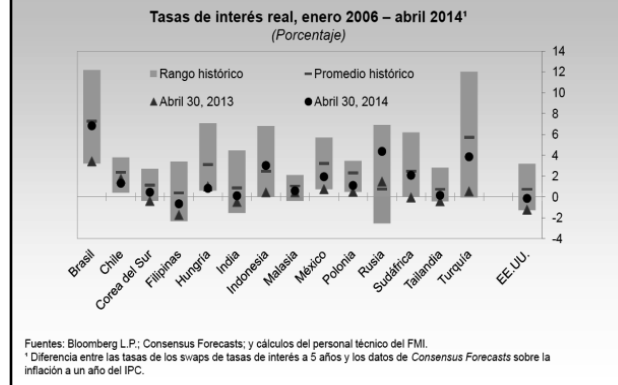
dicha reacción es menor a 1; es decir, si se incrementan digamos 10 puntos básicos las tasas de interés en los EE UU esperaríamos que en Latinoamérica fuera alrededor de la mitad; lo que se concluye con este estudio es que la región no debería de preocuparse dado que, de acuerdo con esta relación, los impactos que podría haber en las tasas locales son relativamente limitados y modestos.



Sin embargo, ¿qué significa el salto en la sensibilidad de las tasas de interés locales a las tasas de interés en los EE UU que se observa en el último año? De acuerdo con las pruebas econométricas que hizo el personal del FMI, básicamente no refleja un cambio estructural a raíz de la inflexión en la política de los EE UU. Lo que muestran las pruebas econométricas es que esta relación es inestable y si la conclusión es que esto es una anomalía. ¿Qué sucedió? Una posible explicación es que al inicio del proceso de normalización, las economías emergentes, en especial en América Latina, estaban en una situación donde las tasas de interés reales estaban históricamente en niveles bajos. Lo anterior indica que probablemente los inversionistas tomarían posiciones que eran consistentes con la expectativa de que las condiciones monetarias iban a seguir holgadas y que habría también una muy baja volatilidad en las tasas de interés tan pronto viniera el anuncio de la normalización de la FED. Al principio las tasas de interés se elevan, pero a medida que se internalizan los anuncios de la FED, las tasas de interés han regresado a los niveles históricos, o incluso están por debajo de los niveles cercanos a los observados antes del anuncio de

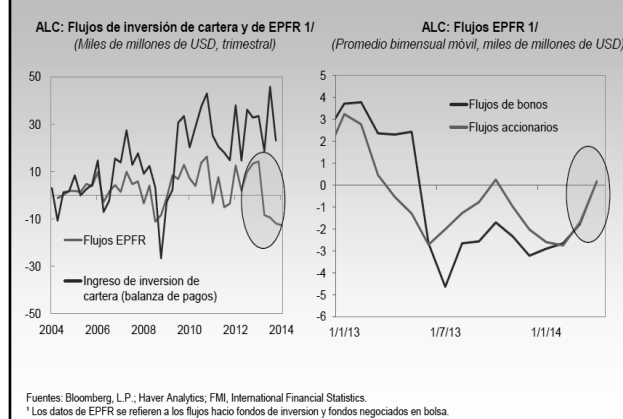
la FED. Esa es una posible explicación que se tiene con la evidencia reciente.

... probablemente a causa de las condiciones extremas del mercado a principios de 2013.

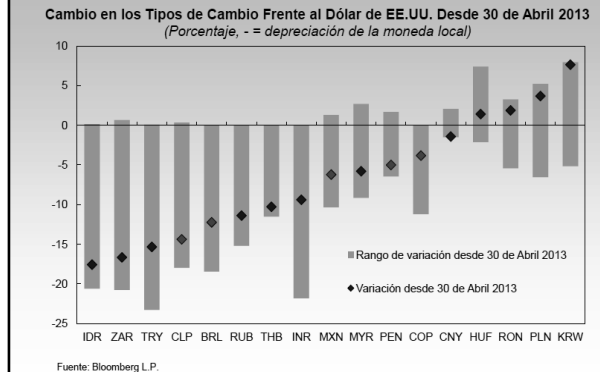


Respecto a los flujos de los fondos de inversión en América Latina, se observa que en 2013 hay una caída de estos después del anuncio de la FED; sin embargo, estos flujos están regresando a la región y eso también ha provocado que haya cierta recuperación de los mercados financieros de estas economías emergentes, evidenciándose en un fortalecimiento de los tipos de cambio después de la depreciación que hubo al inicio del proceso de normalización.

