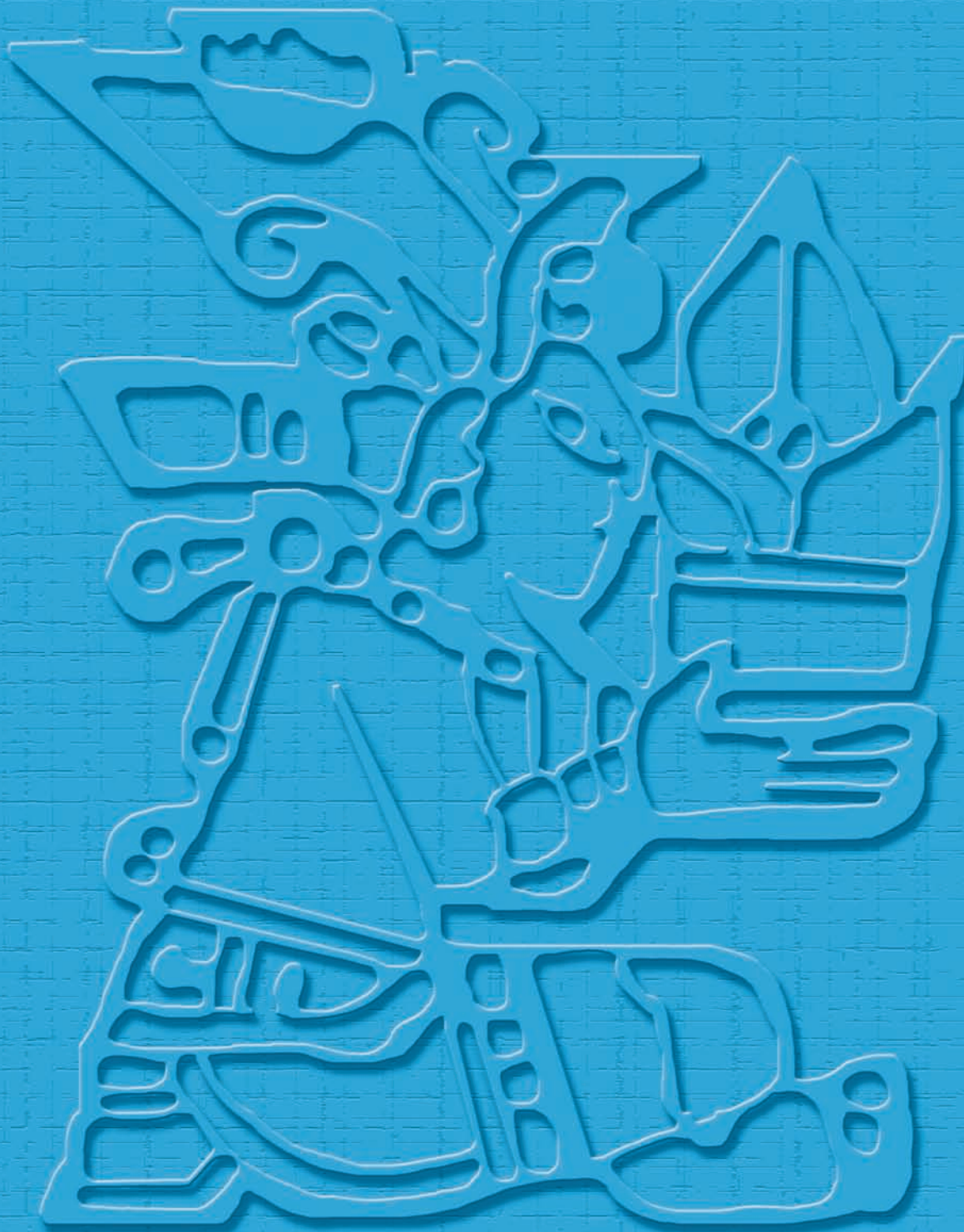




Banca Central

No. 64 - julio / diciembre - 2012 - Año XXI - Guatemala, C.A.



BANCO DE GUATEMALA

7a. avenida, 22-01, zona 1, Guatemala, C. A.

Apartado Postal: 365

Teléfonos: PBX (502) 2429 6000 / 2485 6000

Télex: 5231 / 5461

Fax: (502) 22534035

Telegramas: GUATEBANCO

Página internet: www.banguat.gob.gt

Banca Central No. 64
(julio-diciembre 2012)
Consejo Editorial

Director

Oscar Roberto Monterroso Sazo

Consejeros

Antonieta Gutiérrez Escobar
Leonel Moreno Mérida
Carlos Eduardo Castillo
Maldonado
Rómulo Oswaldo Divas Muñoz

Coordinación

Ivar Ernesto Romero Chinchilla

Producción

Sergio Armando Hernández
Rodas
Carlos Enrique Franco Pérez
Leonel Enrique Dubón Quiñonez

Diagramación

Jorge de León

Servicios Secretariales

Ana Lucero Herrarte Pantaleón

Edición

Juan Francisco Sagüí Argueta

Impresión

Ediciones Don Quijote

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 XXI Ciclo de Jornadas Económicas del Banco de Guatemala celebradas en junio de 2012

Incertidumbre y política monetaria en esquemas de metas de inflación **5**

Pablo García Silva

La economía global e implicancias para América Latina **13**

José de Gregorio

Entorno internacional y su impacto en las economías pequeñas y abiertas **33**

Adrián Armas Rivas

Entorno internacional y su impacto en las economías pequeñas y abiertas **49**

Mario Bergara Duque

Política monetaria poscrisis: ¿qué ha cambiado? **67**

Carlos Pérez Verdía

Secciones permanentes

Junta Monetaria **73**

Autoridades y Funcionarios Superiores del Banco de Guatemala **74**

Red nacional de Bibliotecas del Banco de Guatemala **75**



El Banco de Guatemala presenta su revista Banca Central (julio-diciembre 2012) como un aporte de estudio para académicos, investigadores y estudiantes de las ciencias económicas. Incluye las conferencias expuestas en el XXI Ciclo de Jornadas Económicas celebradas el 11 y 12 junio de 2012, evento que organiza anualmente el banco central guatemalteco, al cual asisten connotados académicos del mundo como los que se presentan en esta edición.

Incertidumbre y política monetaria en esquemas de metas de inflación, de **Pablo García Silva**, es la ponencia que abre el ciclo de jornadas. En ella el autor enfoca su presentación recordando algunos conceptos desde un punto de vista más teórico sobre cómo vincular la conducción de la política monetaria con un ambiente de incertidumbre. Añade que desde el punto de vista de política monetaria, lo cual causa problemas porque los modelos utilizados y procedimientos de toma de decisiones probablemente son imperfectos, y por ello estima que es un buen punto para tratar de comprender el vínculo entre política monetaria y la incertidumbre. García presenta algunos aspectos básicos de estimación macroeconómica con incertidumbre, así como sobre la conducción de una política monetaria óptima, es decir, sobre cómo implementar la política monetaria óptima en un entorno de incertidumbre; y finaliza con algunas reflexiones sobre la evidencia práctica entre la conducción de la política monetaria y un entorno de incertidumbre, en particular, con modelos de metas de inflación.

José de Gregorio participa con su tema *La economía global e implicancias para América Latina* en el cual revisa qué está pasando en el mundo y cómo este fenómeno está afectando a economías emergentes puesto que hacia finales del año pasado (2011), el mundo empezó un período de mucha tensión que motivó diversas inquietudes y obviamente no se está frente a soluciones definitivas. Sin duda, agrega, todo ello también ha tenido mucha incidencia en lo que está pasando en las economías emergentes, que han estado creciendo bastante bien. Expone preguntas centrales en relación al crecimiento que han mostrado las economías emergentes: ¿Hasta cuándo van a seguir creciendo? ¿Por cuánto tiempo más podrán sostener este crecimiento? Centra su presentación en un breve repaso del entorno global, a manera de introducción; luego se refiere al caso de Europa, sin duda el caso más importante de los que se viven actualmente y se seguirá enfrentando por mucho tiempo, para después pasar a revisar dos casos cruciales: Estados Unidos de América y China, para finalmente tratar sobre las economías emergentes, dentro de estas Latinoamérica.



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 Entorno internacional y su impacto en las economías pequeñas y abiertas es el tema de **Adrián Armas Rivas** en el cual primero proporciona una perspectiva de las lecciones del pasado, trasladándose cinco años atrás cuando de los países desarrollados se indicaba que habían alcanzado un período de gran estabilidad, en donde los bancos centrales habían obtenido un alto nivel de credibilidad en sus políticas monetarias y una gran capacidad de reducir los ciclos económicos. Sin embargo, añade, todo eso entra en consideración a raíz de la actual crisis financiera internacional, la cual comenzó en 2007 con la crisis subprime y actualmente es claro que la confusión de políticas monetarias, fiscales y monetarias expansivas en países desarrollados, en un contexto de supervisión bancaria y financiera insuficiente, llevaron a que se repitiera nuevamente una situación de burbujas como la ocurrida el siglo XX con la Gran Depresión económica. Agrega que la diferencia con la crisis de la Gran Depresión fue que ahora sí se aprendió la lección de cómo reaccionar en forma rápida y agresiva con políticas monetarias y fiscales; particularmente en los países subdesarrollados

o emergentes se aprendió de los errores del pasado y en la actualidad existe un mejor manejo macroeconómico en medio de esta crisis.

Mario Bergara Duque desarrolla su ponencia *Entorno internacional y su impacto en las economías pequeñas y abiertas*, en cuya presentación incluye una somera referencia del entorno internacional desde la perspectiva del rol de la banca central; enfatiza sobre la importancia de las funciones del banco central, no solamente desde una perspectiva macro o microeconómica, también desde una perspectiva ética y de derechos ciudadanos. El autor trata temas vinculados con la estabilidad financiera, que se ha puesto de relevancia, sobre todo en los últimos años a partir de la explosión de la crisis en Estados Unidos. Bergara se refiere a los riesgos sistémicos en el sistema financiero y de algunas perspectivas tanto de mecanismos regulatorios o enfoques regulatorios como de la institucionalidad de la regulación financiera, las cuales se desprenden de la explosión de la crisis financiera en 2008. Elabora un esquema breve para dos casos diferentes de lo que está ocurriendo a muchos países de América Latina, básicamente exportadores de *commodities* y, por lo tanto, le afecta la depresión en los países desarrollados.

Concluye el ciclo de jornadas la ponencia *Política monetaria poscrisis: ¿qué ha cambiado?* del autor **Carlos Pérez Verdía**, quien comienza recordando que el panorama para la banca central es completamente distinto después de la crisis, al menos en la percepción del público sobre qué piensa del banco central. Expone que antes de la crisis todos estaban satisfechos de ser banqueros centrales; sin embargo, después se cuestiona el trabajo del banco central, el mandato, la independencia y el papel que ha tenido durante la crisis, agregando que se cuestiona si el banco central fue cómplice, facilitador o salvador de la crisis. Su tema lo enfoca en contestar tres preguntas puntuales: ¿Si la experiencia de la crisis y la respuesta que se ha dado obliga a buscar una nueva ancla monetaria? ¿Sigue siendo válido el régimen de objetivos de inflación (*inflation targeting*)? ¿Debe la política monetaria tener como objetivo también la estabilidad financiera?

Incertidumbre y política monetaria en esquemas de metas de inflación

Pablo García Silva

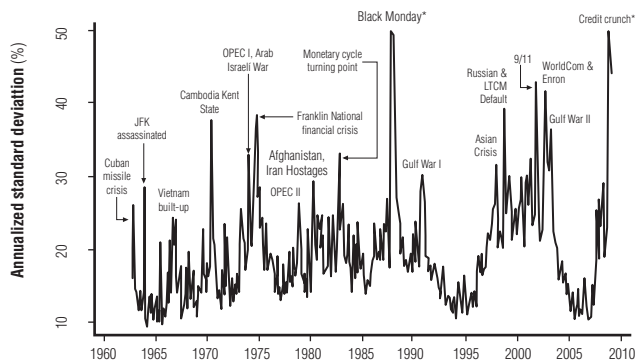
Herberth Solórzano: Muy buen día a todos, es un honor presentarles al doctor Pablo García-Silva, quien desde noviembre del 2010 es Director Ejecutivo Alterno por la silla del Cono Sur en el Directorio del Fondo Monetario Internacional (FMI). Desempeñó diversos cargos en el Banco Central de Chile, entre estos Economista Jefe y Gerente en las divisiones de Estudios durante el período 2008-2010; y de Política Financiera en 2006 y 2007; así como Gerente de Estabilidad Financiera y de Análisis Macroeconómico durante los años de 2000 a 2005. El doctor García-Silva obtuvo su Doctorado en Economía en el Instituto Tecnológico de Massachusetts; posee Maestría y Licenciatura en Economía por la Pontificia Universidad Católica de Chile. Ha realizado diversas publicaciones y dictado cursos sobre temas asociados con la política monetaria, finanzas internacionales y macroeconomía en general. Dejo en el uso de la palabra al doctor García-Silva.

Muchas gracias al Banco de Guatemala por la oportunidad de estar acá. Gracias al Presidente Edgar Barquín por su discurso inicial, que creo fue muy atinado sobre los temas de incertidumbre y política monetaria que hoy día nos convocan. El foco de mi presentación será de cierta forma más conceptual, porque recordaré algunos conceptos desde un punto de vista más teórico sobre cómo vincular la conducción de la política monetaria con un ambiente de incertidumbre. Para comenzar me gustaría traer a colación una cita atribuida a Mark Twain: “No es la incertidumbre lo que te pone en problemas, sino el saber que los instrumentos que uno tiene son totalmente errados”. Desde el punto de vista de la política monetaria, lo que nos pone en problemas es que los modelos que utilizamos y los procedimientos de toma de decisiones probablemente son imperfectos, lo cual es bastante apropiado para esta conferencia. Con relación a dicha cita no existe la certeza de que sea de Mark Twain; también se le ha atribuido a personalidades como Yogi Berra, pero estimo que es un buen punto para tratar de comprender el vínculo entre política monetaria y la incertidumbre. En primer lugar, realizaré una breve introducción, seguidamente presentaré algunos aspectos básicos de estimación macro-econométrica

con incertidumbre; así como, sobre la conducción de una política monetaria óptima, es decir, sobre cómo implementar la política monetaria óptima en un entorno de incertidumbre; y, finalmente, expondré algunas reflexiones sobre la evidencia práctica entre la conducción de la política monetaria y un entorno de incertidumbre, en particular, con modelos de metas de inflación. Primero que nada es evidente que la incertidumbre es un fenómeno que está intrínseco en la toma de decisiones, eso tiene muchos ángulos, acá presento solamente uno; esto viene de un documento de Nicolás Bloom (2009), donde indica que las métricas de incertidumbre o de variabilidad en los mercados financieros no son estables sino que han mostrado grandes fluctuaciones a través del tiempo. Durante las últimas décadas se puede apreciar cómo los períodos de incremento de la incertidumbre se asocian a períodos donde se han producido grandes ajustes macroeconómicos, depreciaciones o incluso períodos más complicados de inestabilidad financiera, la más reciente fue la de 2008. Además de lo anterior, han existido varios períodos en los que la incertidumbre aumenta en circunstancias donde se ha producido un ajuste macroeconómico bastante severo.

Incertidumbre en EE.UU. a través del tiempo

(Bloom 2009)



¿Cómo enfrentar con política monetaria estos eventos? Es parte del tema de la conferencia y además quiero resaltar que hay otras dimensiones de la incertidumbre que no están solamente vinculadas a la evolución de estas medidas a través del tiempo, sino tienen que ver con la incertidumbre que los economistas tenemos al utilizar modelos macroeconómicos para la conducción de la política monetaria. Un ejemplo muy simple se puede observar en el siguiente cuadro, en la estimación de modelos de incertidumbre aditiva, es decir, aquella que viene desde hace décadas en la econometría clásica, el caso de la curva de Phillips donde la inflación depende del rezago de la misma, de la inflación esperada, de una métrica de brecha de producto, de la inflación importada y de un término de error que tradicionalmente resulta de la estimación, reflejando el hecho de que la inflación no la medimos con mucha precisión.

Estimación bajo incertidumbre

En la literatura se identifican distintos tipos de incertidumbre. La que está presente desde hace décadas en la econometría clásica es la incertidumbre aditiva.

Tomando el caso de la curva de Phillips:

$$(1) \pi_t = a\pi_{t+1}^e + b\pi_{t-1} + (1-a-b)\Delta_t + c\bar{y}_t + \epsilon_t$$

Donde π es la inflación, Δ es la inflación externa (incluyendo la depreciación nominal), y la brecha de producto.