Los inversores de fondos extranjeros retiraron capitales en 2013, pero están retornando...



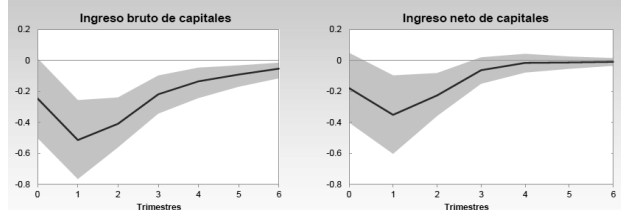
... impulsando una recuperación parcial en los mercados financieros de MEs



La segunda metodología trata de asociar a través de vectores autorregresivos los flujos de capital hacia la región o los flujos de capital que experimenta la región como respuesta a los movimientos en los rendimientos de largo plazo en los EE UU. También se trata de capturar una posible incertidumbre utilizando como *proxy* el índice VIX. La conclusión también es similar a la metodología anterior, en el sentido de que los flujos de capital no parecen muy volátiles a movimientos en las tasas de interés. Cuando se hace un *shock* a este modelo de vectores autorregresivos, sube la tasa de interés de largo plazo en los EE UU, lo que resulta es una salida de capital equivalente a 2 puntos del PIB en un período de seis trimestres. Sin embargo, como se demostró en 2013, un ejercicio como este no toma en cuenta que al haber una salida de capital y caer los precios de los bonos soberanos, eso tiende a estimular una entrada de capitales especialmente, una repatriación de los nacionales. Cuando se realiza el ejercicio tomando este efecto, se utilizan las entradas netas de capital y se puede observar el efecto que es bastante más moderado.

Salidas de capitales extranjeros son comunes luego de un shock monetario en EE.UU.

Respuesta de los flujos de capital hacia MEs a un shock a la tasa de interés de largo plazo en Estados Unidos¹
(Puntos porcentuales del PIB doméstico)

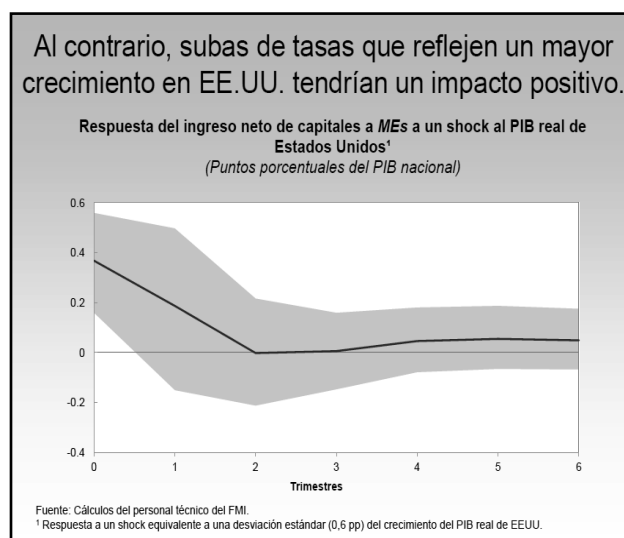


Fuente: Cálculos del personal técnico del IMF.

¹ Respuesta a un shock a la tasa de interés del bono del Tesoro a 10 años igual a un desvío estándar (23 puntos básicos).

Considerando que las tasas de interés van a subir, como se mencionó al inicio de la presentación, si la proyección base es que las tasas de interés en el exterior o en Estados Unidos de América van a subir debido a la recuperación del crecimiento económico, cuando también incluimos un choque con respecto al crecimiento de los Estados Unidos resulta que el efecto es positivo; es decir, hay una entrada de capital hacia la región. Estos resultados también refuerzan la idea de que el impacto debería de ser ordenado y limitado.

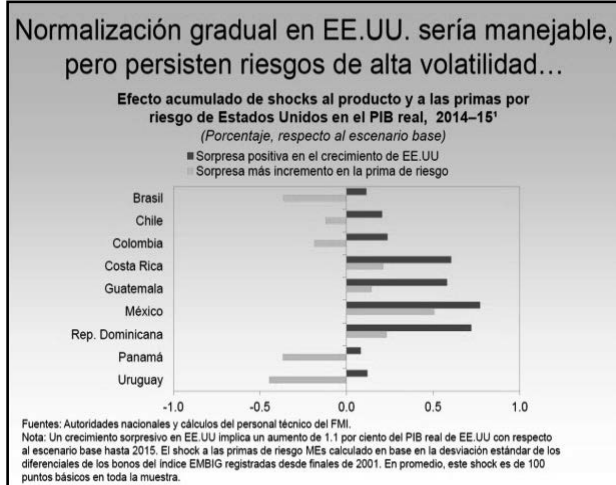
Igualmente los resultados indican que si hay un movimiento, o si hay un incremento en la volatilidad o hay una caída en el apetito de riesgo de los inversionistas extranjeros a la región, las salidas de capitales podrían ser fuertes, entonces tenemos un efecto limitado; no obstante, hay que tener precaución con una volatilidad elevada.



La tercera metodología trata de medir el impacto en el crecimiento económico de la región. Lo que se hace, alrededor de esa proyección base, es tratar de hacer choques, primero, en el crecimiento de los EE UU, un impacto de crecimiento más rápido, generado por un proceso de normalización más rápido y, debido al vínculo comercial que existe con la región, encontramos que dichos impactos (barras de color morado en el gráfico), representan un impacto positivo del crecimiento de los EE UU en las economías latinoamericanas.

No obstante, si a esta sorpresa en el proceso de normalización se le agrega un incremento en la prima de

riesgo, lo que vemos es que eso compensa parcialmente el impacto del crecimiento económico en los EE UU; por lo que economías más vinculadas a los EE UU a través del canal comercial, como lo son México y Centroamérica, todavía tienen impactos positivos en el crecimiento asociado con esas dos sorpresas. En tanto que las economías del Sur, que son menos vinculadas a los EE UU, tienen efectos negativos.



Lo que advierte también el resultado de este análisis, una vez más, es que hay que tener bastante cuidado con la volatilidad elevada; dado que, por un lado, los índices de volatilidad nos dicen que estemos tranquilos dado que han estado relativamente bajos; pero por otro lado, existe una gran discrepancia entre los diferentes expertos de cuál va a hacer el futuro de la economía de los EE UU.



Larry Summers afirma que el estancamiento va a ser secular, Moody's expresa que el crecimiento va a ser relativamente atractivo; y Feldstein comenta que la inflación está al acecho.



El mensaje es que tenemos mucha incertidumbre, la cual tiene implicaciones para la formulación de la política económica.

Para concluir, la perspectiva del FMI nos indica que una normalización gradual y ordenada de la política monetaria en EE UU debería de tener efectos manejables. Especialmente, la recuperación económica en los EE UU debería de tener un impacto favorable en Centroamérica y en México, pero hay que tener cuidado con la volatilidad.

¿Cuál es la implicación de eso para la política económica? Aquellos países que tienen ciertas vulnerabilidades o aquellos que están más susceptibles a cambios en las condiciones externas, es importante seguir fortaleciendo los marcos de política macroeconómica y al mismo tiempo crear defensas suficientes para poder reaccionar en caso de que haya choques adversos. Muchas gracias.

Conclusiones...