Los parámetros son a , b y c mientras que t es el subíndice temporal. La incertidumbre aditiva está capturada por el término ϵ_t .

Lo que se busca al estimar estos modelos son valores para los parámetros estructurales que podría pensarse que son los determinantes de la inflación y que sus estimaciones son prácticamente certeras, a manera de tener una visión insesgada o con-

sistente de la realidad. Existen varios ejemplos que uno puede construir donde la estimación de estos modelos van a llevar a estimaciones inconsistentes de los parámetros o a sesgos en sus valores. Un ejemplo muy tradicional es cuando los errores de las ecuaciones que se estiman tienen algún comportamiento autorregresivo y se trata de incorporar expectativas en la información de la inflación. Otro caso que es muy habitual es cuando las variables que se espera determinan la inflación, tal como la brecha de producto; en este caso no se miden con certeza debido a que el producto interno bruto tendencial es una variable que no observamos, sino más bien se construye de variables proxis de sus medidas concretas, por tanto, se obtienen errores en las variables independientes del lado derecho. En este caso, como uno imperfectamente estima modelos con variables que sí observa, pero que son una proxi equivocada o errada de la realidad, se puede tener problemas de consistencia en nuestras estimaciones, lo que nos llevaría a un sesgo en los parámetros

Un caso que sí altera la consistencia de la estimación en el caso de incluirse adelantos de la variable dependiente, ocurre si $\epsilon_t = h\omega_{t-1} + \omega_t$.

Reemplazando en (1) se puede ver que existirá correlación entre π_{t+1} y ω_t y por tanto entre π_{t+1} y ϵ_t .

Una situación relacionada se da cuando las variables independientes no se observan directamente.

Por ejemplo $\bar{y}_t = y_t + \varphi_t$. En esta situación se tiene que el modelo a estimar es

$$\pi_t = a\pi_{t+1}^e + b\pi_{t-1} + (1-a-b)\Delta_t + c\bar{y}_t + \epsilon_t - c\varphi_t$$

Nuevamente existirá comovimiento entre el término de error, que ahora es $\epsilon_t - c\varphi_t$, y uno de los regresores, \bar{y}_t .

Estos problemas pueden solucionarse a través de la econometría cuya característica principal es la de lograr estimadores consistentes para los parámetros de nuestros modelos. Una forma sería con variables instrumentales, otra por medio del Método Generalizado de Momentos. A veces en la econometría y en la conducción de la política monetaria se utilizan métodos que teóricamente le permiten obtener valores consistentes para los parámetros y, por tanto, tener una visión de la realidad que se ve bien reflejada con estos modelos, pero el riesgo está en que es posible que se tengan modelos mal especificados y con medidas incorrectas de los parámetros de los distintos modelos utilizados. Ahora supongamos por un minuto que efectivamente logramos obtener parámetros concretos y consistentes para nuestras estimaciones: ¿cuál es la implicancia entonces de esta incertidumbre aditiva? Esto es muy interesante porque teóricamente puede demostrarse con modelos habituales que uno utiliza la existencia de incertidumbre, si se tienen estimadores consistentes en realidad la incertidumbre no existiría, es decir, la incertidumbre no va tener ningún efecto sobre la conducción de política monetaria óptima. Esto ocurre cuando se tiene la función de pérdida como la ecuación número dos, lo que refleja es que el banco central desea minimizar las desviaciones

cuadráticas de la inflación y la actividad respecto a sus niveles de tendencia. En este caso es muy simple demostrar que se da la equivalencia cierta, es decir, para determinar la política monetaria óptima hacia adelante basta con utilizar la expectativa que se tiene como banco central de las principales variables que determina la inflación, por ejemplo, la actividad o el entorno internacional, el tipo de cambio, etcétera. Efectivamente, es posible que se den desarrollos distintos a lo que se espera, pero a medida que van apareciendo nuevos indicadores se puede ir ajustando la política monetaria de manera acorde y no se produce ningún problema.

Política monetaria óptima bajo equivalencia cierta

¿Cuál es el efecto en este contexto de la incertidumbre para efectos de determinar política monetaria óptima?

En general, los modelos macroeconómicos para determinar la inflación y la política monetaria son no-lineales, lo que puede motivar teóricamente comportamientos precautorios.

Un caso más simple se obtiene si el modelo se linealiza, y el objetivo de la política monetaria es optimizar una función de pérdida como:

$$(2) \min_i \sum_t \beta^t (\pi_t^2 + \lambda y_t^2)$$

El mecanismo de transmisión se puede representar suponiendo que la brecha de producto se ve afectada por una tasa de interés nominal i_t , que está bajo el control del banco central, de perturbaciones exógenas del entorno ω_t (como la economía internacional) y ruido μ_t .

Lo anterior demuestra algo que relativamente es incómodo y es que la incertidumbre en realidad, por ejemplo, la medida de variabilidad que mostré al principio no tiene ningún efecto en la conducción de política monetaria de manera ex ante, lo que quiere decir que el saber que hay incertidumbre no afecta la toma de decisiones, ya que se aplica la equivalencia cierta. Suena poco intuitivo y realista, de hecho los bancos centrales en la práctica no siguen este mecanismo de manera automática. ¿Cómo ir combinando, cómo ir acercando la teoría a la conducción concreta de la política monetaria en este entorno de incertidumbre? Eso ocurrió recientemente al reconocerse que hay una gran probabilidad o como dijo Yogi Berra en mi cita inicial: al no tener una certeza de que el modelo que se utiliza está malo, al no saber en qué dirección y cuál es la magnitud del error, es muy probable que el modelo tenga problemas de especificación, debido a que no se cuenta con instrumentos correctos para estimarlo, porque los errores de especificación fueron solamente enfrentados de manera imperfecta con la teoría de instrumentos econométricos que se disponen. Básicamente, supongamos que tenemos un modelo donde hay parámetros que no están medidos correctamente, que no son consistentes

y nos lleva a cometer un error, a lo que se le denomina tipo de incertidumbre multiplicativa, es decir, que el error en la estimación nos va a sesgar también la decisión de política monetaria óptima, aunque se cumpla este principio de equivalencia cierta, lo que se obtendría son errores de especificación y esos van a contaminar la conducción de dicha política.

$$(3) y_t = d(i_t - \pi_{t+1}^e) + e\omega_t + \mu_t; \quad d' < 0$$

En este contexto, la secuencia de tasas de interés de política i_t se obtiene, una vez ya estimados de manera consistente los parámetros para a, b, c, d y e , al minimizar (2) sujeto a (1) y (3).

Esta secuencia dependerá de la trayectoria supuesta para las perturbaciones exógenas ω_t y de inflación externa Δ_t .¹

Como Ω está formado por desviaciones cuadráticas, se puede aplicar el principio de equivalencia cierta, lo que permite reemplazar los valores futuros de las distintas variables relevantes por su valor esperado, simplificando el proceso de optimización.

Una implicancia de la equivalencia cierta en la definición de políticas óptimas es que la magnitud de la incertidumbre no tiene efectos en un modelo lineal:

Una vez estimados los parámetros de manera consistente, y habiendo procedido a linearizar el modelo llegando a una función de pérdida como (2), la varianza de las perturbaciones aditivas ϵ_t y μ_t no afecta el nivel de la tasa de interés óptima hoy ni su trayectoria esperada futura.

¿Cómo enfrentar este problema conceptualmente? Se han realizado avances conceptuales teóricos, en particular, de Hansen y Sargent, donde supongamos que el modelo está mal especificado: ¿cómo podemos construir una política monetaria que sea robusta a pesar de esa mala especificación?, es decir, ¿cómo podemos conducirla de una forma que sea resistente a la existencia de errores de especificación? Una forma de plantear esto teóricamente es que el banco central de nuevo trata de minimizar esta función de pérdida, trata de que la inflación y el crecimiento estén lo más cerca posible de sus niveles de tendencia o de equilibrio, en el caso de la inflación en su meta de mediano plazo. Sin embargo, Hansen y Sargent lo denominan un agente malévolo, que lo que está haciendo está en contra del banco central y está escogiendo, de la forma más perversa, el error de especificación. En ese contexto, el banco central tendrá que definir una política monetaria lo más cercana a la óptima suponiendo el peor caso de mala especificación, en ese caso la política monetaria va a ser robusta y lo que es más interesante es que este concepto que se tenía de la equivalencia cierta, respecto a que la incertidumbre no cambiaba la conducción de la misma, eso se elimina y se tiene ahora un contexto donde la magnitud de la incertidumbre, sí va a afectar la conducción aunque el modelo sea lineal y se observen estas condiciones.

Política monetaria óptima, robustez y activismo

Lo anterior supone que el proceso de estimación consistente fue exitoso. Si ello no es así, la optimización de la función de pérdida no llevará a una política monetaria óptima.

Suponiendo que el parámetro que mide expectativas se estima erróneamente:

$$\pi_t = \bar{a}\pi_{t+1}^e + b\pi_{t-1} + (1-a-b)\Delta_t + cy_t + \tilde{\epsilon}_t$$

Donde $\bar{a} - a$ es la medida del error de especificación.

En este caso el término de error en la curva de Phillips será equivalente a

$$\tilde{\epsilon}_t = \epsilon_t + (a - \bar{a})\pi_{t+1}^e = \epsilon_t + \theta_t$$

Por tanto, al evaluar política monetaria óptima, se arrastrará un término θ_t , que incluye una de las variables endógenas del modelo

Esto lleva a lo que Hansen y Sargent denominan una especie de tipo comportamiento precautorio, es decir, el banco central se preocupa de actuar pensando que el peor caso respecto a su especificación del modelo puede darse, es decir, tratar de conducir la política monetaria, suponiendo que el *trade-off* entre inflación y crecimiento es el peor posible en el contexto de los modelos que se están utilizando y eso hace que una política monetaria sea robusta.

Esta incertidumbre (denominada *multiplicativa*) genera entonces sesgos en las proyecciones y en la evaluación de política monetaria óptima, incluso bajo equivalencia cierta.

Hansen y Sargent (2011) definen la política monetaria óptima, robusta a la mala especificación del modelo, como aquella que busca minimizar el efecto de dicha mala especificación en el proceso de optimización del banco central:

$$(2^*) \min_{\{i_t\}} \max_{\theta_t} E \sum_t \beta^t (\pi_t^2 + \lambda y_t^2)$$

Se demuestra que la política monetaria óptima, y robusta a esta mala especificación, genera un comportamiento de tipo precautorio por parte del banco central: introduce un vínculo entre la varianza de los shocks y el comportamiento del banco central.

Volviendo a una aplicación más concreta de estos conceptos, esto permite revisar lo que ha sido una intuición que viene de hace muchos años, que inicialmente hizo Brainard (1967) sobre ¿cómo debe un banco central comportarse en un entorno de incertidumbre? Lo que ha sido recogido con posterioridad por diversos hacedores de política en la banca central, es que frente a un entorno de incertidumbre hay que actuar moderadamente, hay que ser más gradual o más cuidadoso al moverse en un entorno de incertidumbre. Esta intuición que, en el fondo, implica que el banco central frente a la incertidumbre tiene que ser más cuidadoso, no es un resultado general y eso es lo que se demuestra con los avances de Hansen y Sargent. Pero la intuición para el caso de Brainard es bien simple, lo que señala es que la fuente de incertidumbre principal que tiene un banco central es

el efecto de su propia política en la actividad económica, por lo tanto, no sabemos en qué magnitud puede la tasa de interés afectar el ciclo económico, puede ser muy efectiva o poco efectiva. En caso de que sea muy efectiva, es posible que tenga un gran impacto, que se generen reacciones muy fuertes en el ciclo y en la inflación, y si es poco efectiva ocurrirá lo contrario. Pero en este caso como las implicancias en la inflación y el crecimiento van a la misma dirección, si el banco central se equivoca va a generar o mayor inflación y crecimiento o poca inflación y crecimiento, es muy simple hacer una minimización de estas desviaciones cuadráticas respecto a las tendencias de las variables que se mueven un poco a manera de evitar desviaciones cuadráticas muy grandes. Entonces Brainard esencialmente recomienda la gradualidad frente a la incertidumbre, que se basa en un esquema donde la incertidumbre que hay es respecto a la potencia de la política monetaria y a la demanda agregada donde la economía es cerrada, donde no hay choques de oferta, es decir, que no se aplica mucho para las economías pequeñas y abiertas.

¿Cómo puede ser este mismo concepto para una situación más realista? Siguiendo a Hansen y Sargent en términos de control robusto de política monetaria óptima hay varios estudios de varios autores que han tratado este tema. Leitemo y Söderström se basan en un modelo donde la economía es abierta, donde es pequeña, donde hay un tipo de cambio que juega un rol, donde hay choques de oferta y lo que encuentran es que la intuición de Brainard respecto a que frente a la incertidumbre el banco central se tiene que mover poco, es esencialmente sensible o depende de cuál sea la fuente de la incertidumbre o la fuente de los errores de especificación y de la estructura del modelo. En algunos casos los bancos centrales van a querer actuar con mayor agresividad frente a la incertidumbre; en otros, con menor agresividad de acuerdo a la intuición de Brainard. No obstante, esto no es muy significativo, en el sentido de que no hay una conclusión evidente en la literatura acerca de una política monetaria óptima y robusta y cómo tiene que enfrentarla un banco central, lo cual va a depender de la estructura del modelo, de cómo se estima cuáles son los errores de especificación y dónde residen esos errores y si los mismos son como los del tipo que explora Brainard, es decir, si la política monetaria afecta significativamente la actividad es posible que su conclusión se mantenga, pero si los errores de especificación son efecto de la política monetaria sobre el tipo de cambio o el efecto del tipo de cambio en la inflación y en la actividad, es muy probable que estas simples deducciones de Brainard se pierdan y se tenga que hacer un estudio caso por caso. ¿Cómo se comunican la incertidumbre y la práctica? En los esquemas de metas de inflación es habitual que los bancos centrales incluyan en sus comunicados algunas referencias de la incertidumbre y se ha generalizado el uso de gráficos de abanico o fancharts para comunicar la magnitud y características de la incertidumbre; sin embargo, si se revisan los distintos informes de inflación, encontrarán varios de estos gráficos, que en la mayoría de casos, no es evidente que lo que quieran comunicar es lo mismo en todos los casos, y creo que

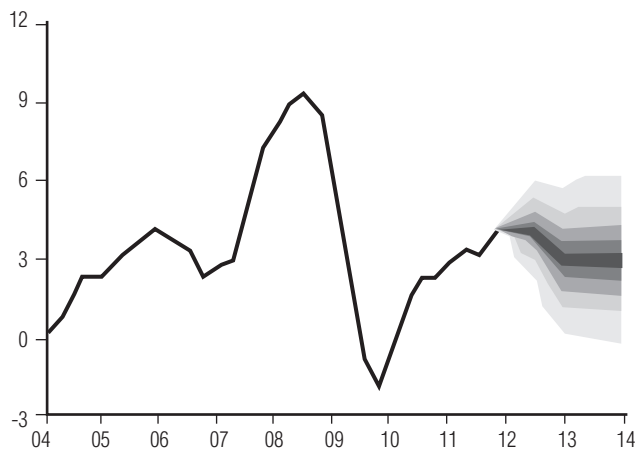
acá hay una cierta brecha o cierta falencia en la práctica de la política monetaria con metas de inflación, en el sentido de que el vínculo entre la comunicación de dicha política y la incertidumbre vía estos *fancharts*, los modelos concretos y razones por las cuales uno cree que hay incertidumbre no está totalmente definida.

En efecto, el tipo de incertidumbre que se puede comunicar con estos *fancharts* es diverso. Un caso el más simple, es la incertidumbre aditiva, hay errores que son ruido blanco, hay errores en las distintas ecuaciones y se conoce que existen y, por tanto, afectan nuestra proyección. Otro caso sería la incertidumbre multiplicativa, un conjunto de modelos o un tipo de modelos que nosotros no tenemos certeza sobre la magnitud específica de los parámetros, porque sabemos que los estamos estimando de manera que no es consistente; más grave es cuando no sabemos qué tipo de modelo en realidad estamos utilizando o si los modelos que estamos escogiendo son estructuralmente los más apropiados para nuestra realidad, acá sabemos que el modelo es esencialmente una simplificación y pronto debemos saber si esa simplificación es adecuada o si hemos perdido características importantes que deberíamos haber considerado. Hay también

variabilidad en condiciones exógenas a la política monetaria, por ejemplo, la política fiscal o el entorno internacional. Es muy habitual que los bancos centrales digan que el entorno internacional es incierto y eso lo incorporen en sus gráficos de abanico; menos obvio es que los bancos centrales digan que hay incertidumbre cuantificable sobre la política fiscal y quiera introducir eso también en sus gráficos. Además, puede haber otro elemento que también pueda generar dudas sobre su reacción futura a los distintos choques y luego querer graficarlo, pretendiendo que la reacción de la política monetaria sea diferente dependiendo el tipo de choque o a lo que uno puede ir aprendiendo a través del tiempo. ¿Qué es lo que hacen los bancos centrales en la práctica? Existen tres casos, el Banco Central de Chile presenta estos *fancharts*, con información a marzo 2012. La construcción de estos refleja una incertidumbre aditiva, es decir, incertidumbre en las estimaciones de las distintas variables pero no incertidumbre por el lado de los parámetros o los modelos que se utilizan. También refleja incertidumbre respecto a las principales variables exógenas que afectan la inflación, tales como el entorno internacional, los fundamentos del tipo de cambio, los términos de intercambio, etcétera.

Fancharts utilizados por el Banco Central de Chile

Proyección de inflación IPC (*)
(Variación anual, porcentaje)



Escenarios de crecimiento del PIB trimestral (*)
(Variación anual, porcentaje)

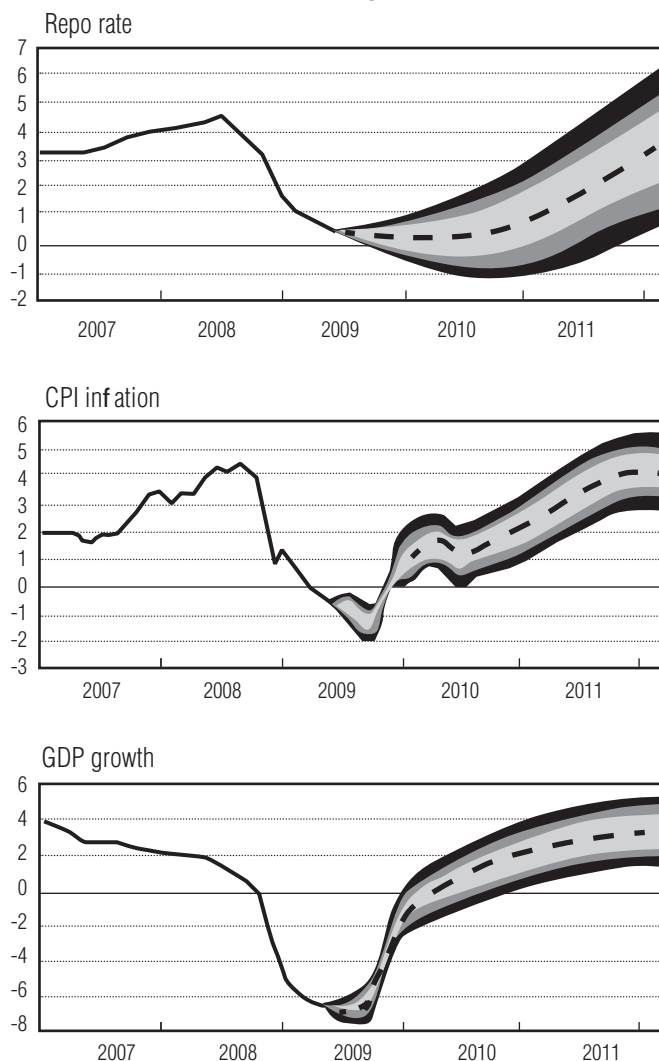


No obstante, estos *fancharts* no reflejan una incertidumbre sobre cómo reacciona la política monetaria, dado que no hay un conjunto de distintas redes de política que se incorporen en este proceso, sino que es una regla única de política que va ajustándose de acuerdo con lo que ocurre con distintas variables, pero en ese sentido no hay una incertidumbre sobre cómo el banco central va a reaccionar a futuro, tampoco hay incertidumbre sobre la estructura de los modelos. Adicionalmente estos *fancharts* no tienen un vínculo directo con la comunicación que se hace respecto a los riesgos, debido que dicho banco central la asocia a la existencia de escenarios alternativos de eventualidades que se describen con cierto grado de detalles que pueden ocurrir en el entorno internacional o en el entorno domésti-

co y que eso puede llevar a la conducción de política monetaria que sea distinta al escenario base, pero esa comunicación cualitativa no tiene un vínculo directo con estos *fancharts*. Un caso distinto es el Banco Central de Suecia (*Riksbank*), dicho banco no utiliza un modelo para construir estos *fancharts*, sino que utiliza sus propios errores de proyección, es decir, este hace una introspección, mira hacia el pasado, ve cómo se ha equivocado en las proyecciones y utiliza sus mismos errores para construir estos *fancharts*, lo que quiere decir dicho banco con ello es: hay incertidumbre hacia adelante respecto a nuestra trayectoria base

porque nos hemos equivocado en el pasado y es probable que nos sigamos equivocando en el futuro, lo cual tiene dos características muy importantes: i) no es un procedimiento de construcción de incertidumbre que esté basado en un modelo específico y ii) es un ejercicio de tremenda transparencia por parte del banco el hecho de reconocer que la incertidumbre está vinculada esencialmente a sus propios errores de proyección; la ventaja de eso es que es muy fácil de comunicar; no obstante, podría ser acusado de que no tiene proyecciones precisas, pero esa es la manera como ellos han decidido construir sus *fancharts*.

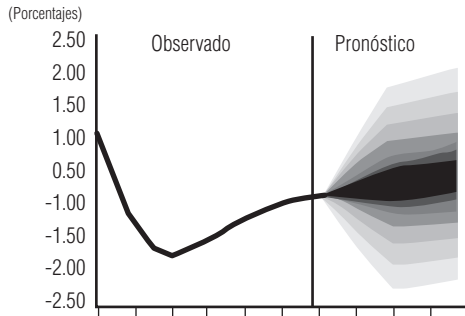
Fancharts usados por el Riksbank



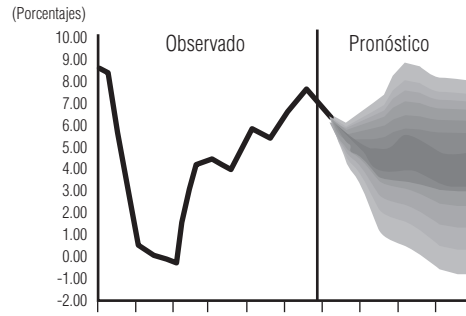
Finalmente, están estos gráficos, ustedes los conocen, son del informe de inflación del Banco de Guatemala de marzo, al igual que el Banco Central de Suecia pero a diferencia del de Chile, el Banco de Guatemala presenta además de los *fancharts* para inflación y crecimiento, un *fanchart* para la tasa de interés de política monetaria, con lo cual también entrega una visión sobre cómo las distintas fuentes de incertidumbre pueden afectar su conducción.

Fancharts usados por el Banco de Guatemala

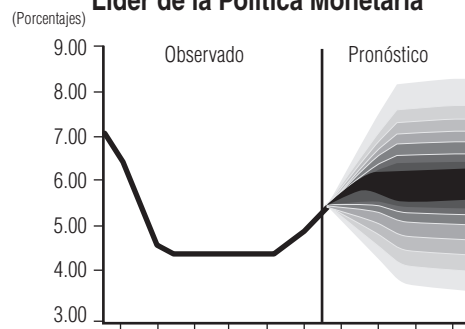
Brecha del Producto como proporción del Producto Potencial



Pronóstico de la Tasa Interanual de inflación



Pronóstico de la Tasa de Interés Líder de la Política Monetaria



Como ven hay distintas maneras de construir estos *fancharts* y hasta el día de hoy no hay un tratamiento único; aunque todos los bancos centrales con metas de inflación tienen de una u otra forma este tipo de gráficos, no hay un vínculo conceptual claro entre lo que se quiere comunicar desde el punto de vista de la incertidumbre y la utilización de los mismos. Otras implicaciones de la incertidumbre en la práctica: Greenspan planteó que la mejor forma de actuar frente a desequilibrios financieros era limpiar después de la crisis, obviamente esa recomendación ha sido cuestionada después de la crisis de 2008 y sus consecuencias sugieren que esa no es una buena recomendación de política monetaria. En el fondo Greenspan está actuando con una acción de política tipo Brainard, que es actuar poco frente a la incertidumbre y solamente si se resuelve, por ejemplo, una crisis financiera o un repunte de una burbuja de activos, ahí se puede actuar con política monetaria dado que hay un entorno completamente de crisis. Ahora bien, las implicancias para la política monetaria de revisar esta recomendación no son evidentes. Por un lado, en el caso de las burbujas inmobiliarias, el actuar con política monetaria para frenarla puede ser muy costoso en términos de actividad y empleo; además, puede tener poca efectividad para frenar los precios de activos si es que hay problemas de incentivos, de regulación y supervisión en el sistema financiero.

En el caso de las economías abiertas que están expuestas a entrada de capitales, la conducción de una política monetaria agresiva puede también exacerbar los problemas y profundizar los procesos de recesión cambiaria. Por lo tanto, incluso si se cuestiona la recomendación de Greenspan no es evidente cuánto de eso se aplica a dicha política en sí y más bien las lecciones han sido que hay que ponerle más peso a políticas alternativas, como las políticas macroprudenciales o política fiscal. Volviendo al gráfico que mostré al principio de Nicolás Bloom donde se ve que la variabilidad y la incertidumbre fluctúan de manera muy significativa a través del tiempo, sabíamos en la práctica que esas fluctuaciones generan choques de actividad y depreciaciones muy violentas. Lo que hace Bloom es que demuestra conceptualmente por qué eso pueda ser así en un modelo teórico; sin embargo, las implicancias de esto en un entorno de economía cerrada son bastante evidentes. Frente a un choque de incertidumbre, la política monetaria debiese reaccionar de manera contracíclica, pero en el caso de economías abiertas las implicancias son menos obvias, la mayor incertidumbre obviamente produce efectos reales contra la actividad, el empleo, la inversión, la productividad; asimismo genera ajustes de portafolio hacia activos financieros más seguros y esto puede generar tensiones en el mercado cambiario, las cuales podrían crear mayores presiones inflacionarias, por lo tanto, las implicancias

de política monetaria en ese caso son ambiguas. Para concluir, primero que nada lo que creíamos que era una intuición, y que llevaba mucho tiempo en las discusiones de Brainard, se han modificado con la adopción de modelos más complejos y con técnicas de optimización más robustas, es decir, la idea de que en la incertidumbre hay que moverse poco, no es una recomendación general sino que depende del tipo de modelo que uno utiliza, del tipo de errores de especificación y también la aversión a estos errores que tenga el banco central. En la práctica todavía tenemos una brecha entre la utilización de modelos que consideren explícitamente la incertidumbre y el diseño de política monetaria óptima con el tratamiento de la incertidumbre y la construcción de *fancharts*. Creo que eso revela que en algunos casos los *fancharts* son muy útiles para la comunicación cuando los bancos centrales tienen un vínculo muy cercano entre los modelos que utilizan, la comunicación que hacen en la práctica de su política monetaria y estos *fancharts*, pero en otros casos hay un vínculo un poco más débil y eso nos hace mirar con algo de escepticismo el hecho de que los *fancharts* sean tan populares, son atractivos para comunicar pero no estoy convencido de qué es lo que refleja. Sin embargo, en mi opinión el esquema de

metas de inflación sigue siendo el más apropiado para enfrentar situaciones de incertidumbre, esto básicamente por dos razones: i) el esquema de metas de inflación, más allá de que se usen o no se usen *fancharts*, es un esquema coherente en el sentido de que los modelos que se construyen y se utilizan, la distribución interna dentro del banco central y la comunicación de la política monetaria que ocurre con posterioridad forman un todo coherente, no hay un proceso distinto de toma de decisiones que sea ajeno a las metas de inflación sino que el mismo proceso de elaborar un informe de inflación, de elaborar proyecciones, de construir modelos está muy cercanamente vinculado a la toma de decisiones y ii) lo que hemos visto también en la práctica es que el esquema de metas de inflación le provee un gran nivel de flexibilidad al banco central para actuar no solamente con su política monetaria sino que también con otros instrumentos, sea de liquidez, sea de estabilidad financiera o sean macroprudenciales, sin comprometer el esquema macro que está utilizando. En ese sentido, el esquema de metas de inflación no es rígido, es un esquema muy flexible que le provee al banco central toda la discreción si uno la necesita para actuar frente a este entorno de incertidumbre. Muchas gracias.

La economía global e implicancias para América Latina

José de Gregorio

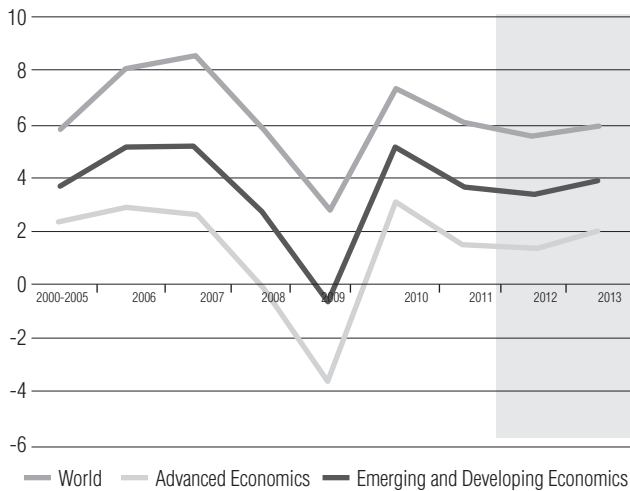
Juan Carlos Castañeda: Apreciable concurrencia, muy buen día. Es un honor presentarles al doctor José de Gregorio, quien funge actualmente como académico titular del Departamento de Economía de la Universidad de Chile, donde aporta sus conocimientos desde sus áreas de especialización, entre las que destacan la macroeconomía, las finanzas internacionales y el desarrollo económico. Entre 2001 y 2011, el doctor De Gregorio fue miembro del Consejo o Directorio del Banco Central de Chile y en el período 2007-2011 ocupó el cargo de Presidente de dicho banco central; se desempeñó, desde marzo de 2000 hasta junio de 2001, como Ministro de Economía, de Minería y de Energía de su país. Entre 1994 y 1997 fue Coordinador de Políticas Económicas del Ministerio de Hacienda de Chile. El Doctor De Gregorio se desempeñó como Economista en el Departamento de Investigaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI) durante 1990-1994 y ha sido consultor de organismos internacionales como el FMI, el Banco Mundial (BM), el Banco Interamericano de Desarrollo y la Organización de las Naciones Unidas, así como de diversas empresas. Fue investigador visitante en el FMI y en el BM; y entre 1983 y 1986 investigador en CIEPLAN. En el ámbito académico el doctor De Gregorio fue profesor y director de estudios de posgrado en el Centro de Economía Aplicada de la Universidad de Chile, entre 1997 y 2000; fue también profesor en la Pontificia Universidad Católica de Chile; profesor visitante en la *Anderson School*, que es la Escuela de Negocios de la Universidad de California en los Ángeles y ha impartido clases en el Instituto Tecnológico de Massachusetts; además, fue miembro del Directorio Ejecutivo del Programa Doctoral Latinoamericano de Economía realizado en conjunto por el ITAM de México, la Universidad Torcuato Di Tella de Argentina y la Universidad Católica de Chile. Fue miembro del Comité Ejecutivo de la Asociación Latinoamericana y del Caribe de Economía (LACEA), y codirector del Comité Organizador del Encuentro de LACEA en 1999. Ha publicado artículos en revistas académicas internacionales y libros sobre temas de política monetaria, tipos de cambio, finanzas internacionales y crecimiento económico; además, se ha desempeñado como árbitro y miembro de comités editoriales de revistas académicas. José De Gregorio es Doctor en economía, graduado del Massachusetts Institute of Technology (MIT, por sus siglas en inglés); además, es magister en Ingeniería e Ingeniero Civil Industrial graduado de la Universidad de Chile, donde recibió el premio Marcos Orrego Puelma al mejor egresado de su promoción. Doctor, bienvenido a Guatemala. Le agradecemos que haya aceptado participar como conferencista y estamos prestos a escuchar su presentación.