- Una normalización gradual y ordenada de la política monetaria en EE.UU. debería tener efectos manejables
- De hecho, la recuperación en EE.UU. proporcionará un impulso positivo, principalmente a México, América Central y el Caribe
- Sin embargo, persiste el riesgo de nuevos episodios de volatilidad en los mercados financieros, incluso en América Latina

=> Prioridad: reducir aún más la vulnerabilidad a fuertes y abruptas subas de las tasas de interés internacionales.

- Continuar fortaleciendo los marcos de política
- Asegurar balances sólidos que permitan implementar políticas contracíclicas en caso de shocks externos adversos

Doctor David Samayoa: Gracias Doctor Garza. Voy a dar lectura a algunas de las preguntas que hicieron llegar: Doctor Garza, usted y algunos de los conferencistas han mencionado que existe el riesgo de una alta volatilidad en los mercados financieros, ¿cuáles serían las prioridades de respuesta de política económica ante esa potencial alta volatilidad, especialmente para la región centroamericana?

Doctor Mario Garza: Creo que Felipe Larraín lo explicó muy bien: la región centroamericana debe apuntar a tener déficits de cuenta corriente bajos, niveles adecuados de reservas monetarias internacionales y tratar de alargar, lo más posible, los vencimientos de deuda pública, aprovechando las condiciones de mercado que ahora son relativamente favorables.

Por el lado de la política macroeconómica es muy importante utilizar la flexibilidad cambiaria, esta debe estar ligada obviamente a marcos de inflación, de metas de inflación bajas y, particularmente importante, es que la política fiscal debe ser prudente, no debe de haber duda alguna entre los inversionistas o los agentes económicos, no debe existir ninguna duda de la sostenibilidad de la deuda pública o la sostenibilidad fiscal. Obviamente, un área a la que hay que darle mucha atención es el asegurar que el mercado financiero no esté generando exposiciones excesivas y sus hojas de balance.

Considero que esa sería básicamente la reacción que deberían de tener los países en la región ante un posible embate de volatilidad financiera.

Doctor David Samayoa: La última pregunta indica: Dada su experiencia en la región centroamericana, ¿cuál considera que podría ser el efecto neto entre la normalización de la política monetaria y la recuperación económica en los EE UU?

Doctor Mario Garza: Creo que la normalización hay que verla como dos buenas noticias: 1, es un indicador de que la economía de EE UU, nuestro principal socio comercial, se está recuperando y eso obviamente va a tener impacto o impulso favorable en la región a través de su efecto en las exportaciones, las remesas familiares y el turismo; para ejemplificar este vínculo tomemos el caso de Guatemala: este país envía alrededor del 40.0%, de las exportaciones totales al mercado de EE UU y alrededor de otro 40.0% al resto de Centroamérica y a México, que también son países

bastante vinculados con los EE UU. Entonces es evidente que el canal comercial debería ser un factor dominante, de hecho cuando uno mira las últimas proyecciones del FMI para la región, que indican que a pesar de algunos problemas de oferta que tiene la región, por ejemplo el problema que está ocurriendo en algunos países con la roya, la economía regional este año va a crecer a un nivel muy parecido al del año pasado, que fue alrededor del 4.0%, eso debemos verlo, en mi opinión, como una buena noticia. Otra buena noticia, como explicamos en la presentación, es que las tasas de interés en el proceso de normalización muy probablemente se van a mantener por debajo de los niveles históricos, pero los costos financieros obviamente van a estar por debajo de lo que sería un nivel histórico. En lo que sí hay que tener cuidado, repito, es estar preparados para cualquier embate de volatilidad.

Doctor David Samayoa Gordillo: Gracias doctor Garza, dejaremos el resto de preguntas en manos del señor Presidente del Banco de Guatemala para que sean formuladas posteriormente en la mesa redonda.