Buen día. Muchas gracias, Juan Carlos, por la presentación. Agradezco al Banco de Guatemala por haberme invitado. Esta es una buena oportunidad para revisar lo que está pasando en el mundo y cómo esto está llegando a afectar a las economías emergentes. Hacia finales del año pasado, el mundo empezó un período de mucha tensión que motivó muchas inquietudes (me voy a referir al primer trimestre de este año) y luego ha vuelto a ponerse muy tenso. Pareciera que en estos últimos días se ha empezado a aquietar, pero obviamente no estamos frente a

soluciones definitivas. Sin duda, todo esto también ha tenido mucha implicancia en lo que está pasando en las economías emergentes, que han estado creciendo bastante bien. Pero la pregunta central en relación al crecimiento que han mostrado las economías emergentes es: ¿Hasta cuándo van a seguir creciendo? ¿Por cuánto tiempo más podrán sostener este crecimiento y este cierto desacoplamiento del mundo desarrollado (en particular, de lo que está pasando hoy día en Europa)? Mi presentación básicamente se centra en un breve repaso del

entorno global, a manera de introducción. Después me voy a referir al caso de Europa, que sin duda es el caso más importante de los que estamos enfrentando hoy día y vamos a seguir enfrentando por mucho tiempo, para después pasar a revisar dos casos que son, sin lugar a duda, cruciales, como lo son el caso de los Estados Unidos de América y el de China, para finalmente entrar a las economías emergentes, dentro de ellas Latinoamérica.

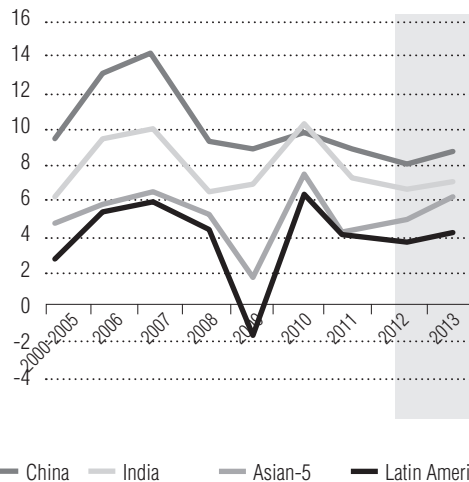
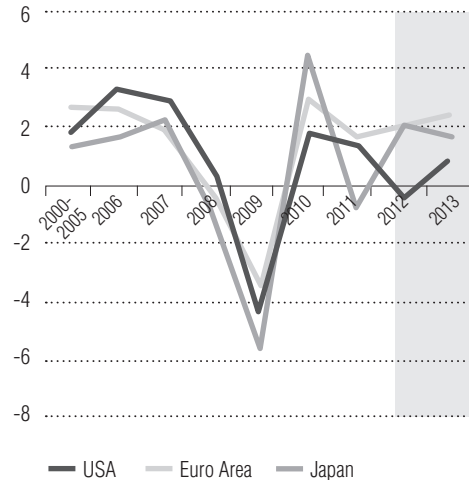
El mundo sigue creciendo (recuperándose) a dos velocidades



Fuente: IMF, World Economic Outlook, Septiembre 2011, Enero 2012, promedios ponderados por PPP, 2012-2013 proyecciones.

La economía del mundo sigue creciendo, pero se ha observado que este crecimiento se desarrolla a dos velocidades. Lo que está ocurriendo en el mundo es que se registró una fuerte caída en los niveles de crecimiento de los países desarrollados; por primera vez los países desarrollados tuvieron una caída extremadamente severa. Mientras, la caída en las economías emergentes y en desarrollo fue mucho más suave, razón por la cual estos países se están recuperando más rápidamente. De esa cuenta, se observa que los países emergentes y en desarrollo han recuperado, en general, su nivel de plena capacidad, mientras los países con economías desarrolladas cayeron más fuertemente durante esta última crisis financiera y, lo que es peor aun, no se han logrado recuperar. Europa, con una tasa promedio de desempleo superior al 10.0%; Estados Unidos de América, que presenta una cifra cercana al 8.0%; y algunas economías que todavía tienen una brecha de actividad bastante marcada. En el caso de las economías avanzadas, en promedio, las brechas oscilan entre 3.0% y 6.0%, por debajo de lo que es su producto potencial; en tanto que en algunas de las economías emergentes y en desarrollo se está discutiendo si están o no bajo un sobre calentamiento y cuán rápidamente se han recuperado.

Pero con bastante heterogeneidad



Fuente: IMF, World Economic Outlook, Abril 2012. Asean-5: Filipinas, Indonesia, Malasia, Tailandia, Vietnam. Promedios ponderados por PPP, 2012-2013 proyecciones.

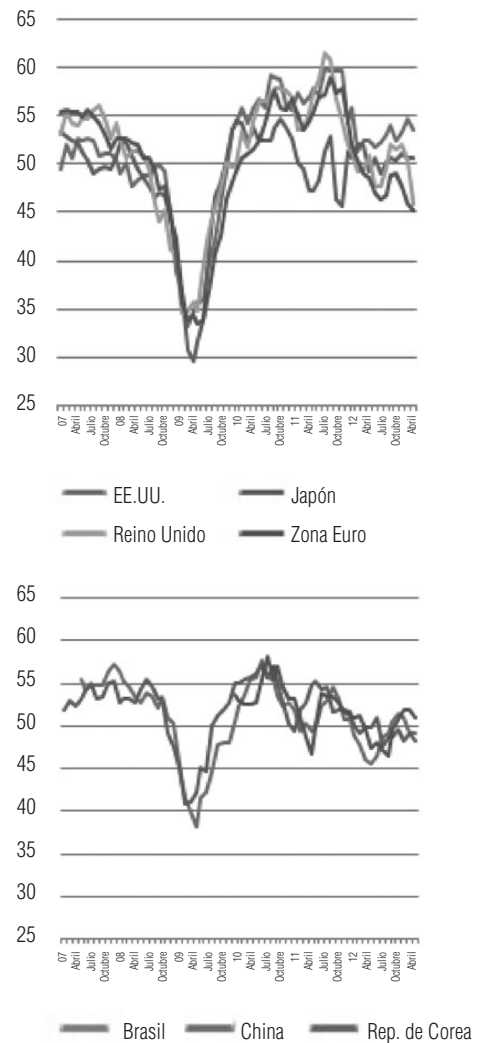
Esta situación evidencia que el mundo está creciendo de una forma tal que, a pesar de que seguimos manteniendo un crecimiento relativamente razonable y vigoroso, estamos teniendo un crecimiento relativamente dispar. El mundo podría crecer este año a tasas de 3.5% a 4.0%, tasas que no son muy distintas a las observadas a principios de la primera parte de la década del 2000, pero con la diferencia de que en las tasas de crecimiento actuales sí se puede observar que existe bastante disparidad. No creemos al 5.0% al que crecimos en el 2006 y 2007, inmediatamente previo a la crisis, aunque parecía que la economía estaba en una situación de sobre calentamiento global, pero sí estamos llegando a tasas similares previas a la crisis en épocas normales. Lo que

estamos observando es que los Estados Unidos de América sigue creciendo en torno a 2.0%, que es cercano a su tendencia de crecimiento; pero si una economía crece cerca de su tendencia de crecimiento con una brecha, entonces la tendencia y el producto crecen a la misma tasa; por lo tanto, la brecha se cierra muy poco y ese es el problema de la economía de Estados Unidos de América. Japón, en medio de las dificultades que representó para ellos el terremoto de marzo de 2011, también está reportando tasas de crecimiento cercanas al 2.0%.

Mientras, Europa sigue enfrentando serias dificultades. El crecimiento de la economía europea se ha contraído en 0.3%, según cifras del Fondo Monetario Internacional (FMI). En ese contexto, el Banco Central Europeo, que tenía un pronóstico positivo, rebajó dicha expectativa a -0.1% en promedio para toda Europa, como efecto de los altos niveles de incertidumbre; por esa razón, existe la posibilidad que la demanda en Europa disminuya aún más. Asimismo, la disparidad de Europa nos lleva a pensar en España, que este año puede estar contrayendo su producto en 3.0%; en tanto que en el caso de Grecia, esta economía ha caído ya, hasta el día de hoy, aproximadamente 20% en los últimos cinco años. Grecia no ha tenido un colapso como el que acostumbramos a tener en Latinoamérica, de repente, cuando tenemos una crisis, en que las economías caen 10.0%, 12.0%, en un solo año. Grecia ha estado cayendo a tasas de 3.0%, 4.0%, 6.0%; este año se espera nuevamente que sea una tasa cercana al 6.0%, pero también se estima que el próximo año puede seguir cayendo. Razón por la cual se considera que pierda aproximadamente un cuarto de su producto interno bruto (PIB), como resultado de la crisis que está pasando y que, sin duda, también ha tenido en jaque al mundo entero. Alemania este año va a reportar un crecimiento cerca del 0.0%. En resumen, tenemos a una Europa bastante anémica y con bastantes problemas. Por otra parte, vemos con bastante más vigor a las economías emergentes; particularmente China. De lo cual surgen algunas preguntas como: ¿Va a frenar rápido? ¿Va a lograr seguir creciendo con vigor o de manera más atenuada? En ese contexto, los chinos tienen un plan. En ese plan se indica que el crecimiento debería ser de alrededor del 7.0%. Pero el plan no consiste únicamente en la tasa que ellos quieren alcanzar; ese plan se refiere a la tasa mínima de crecimiento. Lo cual demuestra que hay una intención de que la economía crezca al menos alrededor del 9.0% o 10.0%, que era lo que venía creciendo en los años previos a la crisis, para acercarse a lo que el mercado prevé: tasas cercanas al 8.0%. Tenemos el caso de la India, que está creciendo lo mismo. Los países asiáticos, casi todos con cierta desaceleración durante este año. Por lo tanto, se estima que 2012 será un año relativamente malo, pero se estima que 2013 sea mejor. Latinoamérica está creciendo también a tasas bastantes razonables, cercanas al 4.0%. No son las mejores tasas de crecimiento, pero obviamente son bastante positivas de acuerdo con nuestra historia y, sobre todo, por las crisis que hemos sufrido. Es raro encontrar experiencias donde se observe que la actividad económica del mundo cae con esta fuerza. Normalmente se acostumbraba decir que cuando el mundo tenía un resfrío, a Latinoamérica le daba neumonía. Hoy día el mundo está con neumonía y Latinoamérica está con resfrío;

lo cual, sin duda, ha reflejado un cambio muy importante y, en parte, se debe a las políticas económicas aplicadas.

PMI's (Purchasing Managers' Index, Índice de Difusión, sector manufacturero)

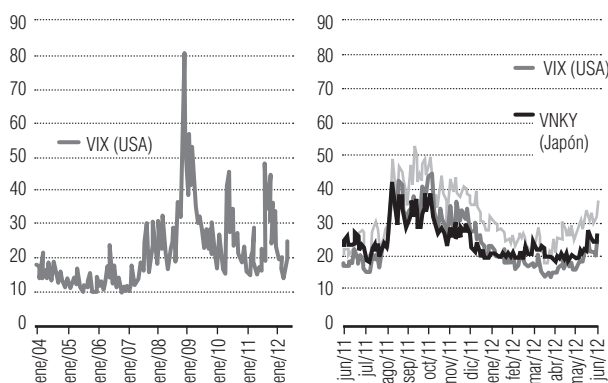


Fuente: Bloomberg, ISM y HSBC-Markit

Si uno mira cifras más recientes, estos son los indicadores de producción manufacturera que salen inmediatamente cuando se cierra el mes (en el último mes la actividad industrial ha sido el dato de mayo; estos datos son elaborados con base en encuestas, por lo tanto no reflejan exactamente lo que son las cifras de mayo). Hay una preocupación por una especie de sin-

cronización en la caída de la actividad industrial y la desaceleración de la actividad industrial en todo el mundo. Si miramos esta gráfica vemos que afecta, prácticamente, a todo el mundo, incluyendo a los países emergentes, entre ellos a China, a Brasil y a Corea del Sur. Se puede apreciar que hay cierta desaceleración en el mundo y que dicha desaceleración está bastante sincronizada, lo que ha llevado a pensar que lo que estamos viviendo es una desaceleración sincronizada. Puede ser que haya cierta normalidad en que todos los países estén creciendo menos, después de que se recuperaron con fuerza posteriormente a la caída en la crisis, pero no se puede descartar que el crecimiento se haya ralentizado.

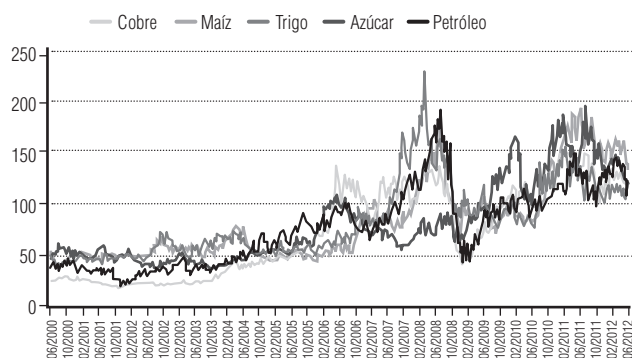
Volatilidad accionaria



El tema de esta conferencia se refiere a la pregunta: ¿Qué es lo que ha movido al mundo durante los últimos dos años? ¿Ha sido la incertidumbre? En ese contexto, la medición tradicional de incertidumbre que nos mostraba Pablo en la conferencia anterior es la volatilidad accionaria, aproximada por el Chicago Board Options Exchange Volatility Index (VIX). Esta es la volatilidad accionaria que, técnicamente, se saca del precio de las opciones de los índices accionarios, porque los precios de las opciones dependen de la volatilidad esperada; entonces si uno conoce un precio de las opciones puede saber cuál es esa volatilidad implícita esperada. En términos generales, se puede decir que este indicador mide la desviación estándar esperada de los índices accionarios. Por lo que, si se toma el punto alto que alcanzó el VIX cuando pasó lo de *Lehman Brothers*, quiere decir que con 80% de probabilidad el mundo esperaba que las bolsas subieran 2/3 o bajaran 2/3, que indica básicamente que la volatilidad era brutal porque lo normal es que sea 20%. Como mencioné, hacia finales del año pasado el mundo entró en una fase de bastante nerviosismo y lo impresionante es que la incertidumbre europea (representada por la línea verde) empieza a empujar la incertidumbre en todo el mundo. El mundo se aquieta y vuelve a resurgir la incertidumbre con bastante intensidad; llega a niveles de 30 en Europa, entonces

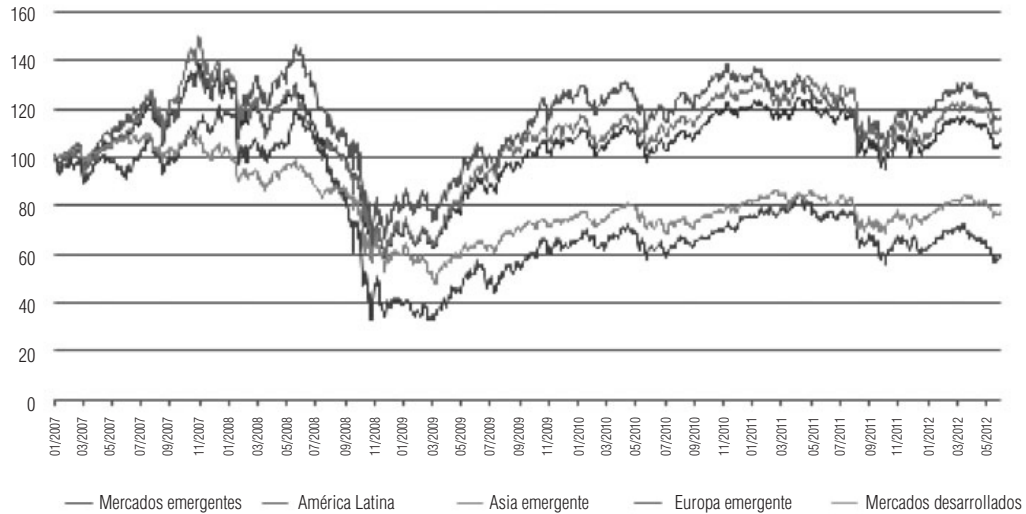
el mundo entero empieza a subir bastante también. No a los niveles extremos que se tuvo con la crisis de *Lehman Brothers*, o la que se registró para el terremoto de Japón (donde hubo, incluso, incertidumbre respecto de los problemas nucleares). Obviamente estamos en un mundo con alta incertidumbre y muy sincronizado.

Precios de materias primas (Índice junio 2000=100)



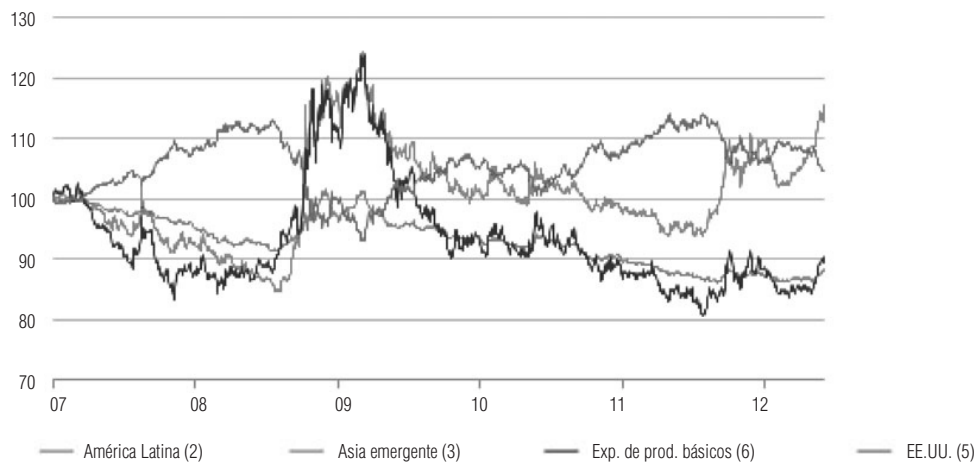
Fuente: Bloomberg

Por otra parte, como resultado de este crecimiento dispar se ha tenido una consecuencia positiva para todos nosotros (los países emergentes y en desarrollo), la cual se traduce en mejores precios de los commodities. No solo creemos que los *commodities* alcanzaron niveles altos (entre ellos el cobre, maíz, trigo, azúcar, excepto petróleo). Los *commodities* alcanzan un máximo en el año 2008, justo antes de la crisis; colapsan posteriormente con mucha fuerza y se vuelven a recuperar. Por lo que resulta la pregunta: ¿Qué ha estado detrás del incremento del precio de los *commodities*? Fundamentalmente, una mayor demanda, con ofertas bastante inelásticas, tomando en consideración que es bastante difícil proveer mucho más commodities en el corto plazo. La mayor demanda de estos productos se puede considerar que es derivada del vigor de las economías emergentes, donde, como sucede con China y otras de las economías emergentes, demandan infraestructura, combustibles, energía, alimentos, etc., porque normalmente estas economías no incrementan mucho su demanda de servicios, ni de productos más avanzados. Regresando al tema de la incertidumbre, con los datos más recientes se puede observar que se han registrado en mayo caídas bastante más fuertes. Para el caso de Chile, que ha tenido un peak con el precio del cobre, extremadamente elevado, en mayo, con movimiento de US\$3.8 la libra, cae aproximadamente a US\$3.3 por libra (el último dato de la semana pasada); el máximo lo tuvo en US\$4.5 por libra; es decir que ha tenido una caída importante. El petróleo de US\$111.00 por barril disminuyó a US\$84.00 por barril, con posibilidades de seguir bajando. Lo que para los países emergentes, no exportadores de petróleo y para el mundo, en materia de productividad, no es una mala noticia.

Bolsas mundiales (Moneda local, 01-07=100)

Fuente: Bloomberg

El otro elemento importante que tenemos con el comportamiento del crecimiento económico es lo que está pasando con las bolsas de valores. Las bolsas se mueven todas al mismo ritmo, pero hay una separación entre las bolsas de las economías emergentes, las de América Latina, las de Asia emergente, las de los mercados desarrollados y Europa emergente. La bolsa de Europa emergente es la única que no ha podido seguir al ritmo de las economías emergentes porque está supeditada a lo que pasa en Europa. Esto es lo mismo que pasa con México en relación al comportamiento de la dinámica económica de los Estados Unidos de América, que es su principal socio comercial; o lo que le sucede a Centro América: el ritmo de su economía depende, en buena medida, de lo que suceda en los Estados Unidos de América. Lo que parece más claro es el hecho que las economías emergentes tienen un buen desempeño.

Monedas de economías exportadoras de productos básicos y emergentes (1) (Índice 1/1/2007=100)

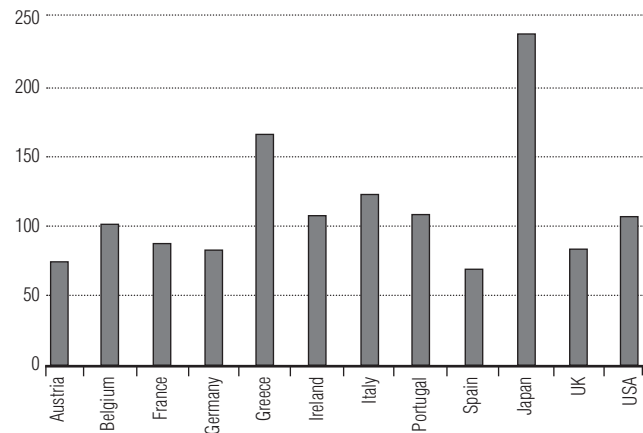
(1) Corresponde al promedio ponderado a PPC para cada región. Aumento indica depreciación. (2) Incluye a Argentina, Brasil, Chile y México. (3) Incluye a China, Indonesia, Malasia, Rep. Corea y Tailandia. (4) Incluye a Hungría, Polonia, Rep. Checa y Rusia. (5) Dólar respecto de una canasta de monedas de los principales socios comerciales de EE.UU. Aumento indica depreciación del dólar. (6) Incluye a Australia, Canadá y Nueva Zelanda.

Fuente: Bloomberg.

En relación con el comportamiento de algunos tipos de cambio, sobresale el hecho de que las monedas de los países exportadores de productos básicos se han fortalecido, en tanto que la moneda de los Estados Unidos de América se debilitó, como producto de la incertidumbre. Cuando en el mundo aumenta la incertidumbre, aunque esta sea principalmente sobre los Estados Unidos de América, se da la paradoja siguiente: aunque Estados Unidos de América tenga problemas, los inversionistas se refugian en activos de los Estados Unidos de América; por lo tanto, el dólar se fortalece y las tasas de los bonos del tesoro caen. Lo que implica que, cuando el mundo está débil, las monedas se ajustan, el rendimiento del bono del tesoro cae, las monedas de nuestra economía se debilitan; entonces, ahora se ha agregado un fenómeno adicional y es la mayor incertidumbre que hace que el mundo se empiece a refugiar en monedas seguras, como en el caso del dólar de Estados Unidos. Se puede apreciar que las monedas de América Latina, las monedas de los exportadores de petróleo, desde que recrudece la crisis, en mayo, empiezan a depreciarse. En el último par de días hemos visto apreciación de algunas monedas de países bastante más fuertes, como producto de la incertidumbre que se ha estado atenuando.

Europa tiene muchos problemas (se podría hablar bastante de todos los problemas europeos), pero se le suma un conjunto de problemas que tiene debido a su estructura. Tiene un problema fiscal y uno de competitividad en algunas regiones importantes, que no es posible solucionar fácilmente, producto de que no tienen moneda para depreciar. Todo esto le lleva a tener un crecimiento muy bajo, que es retroalimentado por el problema fiscal, pero también retroalimenta un problema financiero bastante severo que tienen, básicamente, instituciones financieras con préstamos que valen muy poco y que todavía no son castigados; sobre todo, en el caso de España y los préstamos inmobiliarios. Todo lo anterior retroalimenta un problema de bajo crecimiento que tiene a toda la región en crisis. La Zona del Euro posee una adecuada unión monetaria, pero es una unión económica muy incompleta. Hoy en día vemos que se habla de la necesidad central de conformar una unión fiscal y una unión financiera, y que, en cierta medida, es lo que está pasando con el arreglo de España. Las elecciones en Grecia evidencian que quienes probablemente gobiernen son personas que no quieren seguir con las políticas de austeridad. Ellos no están de acuerdo con seguir los programas acordados con la troika y quieren un programa con mayores concesiones. Asimismo, han manifestado que no quieren abandonar la Zona del Euro y en esto han sido muy explícitos. Pero, eso sí, ya se empieza a desatar cierto nerviosismo sobre la fortaleza del mantenimiento de las políticas de austeridad; pero también ocurre en el caso de España, en el que se observa lo mismo, fundamentalmente por los problemas que acarrea su sistema financiero. Portugal e Irlanda han logrado hacer mucha mayor cantidad de ajustes.

El problema fiscal (Deuda pública bruta, 2011, % PIB)



Fuente: Fiscal Monitor, IMF, September 2011, January 2012.

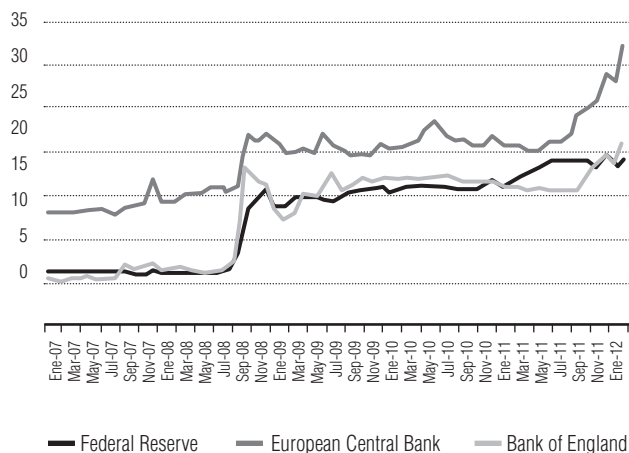
¿Qué pasa con los problemas fiscales? Todos estos países tienen una deuda por arriba del 100% de su PIB. Estas deudas son enormes y muy difíciles de pagar si no hay un ajuste fiscal en el mediano y corto plazo. Pero, si los ahogan, van a tener serios problemas de liquidez; el caso más extremo es Grecia. Sin embargo, el problema fiscal no es un problema sólo de Europa. Por ejemplo, la deuda de Japón representa el 200% de su PIB (es decir, tiene más de dos veces su PIB de deuda pública); en tanto que los Estados Unidos de América y el Reino Unido no son casos muy distintos de los niveles de deuda que poseen otros países europeos. Por lo que surge la pregunta: ¿cuál es la diferencia? Japón tiene algunas diferencias; entre ellas, la más importante es que tiene una tasa de interés muy baja. El bono japonés está siempre cerca del 0.0%, 0.5%; entre 0.0% y 1.0%. La verdad es que endeudarse a una tasa de 0.1% y refinanciar esa deuda es bastante barato. Pero, por otra parte, Japón tiene una tasa de ahorro bastante grande y tiene tanto ahorro que no sólo los japoneses son capaces de prestarle al fisco, sino que también son capaces de prestarle dinero al resto del mundo; por lo tanto, el caso de Japón es comprensible.

¿Qué pasa con los casos de Estados Unidos de América y de Inglaterra en la coyuntura actual? Ellos tienen un comprador de última instancia. ¿Quién está comprando la deuda pública? En el caso de Inglaterra es el Banco de Inglaterra; y para Estados Unidos es la Reserva Federal. Producto de su política monetaria, llegan a alcanzar una tasa de 0%. Cuando llegaron a la tasa de 0%, dicen: “No puedo seguir bajando la tasa. ¿Qué hago?” Bajan la tasa de largo plazo. ¿Cómo lo hacen? Comprando bonos del tesoro, papeles de gobierno. Es decir, salir a comprar papeles

del tesoro de manera masiva. Estamos hablando de cientos de miles de millones de dólares que están comprando y, con ello, se logra, en cierta medida, bajar la tasa larga, lo cual les ayuda a dar impulso a la actividad económica por medio de mejores condiciones financieras. Europa no lo puede hacer porque legalmente está prohibido, dado que su legislación indica que no se puede financiar a los gobiernos o Estados miembros. A lo interno, han tenido una oposición muy fuerte por parte de Alemania, que recuerda que el Banco Central Europeo no puede salir a comprar deuda pública. ¿Por qué? Porque va contra el espíritu de la unión monetaria. Para los alemanes, la solución es que los países que están mal, hagan ajustes a sus programas de gasto público.

Aquí es donde surge la primera diferencia; por lo menos, comparándola con los Estados Unidos de América, que es una unión monetaria muy buena, conformada por cincuenta estados autónomos y asociados. Es que en los Estados Unidos no solamente tienen una unión monetaria, sino que también tienen una unión fiscal. Por lo tanto, si existe un problema en una región, esta tiene que resolverlo autónomamente; pero si hay un problema fiscal, este se maneja en términos federales y el espacio que tienen los gobiernos locales, los gobiernos de los Estados, es muy pequeño, con reglas muy estrictas de financiamiento. Un Estado individualmente no tiene ningún impacto sobre el gobierno federal, ni sobre la política económica que uno pueda hacer desde el nivel federal para apuntalar la actividad económica. ¿Qué hizo la Unión Europea para que viniera la primera ola de calma? Esta surge cuando el Banco Central Europeo dice: “Ya voy hacer lo mismo”; hace, en la práctica, lo mismo que la Reserva Federal y el Banco de Inglaterra, pero con cierta argucia. Estos son los balances de los bancos centrales. Estos son los préstamos que han hecho estos bancos centrales; aquí tenemos sus activos; aquí empieza la crisis y empiezan a hacer compras masivas de bonos y a renovarlas, en Inglaterra y en los Estados Unidos de América.

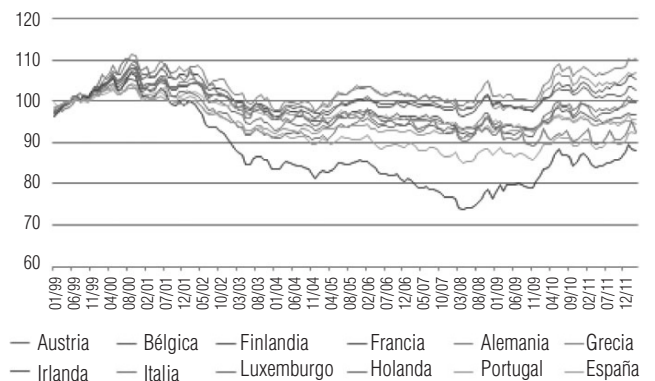
Balance bancos centrales (Activos, % del PIB)



Fuente: Bancos centrales, Haver Analytics y Bloomberg.

El Banco Central Europeo hace algo menos; y lo que empieza a hacer aquí (a finales de 2011 y principios de 2012) es a prestar un millón de millones de euros. Pero un millón de millones de euros fue una cantidad bastante considerable, más que cualquier PIB de algún país de la región de América Latina. El Banco Central dice: “Voy a prestar en dos fases, en diciembre y en febrero, 500 millones de euros; en cada una de esas fases les voy a dar prestado al 1.0%”. Pero solo van a prestar a los bancos, para que los bancos tengan recursos para invertir. Se presentaron 800 o 900 bancos. ¿Y qué dijeron los bancos? Tomaron los préstamos al 1.0% y salieron a comprar deuda pública, que les rendía entre 5.0% y 6.0%, de sus propio países. Esta deuda tiene cierto riesgo, pero los bancos salieron a comprarla y entonces solucionaron parte de su problema. Esto no es directo, como sucede con la FED, que dice: “Voy a salir a comprar bonos del tesoro”. El Banco Central Europeo, como lo dije, le pasa la plata a los bancos y parte de esa plata los bancos la usan para comprar papeles de los gobiernos, pero otra parte también la usan, porque ellos tienen problemas de financiamiento, y la utilizan para renovar sus fuentes de financiamiento. Eso les provee cierto alivio, alivio que después, en el mercado, empieza a generar duda.