Junta Monetaria

Julio Roberto Suárez Guerra
Presidente

Sergio Francisco Recinos Rivera
Vicepresidente

Miembros titulares

Dorval José Manuel Carías Samayoa
Ministro de Finanzas Públicas

Sergio de la Torre Gimeno
Ministro de Economía

José Sebastián Marcucci Ruiz
Ministro de Agricultura, Ganadería y Alimentación

Gudy Rivera Estrada
Electo por el Congreso de la República

Luis Fernando Leal Toledo
Electo por las asociaciones empresariales de comercio, industria y agricultura

Mario Roberto Granai Fernández
Electo por los presidentes de los consejos de administración o juntas directivas de los bancos privados nacionales

Urías Amitaí Guzmán García
Electo por el Consejo Superior de la Universidad de San Carlos de Guatemala

Miembros suplentes

José Luis Agüero Urruela
Electo por las asociaciones empresariales de comercio, industria y agricultura

Federico Borrayo Pérez
Electo por el Consejo Superior de la Universidad de San Carlos de Guatemala

Luis Rolando Lara Grojec
Electo por los presidentes de los consejos de administración o juntas directivas de los bancos privados nacionales

Álvaro Manuel Trujillo Baldizón
Electo por el Congreso de la República

Nota: Miembros titulares y suplentes que se encontraban ejerciendo sus funciones al 30 de abril de 2015.

AUTORIDADES

Julio Roberto Suárez Guerra
Presidente

Sergio Francisco Recinos Rivera
Vicepresidente

Antonieta Gutiérrez Escobar
Gerente General

Oscar Roberto Monterroso Sazo
Gerente Económico

Rómulo Oswaldo Divas Muñoz
Gerente Financiero

Salvador Orlando Carrillo Grajeda
Gerente Administrativo

Leonel Hipólito Moreno Mérida
Gerente Jurídico

FUNCIONARIOS SUPERIORES

Johny Rubelcy Gramajo Marroquín
Director
Departamento de Análisis Macroeconómico y Pronósticos

Carlos Oswaldo Mirón Contreras
Subdirector
Departamento de Análisis Macroeconómico y Pronósticos

David René Samayoa Gordillo
Subdirector
Departamento de Análisis Macroeconómico y Pronósticos

Eddy Roberto Carpio Sam
Subdirector
Departamento de Análisis Macroeconómico y Pronósticos

Juan Carlos Castañeda Fuentes
Director
Departamento de Investigaciones Económicas

Carlos Eduardo Castillo Maldonado
Subdirector
Departamento de Investigaciones Económicas

Otto René López Fernández
Director
Departamento de Estadísticas Macroeconómicas

Víctor Estuardo Flores Súchite
Subdirector
Departamento de Estadísticas Macroeconómicas

Pablo Antonio Marroquín Fernández
Director
Departamento de Análisis de Estabilidad Financiera

Waleska Marilú García Corzo
Subdirector
Departamento de Análisis de Estabilidad Financiera

Jorge Vinicio Cáceres Dávila
Director
Departamento de Ejecución de Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia

William Ariel Cano Hernández
Subdirector
Departamento de Ejecución de Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia

Edgar Rolando Lemus Ramírez
Director
Departamento Internacional

Víctor Manuel Vásquez García
Subdirector
Departamento Internacional

Byron Leopoldo Sagastume Hernández
Director
Departamento de Contabilidad y Sistema de Pagos

Luis Fernando Quintanilla Pereda
Subdirector
Departamento de Contabilidad y Sistema de Pagos

Sergio Estuardo Bollat Carranza
Subdirector
Departamento de Contabilidad y Sistema de Pagos

Erick Prado Carvajal
Director
Departamento de Emisión Monetaria

Jorge Arturo Rivera Méndez
Subdirector
Departamento de Emisión Monetaria

Ariel Rodas Calderón
Director
Departamento de Tecnologías de Información

Byron Saúl Girón Mayén
Subdirector
Departamento de Tecnologías de Información

Mario Roberto León Ardón
Director
Departamento de Servicios Administrativos y Seguridad

Walter Emilio Barrios Guevara
Subdirector
Departamento de Servicios Administrativos y Seguridad

Erika Contreras Herrera de Franco
Subdirector
Departamento de Servicios Administrativos y Seguridad