Tipo de cambio real (Índice enero-diciembre 99=100)

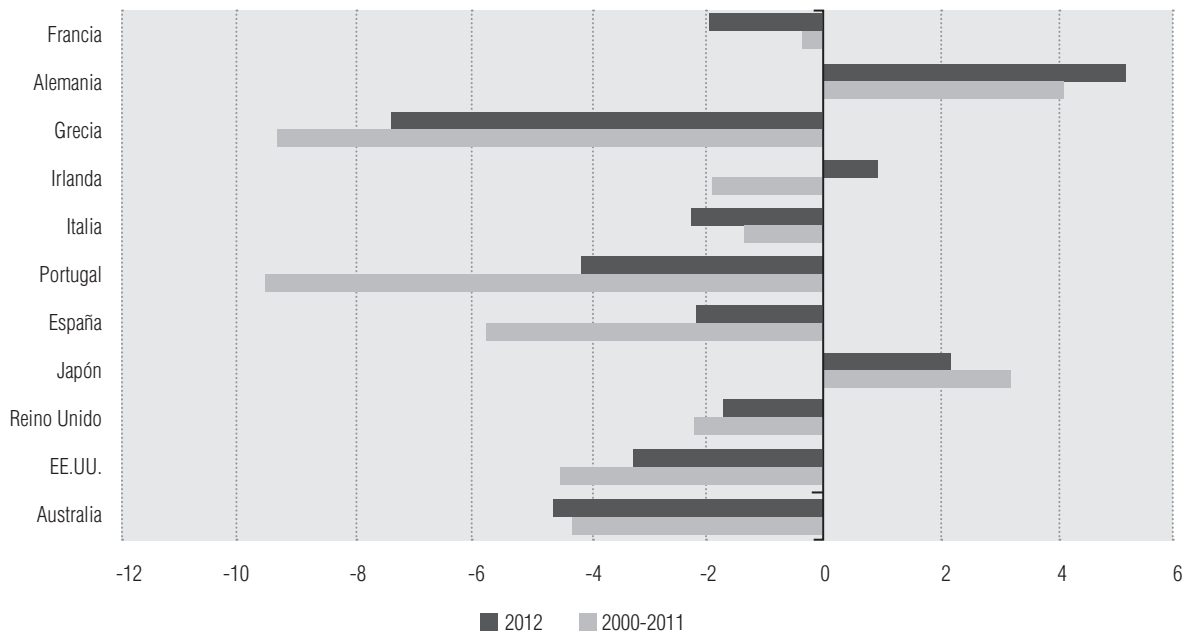


Fuente: BIS, broad-based index. Un aumento representa una depreciación real.

El otro aspecto importante es referente a lo que está pasando con los tipos de cambio reales. Desde que se inicia la Unión Europea empiezan a divergir los tipos de cambio en Europa. El caso de Irlanda es el caso más dramático; allí existe una fuerte apreciación real. Pero también tenemos, con esta línea más gruesa, los países en problemas (Portugal, España y Grecia), que tuvieron apreciaciones bastante severas. En teoría, los economistas buscamos explicación para esto y después, cuando hay una crisis, buscamos explicación para la crisis. Pero ¿por qué no nos dimos cuenta de que había una crisis? Hay que ser humilde y reconocer la falta de precisión en el diagnóstico. Si

los países son más productivos, sus tipos de cambios reales se aprecian; es como cuando suben los términos de intercambio para nosotros. Cuando se es más productivo, la moneda se fortalece y se tiene la capacidad de pagar mejores salarios. En Europa se observan apreciaciones en los países de la periferia; asimismo, se registran aumentos de salario rápidos en los países de la periferia. En cambio, en los centrales (Alemania y los otros países del norte), hay tipos de cambio más estables y sus salarios son más contenidos. Pero esto no es sorpresa; esto es normal, porque Grecia, España... están siendo más productivos. Pero no eran tanto más productivos.

Cuenta corriente (% PIB): los ajustes son más complejos si no hay flexibilidad cambiaria



Fuente: WEO, IMF.

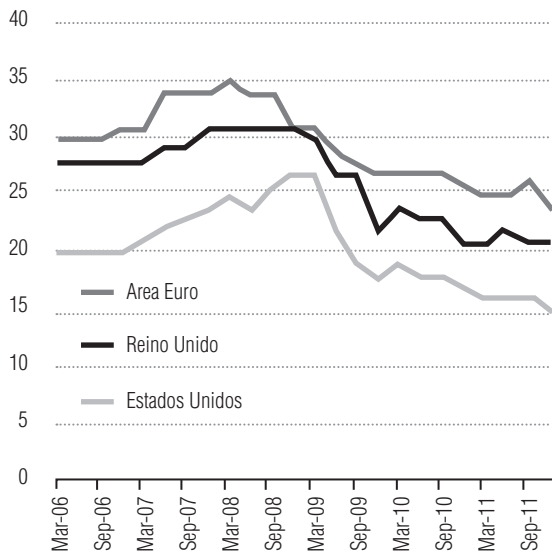
Lo que sucedió es que hubo un exceso del gasto y, como podemos darnos cuenta, les ha costado ajustarse y hoy día les cuesta bastante más, debido a que no tienen una moneda propia. Entonces, aquí hay un problema de competitividad y en esta diapositiva vemos lo que ha pasado: la línea clara es el promedio del 2000-2011 y la línea oscura es lo que se espera que ocurra en un conjunto de países durante 2012. Pongo aquí a Japón que, como mencioné, tiene superávit; también a los Estados Unidos de América y a Australia. Este último, un país que siempre ha tenido un déficit alto, en promedio alrededor del 4.0%. Sin embargo, nos preguntamos qué pasó en Europa. En esta región se observó que España registró un déficit en la cuenta corriente, en promedio, de 6.0% durante 11 años. Esto significa que todos los años gastó un 6.0% más con relación a su ingreso. Aunado a ello, Grecia y Portugal registraron déficit cercanos al 10% durante 12 años. Capitalizando, significa que uno incurre en endeudamiento adicional de más de 100% de su

producto. Entonces, estamos hablando de una crisis y tienen que ajustarse ¿Por qué? Porque no pueden seguirle pidiendo prestado al mundo, sobre todo porque ahora nadie les quiere prestar, debido a que hay duda sobre su capacidad de pago. En el caso de Portugal, pese a que su economía está en recesión, ha logrado ajustar un poco estos desequilibrios, España, por su parte, también se ha ajustado de manera importante; mientras que Grecia se ha ajustado mucho menos y esto, sin duda, pone una diferencia para Grecia en su capacidad de ajuste. El otro elemento importante que está ocurriendo en dicha región, y que ha aumentado el temor de las autoridades financieras de Europa, es el desapalancamiento. Europa es una región que tiene altos niveles de apalancamiento; es decir que lo que presta sobre su capital mantiene un nivel muy alto. Al respecto, los préstamos sobre depósitos y los préstamos sobre capital son muy altos, incluso más que lo registrado en el Reino Unido y en los Estados Unidos, países que a partir de la crisis mantienen

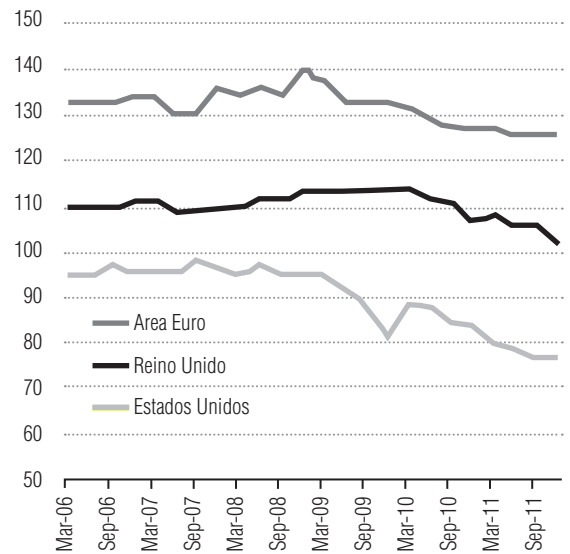
una tendencia a la baja. En el caso de Europa, si bien el nivel de apalancamiento ha estado disminuyendo, lo hace a tasas bastante más lentas. Ello sugiere que Europa tiene un sistema bancario muy apalancado que ha prestado muchísimo, respecto de los activos que tiene, y muchas de esas colocaciones son malas; y no se ha logrado desapalancar porque cuando uno empieza a bajar el nivel de apalancamiento debe dejar de prestar o aumentar el capital, lo cual es bastante difícil en Europa; por tanto, uno tiene que dejar de prestar. Pero el problema cuando uno deja de prestar es que al restringir el crédito, puede generar una desaceleración económica relativamente fuerte. No obstante, el desapalancamiento tiene una parte positiva, dado que uno tiene que limpiar de los balances aquellas actividades que son adversas.

Desapalancamiento

Activos tangibles ajustados con respecto a Tier 1 common capital



Razón de préstamos bancarios a depósitos

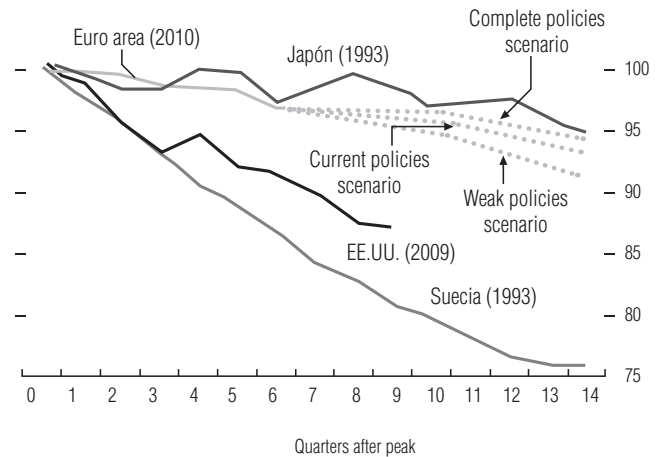


Fuente: IMF, Global Stability Report, abril 2012.

Hay cientos de miles de millones de euros en los balances de los bancos, que son propiedades y negocios inmobiliarios en España, que actualmente valen casi nada y aún los tienen registrados a precios elevados.

En la siguiente diapositiva pueden observarse las experiencias de los que se desapalancaron, pero la pregunta es: ¿cuál es el riesgo? Los Estados Unidos de América se ha desapalancado fuertemente; no obstante, ha estado creciendo. Ello significa que limpió el balance de los bancos y aquellos que no eran solventes dejaron de prestar. Suecia, que siempre se ha mencionado como un caso muy bueno de ajuste en materia de crisis financiera, pasó de tener un nivel de crédito respecto del PIB de 100.0% a 75.0% en un lapso de 14 trimestres (menos de cuatro años).

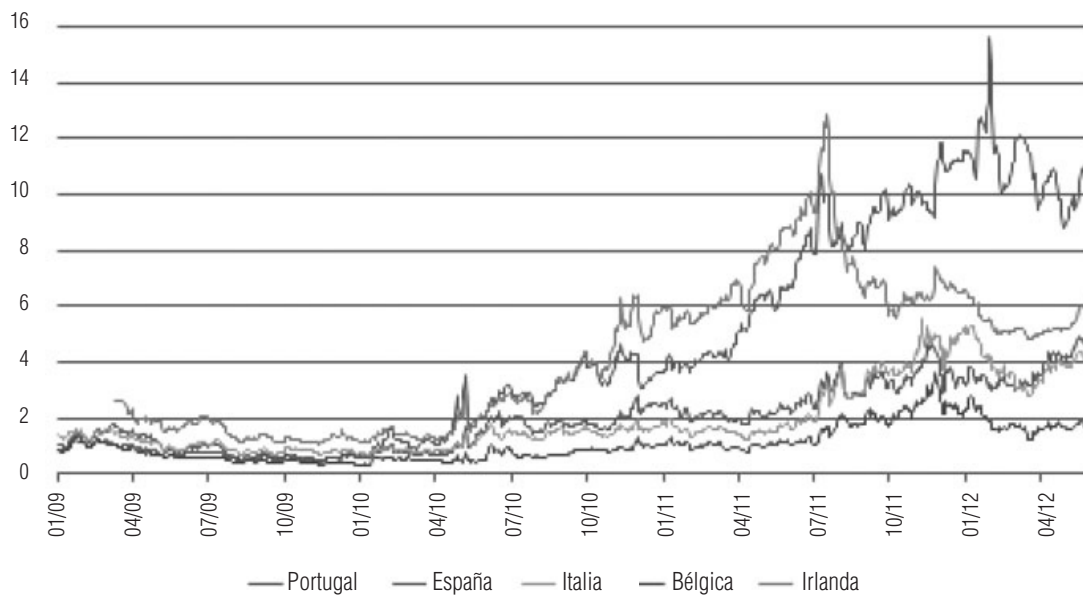
Desapalancamiento: Razón crédito a GDP (peak=100)



Fuente: IMF, Global Stability Report, abril 2012.

Sin embargo, Europa se ha desapalancado muy lento. En esta gráfica, ¿a quién asemeja? A Japón. El problema que tuvo Japón y el riesgo que actualmente tiene Europa es lo que podríamos llamar “la japonización”, lo cual equivale a mantener un sistema financiero con respirador artificial, un sector privado que tiene que ajustarse y un gobierno que mantiene un sistema bancario que también tiene que ajustarse. Y eso significa muchos años de poco desapalancamiento. Entonces, el gran riesgo para Europa, dados todos los problemas financieros que tiene, es que va a tener dos o tres años de muy poco crecimiento, incluso hasta el 2015, por lo menos. Lo que hay que proteger es que no vaya a ocurrir un colapso, producto de la debilidad y de los problemas financieros que tienen.

Spread bonos soberanos 10 Y (% , con respecto a Alemania)



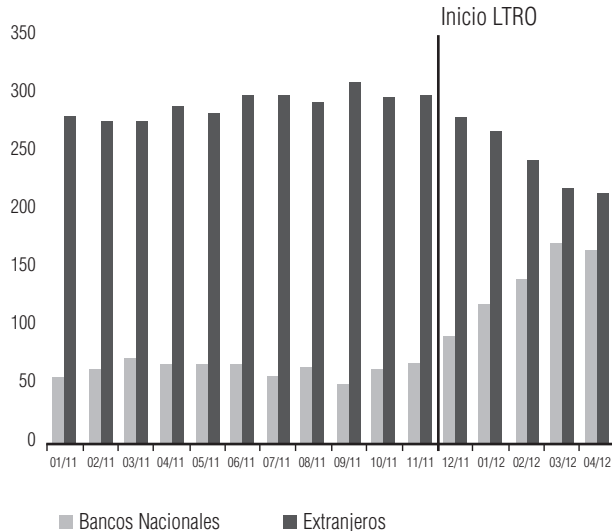
Fuente: Bloomberg

Recientemente se ha observado que los *spreads*, los cuales durante el período de alta tensión subieron, comenzaron a bajar, pero han vuelto a subir. Este *spread* significa el costo de endeudamiento de estos países respecto de la tasa del bono alemán. Esto significa que mientras en Alemania el gobierno se puede endeudar a 1.5% a 10 años, en España el gobierno tiene que endeudarse a 7.0% al año; y esto es un tema fiscal y forma parte de la discusión actual sobre si debería haber un bono europeo, con el cual toda Europa se financiara. Pero, obviamente, no para que gasten los países individualmente sino para que sea asignado de manera más integral entre los países de Europa. En el caso de Grecia, está fuera del mercado y sobrevive únicamente por los créditos que le han dado. Portugal también está pagando tasas altas; en el mercado secundario, los bonos están pagando entre 12% y 13%. ¿Qué es lo que ha pasado? Y si vamos más allá, vemos el caso de Grecia, al que me referiré en unos minutos más, y su potencial salida del euro. En España lo que ha pasado es que hay mucha incertidumbre y un sistema financiero muy frágil; en particular las cajas, las cuales estuvie-

ron muy involucradas en el *boom* inmobiliario. Por cierto, un caso muy parecido a la crisis *subprime* de los Estados Unidos de América, aunado a un sistema bancario con una institucionalidad bastante débil, sobre todo las cajas; estas, además, están bastante politizadas y su asignación del crédito no es de las más eficientes. Ante esto se instaló un sistema de financiamiento denominado FROB para que las cajas se unieran, y poder capitalizarlas. Las siete cajas más importantes en España, entre las cuales estaba la caja de Madrid, se unieron; el fondo les dio el dinero y crearon BANKIA. Pero hace unos meses se dieron cuenta de que el ajuste no había sido tan efectivo y BANKIA ha tenido que ser intervenido por el fisco. Entonces queda la duda: ¿quién va a financiar a bancos hoy día?, debido a que, primero, su base de depósitos es débil, como resultado de la crisis europea, dado que la gente empieza a retirar los depósitos, no masivamente, pero sí lentamente, en Grecia y España, y comienzan a irse a Alemania. Aquí se enmarca la otra diferencia crucial entre Europa y los Estados Unidos de América, que resulta ser el modelo estadounidense de unión monetaria, dado que, en los

Estados Unidos de América, un depósito en California, uno en Massachusetts, uno en Nueva York, uno en Alabama, o uno en Georgia son iguales; les cuesta lo mismo a los bancos levantar ese depósito, les cuesta la misma tasa. ¿Por qué? Por dos razones: porque tienen un sistema común de resolución de crisis bancaria, de resolución de quiebra de bancos, de manera que la legislación si un banco quiebra es la misma en todos los Estados que conforman la unión; además, existe un seguro de depósitos, el *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC), el cual, al momento de la quiebra de un banco en cualquier parte de los Estados Unidos de América, asegura a los depositantes. ¿Pero qué pasa en Europa?