Jorge Aníbal Del Cid Aguilar
Director
Departamento de Análisis de Riesgo de Reservas Monetarias Internacionales

Juan Carlos Estrada Calvillo
Director
Departamento de Recursos Humanos

Gloria Edelmira Mayén Véliz de Vélez
Subdirector
Departamento de Recursos Humanos

Ivar Ernesto Romero Chinchilla
Director
Departamento de Comunicación y Relaciones Institucionales

José René Lorente Méndez
Asesor II
Planificación y Desarrollo Organizacional

Gerardo Noel Orozco Godínez
Asesor III
Asesoría Jurídica

César Augusto Martínez Alarcón
Asesor III
Asesoría Jurídica

Claudia Lizet Gereda Paiz de Arana
Asesor II
Asesoría Jurídica

Erwin Roberto Camposeco Córdova
Auditor Interno

Juan Manuel Meléndez Godínez
Subauditor Interno

Maynor Augusto Ambrosio Higueros
Asesor II
Oficialía de Cumplimiento

Armando Felipe García Salas Alvarado
Secretario
Junta Monetaria

Romeo Augusto Archila Navarro
Subsecretario
Junta Monetaria

Nota: Autoridades y funcionarios superiores que se encontraban ejerciendo sus funciones al 27 de abril de 2015.

Red nacional de Bibliotecas del Banco de Guatemala

- | | | | |
|------------------|---|-----|---|
| Guatemala | | | |
| 1) | Ciudad Guatemala
Biblioteca Central
7ª. avenida, 22-01, zona 1 | 18) | Ipala
3a. avenida, 1-61, zona 4
2º. nivel, Supervisión Educativa |
| 2) | Parque Colón
8ª. calle, entre 11 y 12 avenidas, zona 1 | 19) | Olopa
A un costado del parque Central |
| 3) | Instituto “Dr. Carlos Federico Mora”
Calzada San Juan, 32-50, zona 7, colonia Centroamérica | 20) | Chiquimula
6ª. avenida, 3-00, zona 1, nivel 2,
edificio municipal |
| 4) | Parque Navidad
32 avenida y 23 calle, zona 5 (diagonal 34) | | El Progreso |
| | Amatitlán | 21) | Guastatoya
Avenida Principal |
| 5) | 5ª. calle y 4ª. avenida, esquina, barrio La Cruz | 22) | Morazán
Barrio Concepción |
| 6) | Villa Canales
8ª. calle, 2-64, zona 1 | 23) | El Júcaro
Calle Principal, barrio El Centro,
edificio municipal, nivel 2 |
| 7) | San José Pinula
Escuela Rural Mixta, aldea San Luis, Puerta Negra | | Escuintla |
| 8) | Santa Catarina Pinula
Edificio municipal, 1a. calle, 5-50, zona 1 | 24) | Tiquisate
4a. calle, zona 1,
edificio municipal |
| | Alta Verapaz | 25) | Escuintla
3ª. avenida, 3-63, zona 1 |
| 9) | Cobán
Calzada “Rabín Ajau”, zona 11,
salida a Chisec Instituto de la Juventud y el Deporte | 26) | Puerto San José
Edificio Banco de Guatemala,
avenida de “El Comercio” |
| 10) | Cobán
1ª. calle, 5-24, zona 2 | 27) | Santa Lucía Cotzumalguapa
5a. calle, 3-39, zona 1 |
| | Baja Verapaz | | Huehuetenango |
| 11) | Rabinal
4a. avenida, 2-37, zona 3 | 28) | San Antonio Huista
Cantón Central |
| 12) | Salamá
5ª. avenida, 6-21, zona 1 | 29) | Huehuetenango
4ª. calle, 5-07, zona 1 |
| | Chimaltenango | | Izabal |
| 13) | San Martín Jilotepeque
Plaza Central, frente a municipalidad | 30) | Puerto Barrios
7ª. calle y 8ª. avenida, esquina, zona 1,
parque “José María Reyna Barrios” |
| 14) | Patzún
3a. calle, 5-48, zona 1 | 31) | Los Amates
Edificio municipal, Los Amates |
| 15) | Chimaltenango
2ª. avenida, 2-20, zona 3, nivel 2 | | Jalapa |
| 16) | Zaragoza
7a. avenida Norte, No. 3, frente al parque Central | 32) | Jalapa
Calle “Tránsito Rojas”
5-46, zona 6, nivel 2 |
| | Chiquimula | 33) | San Luis Jilotepeque
Edificio municipal,
barrio El Centro |
| 17) | Quezaltepeque
3a. calle y 2ª. avenida, zona 2 | | |