Deuda soberana española por acreedores (Miles de millones de euros)



Fuente: Gobierno de España, Tesoro Público, <http://www.tesoro.es/sp/home/estadistica.asp>

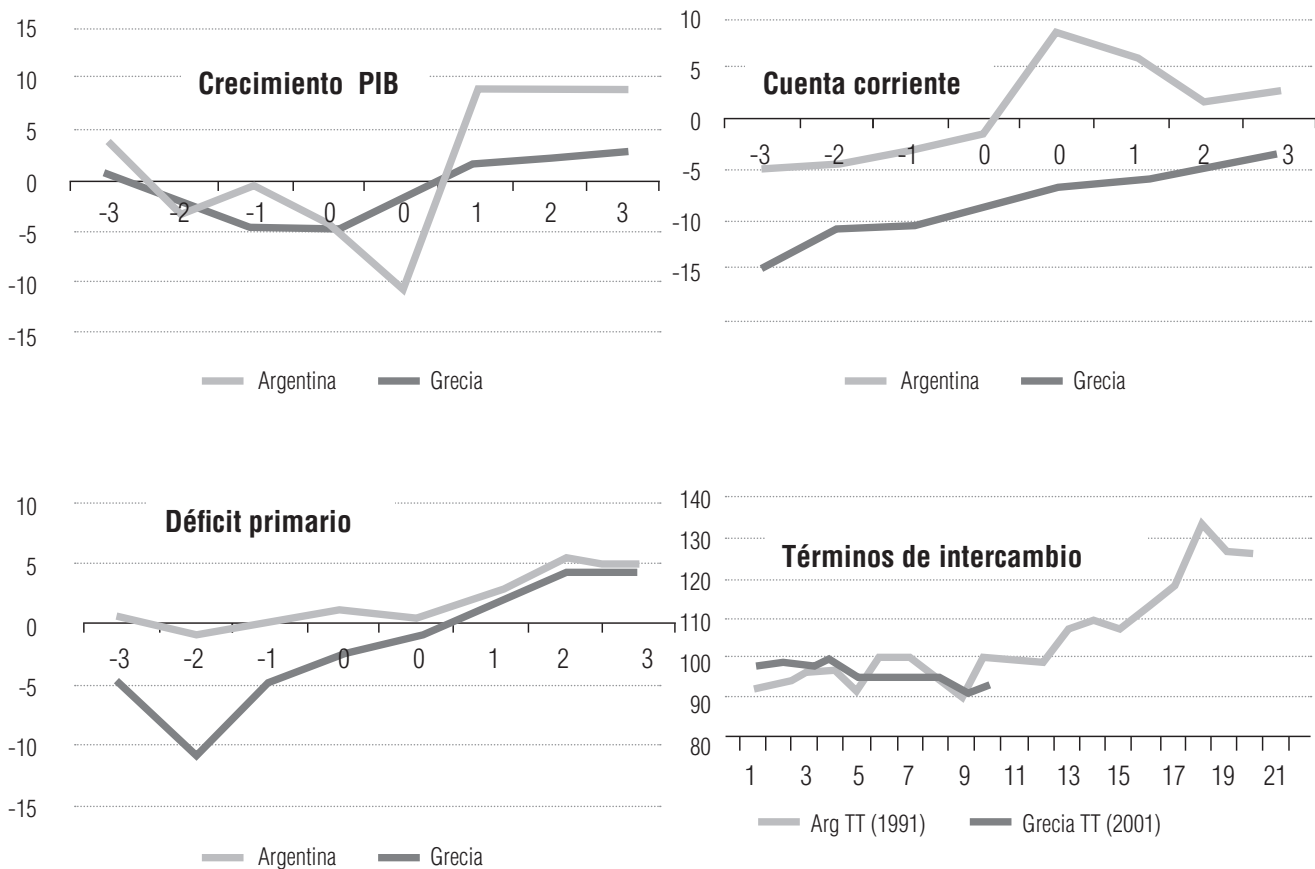
En Europa si quiebra un banco lo tiene que salvar el gobierno de su respectivo país; pero si el gobierno también está quebrado, ello significa que nadie va a creer que ese banco va a poder honrar sus depósitos o va poder ser salvado; y ese círculo vicioso es generado por la debilidad financiera de no saber si cae un banco, quién lo rescatará. Actualmente el Banco Central Europeo ha estado apoyando a los bancos griegos; ¿pero qué pasa si quiebra un banco europeo o un banco griego, quién se debe hacer responsable? En el caso de Grecia, el gobierno de ese país; pero si este no tiene dinero, pasa lo mismo, en cierta medida, de lo que está pasando en el caso español que, desde el punto de vista de la deuda pública, ésta también comienza a generar mucha incertidumbre; y es aquí cuando se inicia el programa de financiamiento del Banco Central Europeo; este millón de millones de euros que se conoce como Long-Term Refinancing Operation (LTRO) debido a que los acreedores externos de España comienzan a deshacerse de dicha deuda, y la deuda pública que tenían los bancos comienza a aumentar; es

decir, el dinero que el Banco Central Europeo le otorgaba a los bancos españoles, ellos lo utilizaban para comprarle deuda pública a los acreedores extranjeros; entonces estos comenzaron a salir y los bancos a subir. Al respecto, los datos en abril evidencian que dicho proceso se estancó. ¿Por qué? Porque cuando se aplica el LTRO, la deuda de los bancos empieza a subir muy fuertemente; no obstante, se estanca porque el financiamiento va disminuyendo y el mercado comienza a tener dudas sobre quien va a seguir comprando la deuda soberana de España; aunado a ello, los bancos españoles tienen créditos inmobiliarios que han perdido su valor y tienen deuda pública con niveles de riesgo de default. Este escenario ha generado muchas tensiones sobre la banca española, dado que comienza a circular el pronóstico de que esta podría necesitar hasta 50,000 millones de euros para recapitalizarse. Recientemente las autoridades europeas acordaron otorgarle a España, aproximadamente, 100,000 millones de euros para que pueda capitalizar al sistema bancario. En España, a pesar del apoyo que recibieron las cajas, aún es necesario que muchas de ellas se fusionen o que limpien sus balances; por tanto, con el financiamiento aprobado se prevé, al menos, la estabilización del sistema bancario español y, con ello, poner una “cortina de fuego” en el sistema; es decir, una “reja de seguridad” en la banca española que impida que el problema siga contaminando al resto de Europa.

Ahora bien, el problema latente es Grecia, debido a la incertidumbre sobre su posible salida de la unión monetaria. Yo conversaba con un europeo y este me decía: “En Europa, el paradigma griego es Argentina. ¿Cómo lo hizo Argentina?” Entonces dije: “Porque son argentinos...” Pero, para evitar confusiones, Argentina es distinta de Grecia; es muy distinto. Más allá de que Grecia no posea una moneda propia –dado que cuando Argentina introduce su plan de convertibilidad, las personas tenían moneda para transar– pero en el caso de Grecia es un problema introducir dracmas, porque todo el sistema europeo está hecho sobre el euro y comenzar a hacer los sistemas de pago, cambiar todo ello sería todo un enredo incomprensible. Pero bien, vamos al área de la macroeconomía, a los grandes datos de Grecia y de Argentina. Justo cuando están al borde del colapso, ambos han estado cayendo muy fuerte, pero Argentina venía cayendo algo menos; sin embargo, tiene un colapso muy fuerte en la crisis. Grecia en 2013 tendría una caída muchísimo más severa y cercana a la experimentada en Argentina; pero, y esto es importante, el déficit en cuenta corriente de Argentina ya se venía ajustando durante el año anterior a la crisis y en 2001, justo antes de abandonar el esquema de convertibilidad, la cuenta corriente está, prácticamente, en balance. Pero en Grecia, como les he mostrado recientemente, el déficit de la cuenta corriente se encuentra en niveles superiores al 5% del PIB; incluso aunque no pagara los intereses de la deuda este año necesita alrededor del 4.0% del PIB para financiar sus importaciones. Entonces la pregunta es: ¿qué hace un país que no puede pagar esto? Tiene que ajustarse y este ajuste tendría que ser extremadamente severo. En Grecia este problema también se encuentra en el ámbito fiscal, aunque también hay que reco-

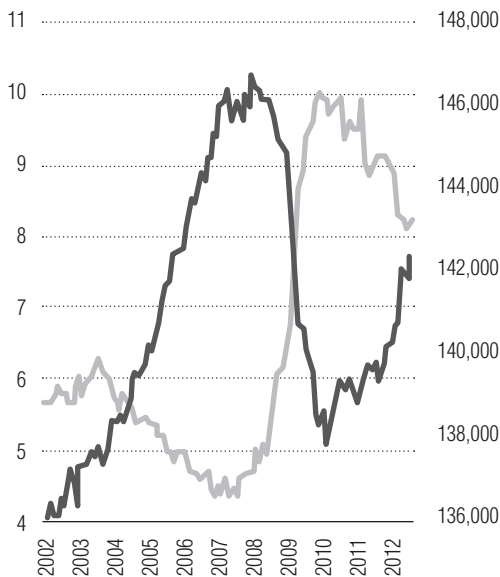
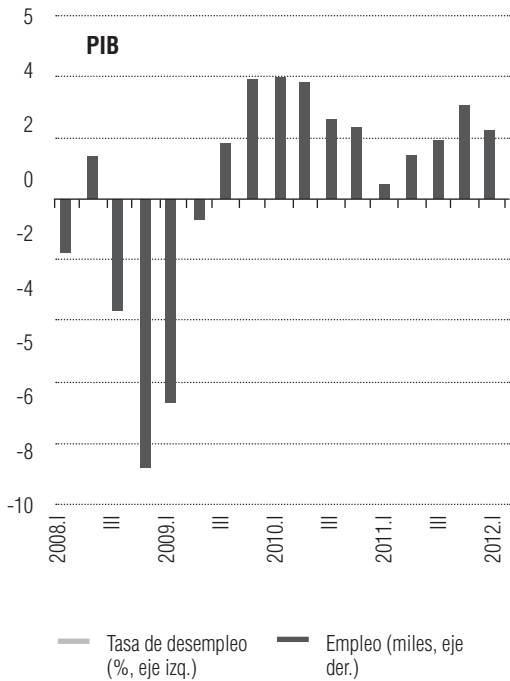
nocer que Grecia en esta área ha hecho un fuerte ajuste. Hace tres años Grecia tenía un déficit primario cercano al 10.0%, pero en la actualidad se encuentra alrededor del 3.0%, próximo al rango esperado de entre 3% y 2%. Pero si repudia su deuda y nadie le presta, tiene que hacer también un ajuste severo. En el caso argentino, es bien notable que el ajuste en el ámbito fiscal ya lo había hecho –y empieza a pasar en toda América Latina– y a finales de la década de los noventa las cuentas fiscales, particularmente el déficit primario, que excluye el pago de intereses, ya estaba en cero. En cambio, Grecia necesita seguir endeudándose para poder ajustarse; y es aquí donde radica la gran diferencia con Argentina, aunado a que Argentina tuvo mucha suerte, porque cuando abandonó el esquema de convertibilidad, los términos de intercambio comenzaron a aumentar, dado el incremento en el precio internacional de la soja que contribuye significativamente al crecimiento de Argentina. Pero en Grecia, el precio del turismo difícilmente va a subir; por tanto, es difícil que dicha economía pueda pensar en algo así. Es por ello que el costo para Grecia sería muchísimo mayor.

Argentina 2001-02 -Grecia 2011-12



Habiendo entonces repasado un poco el contexto de Europa, podemos pasar ahora a hablar de Estados Unidos y de China. En algún momento se pensó que, después de la crisis, Estados Unidos podría tener una recuperación en el primer trimestre del año pasado; sin embargo, fue una falsa alarma, producto, en parte, del terremoto japonés; ya que dicho terremoto no únicamente tuvo un impacto fuerte en la actividad de Japón sino también en Estados Unidos. La industria automotriz prácticamente se paralizó en el primer trimestre del año 2011, porque se rompieron las cadenas de producción que, al estar muy integradas alrededor del mundo, afectaron dicha industria y, a la vez, otras actividades.

Crecimiento trimestrre sobre trimestre y empleo-desempleo USA (%)

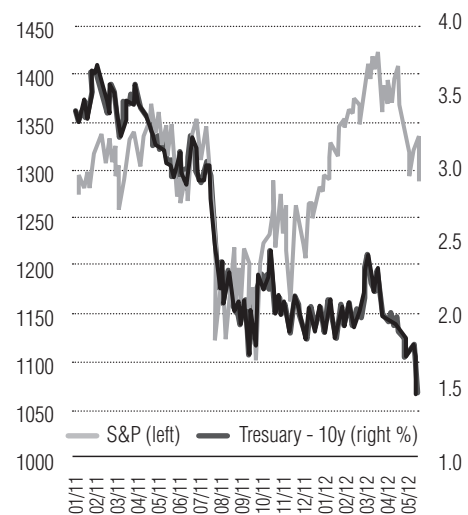


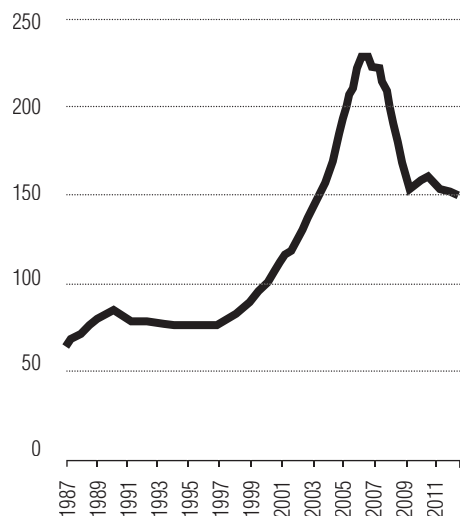
Fuente: US Bureau of Economic Analysis. Medidas de PIB en su equivalente anual sobre otras cifras desestacionalizadas.

Actualmente Estados Unidos se empieza a recuperar. El último dato de crecimiento estuvo 2 décimas por debajo de lo que esperaba el mercado y se piensa que dicho país ha pasado por períodos de euforia y de depresión. No obstante, hace un par de

meses atrás, el desempleo estaba en 10% y se mantuvo cerca de dicho porcentaje; por lo que se pensaba que iba a caer muy lento, porque el desempleo no cae cuando una economía crece cerca de su potencial; sin embargo, el desempleo empezó a caer con mucha fuerza en 2011; en particular, a finales de ese año se ubicó en 9.0% y llegó a registrar tasas de 8.3% y 8.1% y, aunque en el último dato hay una pequeña alza, se puede considerar que ha estado cayendo sistemáticamente. Sin embargo, esta caída responde a que la gente abandona la fuerza de trabajo; es decir, a que deja de buscar trabajo, más que a la creación de nuevas oportunidades laborales. Al respecto, cabe notar que el empleo creció con vigor previo a 2007, pero a partir de 2008 bajó y, últimamente, subió pero se aplana, de tal forma que deja de crecer; esto, mientras el desempleo continúa bajando. Estados Unidos era un país en el que históricamente la duración promedio del desempleo se ubicaba entre 15 y 20 semanas; hoy día, la duración promedio es de 40 semanas; esto es casi un año. Por lo tanto, obviamente, existe un ambiente desalentador, en el que la gente decide abandonar la fuerza de trabajo, lo cual ha quitado optimismo al crecimiento de Estados Unidos que, aunque evoluciona a un sólido 2%, resulta modesto en un contexto de mucho estímulo monetario y fiscal; estímulos sin los que esta recuperación, lenta pero segura, se podría deteriorar ante la prevalencia de problemas; puesto que luego de un periodo de optimismo, en donde los datos de desempleo eran alentadores, comenzó un periodo de pesimismo con arranque hacia activos seguros en el que las tasas del tesoro se redujeron a niveles históricamente bajos, producto de que aún se prevé debilidad; entorno frente al cual las bolsas tampoco se han mostrado optimistas.