- Jutiapa**
- 34) **Asunción Mita**
Edificio Fundabiem,
a un costado del parque Central
- 35) **El Progreso**
Calle Principal y avenida Achuapa,
Casa de la Cultura
- 36) **Jutiapa**
4ª. avenida y 7ª. calle, zona 1
- Petén**
- 37) **Melchor de Mencos**
Barrio El Centro
- 38) **San Francisco**
A la par del Puesto de Salud
- 39) **San Luis**
Barrio El Centro,
frente a Posada San Antonio
- 40) **San Benito**
5a. avenida, entre 8ª. y 9ª. calles, zona 1
- Quetzaltenango**
- 41) **El Palmar**
Edificio de la Cruz Roja
- 42) **Coatepeque**
Barrio San Francisco (a un costado de la línea férrea)
- 43) **Quetzaltenango**
12 avenida, 5-12, zona 1
- Quiché**
- 44) **Pachalum**
Calle Las Flores
- 45) **Santa Cruz del Quiché**
3ª. calle, 4-00, zona 5
- 46) **Canillá**
Frente al edificio municipal
- 47) **Santa María Nebaj**
3ª. avenida y 7ª. calle, zona 1,
cantón Tutz'al, frente a Bomberos Voluntarios
- Retalhuleu**
- 48) **Champerico**
Avenida del Ferrocarril,
a un costado del parque Central, nivel 2
- 49) **Retalhuleu**
6ª. avenida, 6-18,
zona 1, nivel 2
- Sacatepéquez**
- 50) **Antigua Guatemala**
Portal Las Panaderas
5ª. avenida Norte, No. 2, nivel 2
- 51) **Sumpango**
0 avenida, 1-18, zona 3,
frente a municipalidad
- San Marcos**
- 52) **San Marcos**
9ª. calle, 7-54, zona 1
- 53) **Malacatán**
Instituto Experimental de
Educación Básica con Orientación Industrial y Magisterio
3ª. avenida, entre 1ª. y 2ª. calles, zona 1, colonia El Maestro
- 54) **San Pablo**
Edificio municipal, frente al parque Central
- 55) **Tecún Umán**
1ª. avenida, entre 3ª. y 4ª. calles,
zona 1, local del Banco de Guatemala
- Santa Rosa**
- 56) **Chiquimulilla**
1ª. calle B y 2ª. avenida, zona 1,
edificio municipal
- 57) **Barberena**
4a. calle y 4a. avenida, zona 1
- 58) **Guazacapán**
Barrio San Miguel Centro,
edificio municipal
- 59) **Cuilapa**
2ª. avenida, 3-55, zona 1,
segundo nivel
- Sololá**
- 60) **Sololá**
7a. avenida, 8-72, zona 2, nivel 2 Banco G&T
- Suchitepéquez**
- 61) **Mazatenango**
7ª. calle, 3-18, zona 1
- 62) **Patulul**
Edificio municipal
- Totonicapán**
- 63) **Totonicapán**
7a. avenida y 5a. calle, zona 1, nivel 2
- Zacapa**
- 64) **Zacapa**
4a. calle, 14-32, zona 1, nivel 2
- 65) **Gualán**
Barrio El Centro,
edificio municipal, nivel 2
- 66) **Estanzuela**
1a. calle, 2-00, zona 1
- 67) **Río Hondo**
6a. calle, 2-49, zona 1,
barrio El Centro, edificio municipal