USA: Mercados financieros (graf. izq., S&P y T10) y precio de viviendas (graf. der., Indice Case-Shiller)



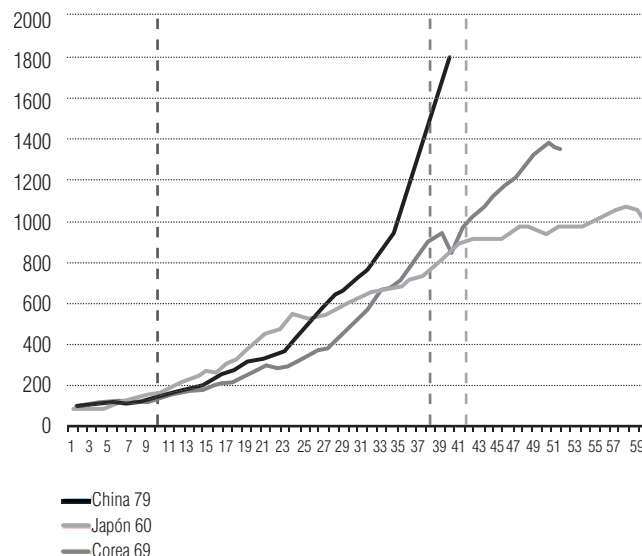


Fuente: Standard and Poors, S&P/Case-Shiller Index
Se refiere al índice Composite 10, ajustado estacionalmente.

El último dato del índice de precios de casas se ha estabilizado, lo cual es fundamental para la recuperación de Estados Unidos, ya que para que la recuperación adquiera fortaleza, el sector de la construcción debe de estar fuerte y este sector no estará fuerte hasta que el precio de las casas no haya llegado a su piso. Esto es así puesto que mientras no se perciba que, efectivamente, el precio de las casas llegó a su piso, la gente no volverá a comprar casa y, consecuentemente, la actividad de construcción se mantendrá débil. En tanto, se observa un crecimiento relativamente pausado en Estados Unidos, en donde gran parte de la limpieza de balances de bancos y la capacidad de poder crecer se ha recuperado.

En el caso de China la pregunta fundamental es: ¿Hasta dónde puede llegar? China es una economía que explota su crecimiento el día que se abre al mundo, 30 años atrás, y desde ese entonces ha crecido a tasas per cápita superiores al 8%. No obstante, no es posible crecer así para siempre, por lo que cabe revisar las experiencias que tenemos sobre economías creciendo durante 30 años a estas tasas; entre ellas quisiera mencionar a Japón y a Corea del Sur, que han crecido fuertemente durante 40 años. En los últimos 40 años, el PIB per cápita en China se multiplicó por 18, Corea del Sur en su período de boom acelerado creció casi 10 veces, al igual que Japón.

Boom de crecimiento de China, Japón y Corea (Inicio=100, primer dato 10 años antes)



Sin embargo, cabe plantearse la pregunta sobre cuáles son las diferencias entre estas economías, así como cuestionarse por qué el crecimiento de China aún no se ha estabilizado como lo hizo el de Japón o el de Corea del Sur, que está en crisis y que, aunque no es muy notorio, ha pasado a crecer a tasas más bajas durante los últimos 10 años. Considero que la gran diferencia entre este conjunto países radica en que China todavía tiene un amplio espacio para continuar creciendo. Hoy día, este país tiene un ingreso per cápita menor al 20% del PIB per cápita de los Estados Unidos; en tanto que, cuando se frenó el crecimiento en Japón, este era prácticamente del tamaño de Estados Unidos en términos de su ingreso per cápita y, cuando se detuvo Corea del Sur, su ingreso per cápita equivalía a la mitad del de Estados Unidos.

China partió de un nivel del 4% del PIB per cápita de Estados Unidos; es decir que, si en Estados Unidos el PIB per cápita era US\$30,000, en China era US\$1,200; actualmente, ambas cifras equivaldrían a niveles cercanos a US\$50,000 y US\$9,000, para cada país respectivamente; por lo que todavía hay una gran brecha que cubrir.

¿Qué hace a China distinto de otros casos?

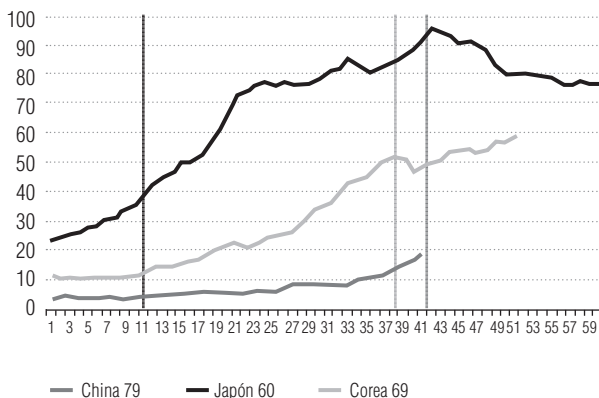
	China	Japón	Corea
Crecimiento per-cápita (%)			
Durante	8.7	5.6	7.0
Después		0.6	3.2
Ingreso per-cápita vs USA (%)			
Inicial	4.3	39.8	12.9
Final	18.8	92.4	52.3
Población (millones)			
Final	1300	126	45

- Los procesos de crecimiento rápido no duran para siempre.
- China tiene aún espacio dado que parte de un nivel de ingreso muy bajo.
- ¿Cómo y cuándo ocurrirá la desaceleración? ¿A qué nivel?
- Las desaceleraciones son precedidas de problemas macro y financieros, y además hay exceso de capacidad.

Corea, inicial 1969, final 1996. Japón, inicial 1960, final 1990.
 China, inicial 1979 y para final se usa el último dato disponible en PWT 2009.
 Fuente: Heston, Summers y Aten (2011), Penn-World Tables 7.0 Mayo

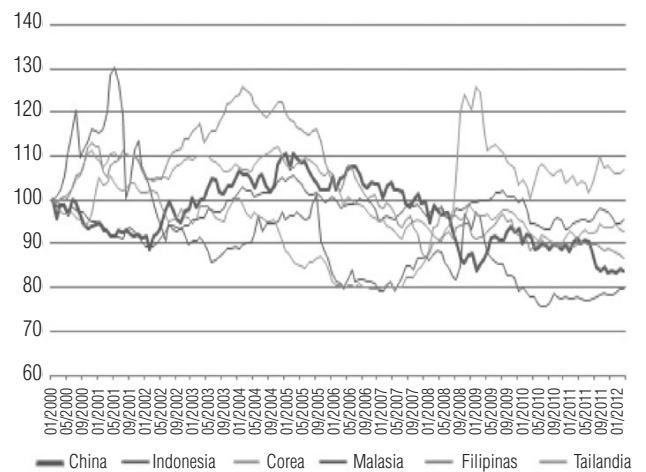
Otra diferencia es que China tiene una población grande, lo cual no es una limitación para crecer, aunque sí lo es para los períodos de aceleración, porque cuando crecen tienen mucho espacio en la economía doméstica para infraestructura. Ahora bien, obviamente, hoy día China enfrenta un desafío, pues siendo una economía que ha invertido durante 30 años la mitad de su PIB, podría ser que alguna de esa inversión esté mal hecha y, de ser así, algún banco debe de tener cadáveres en su activo.

PIB per-cápita como porcentaje per cápita de los EE.UU.



Por otra parte, se ha demostrado que hay mucha capacidad y espacio de política. China, después de varios años, bajó por primera vez su tasa de política monetaria en 25 puntos básicos que, pese a ser una pequeña baja, es una señal de que de ser necesario, pueden activar la política monetaria; así también han activado la política fiscal, de manera que China ha demostrado que tiene la capacidad de hacerlo, lo cual es importante. Grecia, por el contrario, no puede activar su política fiscal.

Tipos de cambio real Asia (BIS, Índice 2000=100)



El último punto que quiero abordar respecto de China es el hecho de que todos señalan que el problema de ese país es que deben de apreciar el renminbi o yuan. Sin embargo, aunque en efecto deben de apreciarlo, no es en mucho. El tipo de cambio real en China se ha apreciado y, pese a que se ha apreciado menos que el de Indonesia, lo ha hecho en mayor medida que en casi todos los otros países de Asia. Es decir, a pesar de que China es una economía que está desalineada cambiariamente, no lo está en gran medida. Por lo tanto, aunque sí hay algo de cierto en el sentido de que si China se aprecia, arrastra a todas las monedas asiáticas que son algo más débiles, eso no va a cambiar el mundo. En ese contexto, todos vamos a seguir sufriendo de la apreciación cambiaria.

Ahora pasaré a hablar de Latinoamérica, analizando las siete economías más grandes de la región, que son representativas de lo que pasa en el resto de América Latina. El crecimiento que se espera para este año en la región es de entre 3% y 5%, a excepción de Argentina, que podría estarse desacelerando y creciendo cerca del 2%, y de Brasil que muy probablemente crecerá cerca de 3% o menos. A Latinoamérica le ha ido muy bien, para lo que es su historia. Esto es producto, primero que nada, de buenas políticas macroeconómicas. La inflación ha desaparecido, así como los déficit fiscales monumentales; esto, en parte porque se ha te-

nido buenos términos de intercambio; se han implementado esquemas de metas de inflación; y se ha avanzado mucho en flexibilidad cambiaria, de tal forma que, aun cuando se interviene, se permite que exista flexibilidad para que las economías se ajusten. Todo lo cual ha permitido que las economías latinoamericanas crezcan.

América Latina

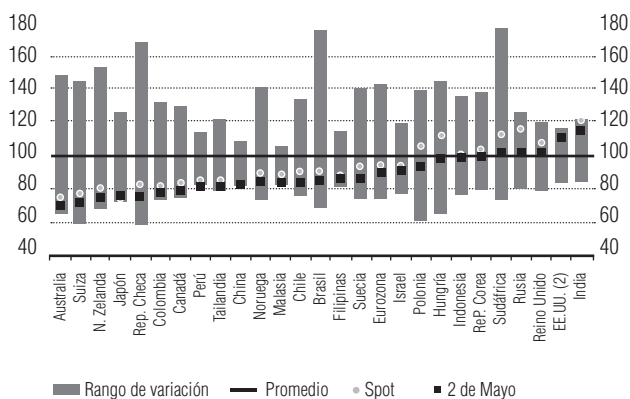
	PIB (MMM USD)	PIB p.c. (USD)	Participac. Latam (%)	Población (MM)	(Crecimiento %)			
					2001-2010	2011	2012	2013
Argentina	448	10.945	8.0	41	4.6	8.9	3.8	3.7
Brasil	2493	12.789	44.4	195	3.6	2.7	3.2	4.5
Chile	248	14.278	4.4	17	4.1	6.0	4.7	4.8
Colombia	328	7.132	5.9	46	4.1	5.9	4.9	4.7
México	1155	10.153	20.6	114	1.7	4.0	3.7	3.5
Perú	174	5.782	3.1	30	5.7	6.9	5.4	6.5
Venezuela	316	10.610	5.6	30	3.5	4.2	4.4	2.2

Fuente: IMF, WEO database. Proyecciones 2012 y 2013, promedio de WEO, consensus forecast y JP Morgan.

Ese boom se observó en todos los países; sin embargo, para seguir creciendo después de esto, se tiene que pensar en reformas estructurales, pensar en la microeconomía del crecimiento, en reformas al Estado para hacerlo más eficiente, en abrir la economía, en generar espacios de actividad en sectores que están rezagados, como el sector energético. En ese sentido, mi impresión es que Brasil topó el techo de las reformas macro y, por consiguiente, tiene mucho más dificultad en encontrar espacios para poder seguir creciendo; de manera que es una economía que, si no realiza cambios más fundamentales, en el mediano plazo debería crecer entre 3% y 3.5%, producto de que creció mucho anteriormente, sobre todo en su salida de la crisis, pudiéndose esperar un crecimiento más moderado en los próximos años. Para el resto de países de América Latina, desde México hasta Chile, se prevé un crecimiento cercano al 4.0%, lo cual, aunque es relativamente positivo y bastante razonable para lo que es nuestra historia, no es suficiente para resolver los problemas de pobreza, inequidad y exclusión que tiene la región.

Tipos de cambio

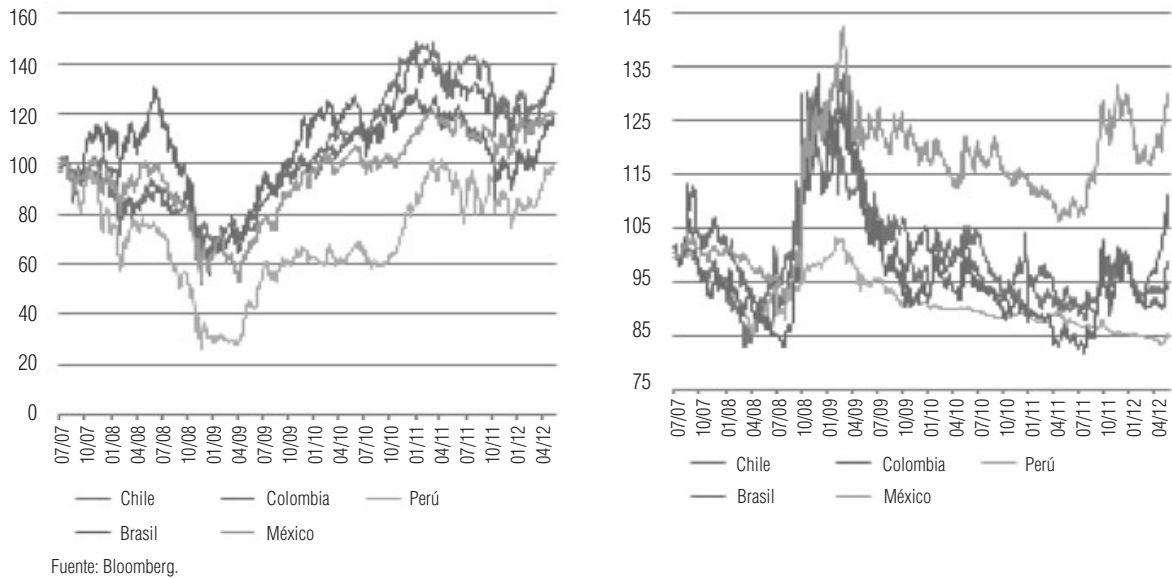
(valor del dólar en moneda local, índice=100 para el promedio enero 2000 a 15 de marzo 2012)



Fuente: Bloomberg. Las obras indican el rango de fluctuación durante el período, y el último máximo se refiere al máximo ocurrido desde julio del 2011 a la fecha. (*) Para EE.UU. se usa el "broad index" de la Fed.

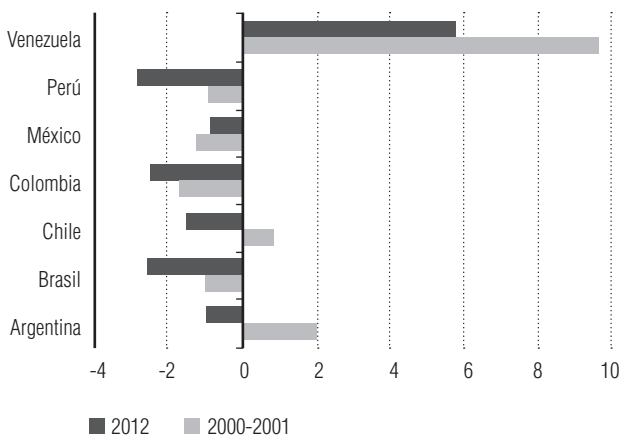
Por otra parte, uno de los problemas macroeconómicos más importantes que enfrenta la región lo constituye lo que está pasando con los tipos de cambio. Los tipos de cambio, expresados en la gráfica como índices, muestran un rango de fluctuación similar al de República Checa, que va entre 60 y 160. Prácticamente, el tipo de cambio, desde su valor mínimo al máximo, se ha multiplicado por 3, lo cual implica fluctuaciones muy grandes. Además, es ineludible observar que en los países fuertes el valor spot del tipo de cambio (punto rojo en la gráfica) está por debajo del promedio; siendo en su mayoría monedas que están en una condición de bastante fortaleza. En ese contexto, considero que hay una regla simple: países fuertes, monedas fuertes; países débiles, monedas débiles. Eso debería de ser así, al menos, en el largo plazo. Evidentemente el problema surge cuando un país débil tiene una moneda fuerte, puesto que ese país está condenado al colapso, similar al problema de Grecia, que no se puede ajustar; y, como contraparte, Alemania, que es el gran ganador, porque es un país fuerte con moneda relativamente débil. Los tipos de cambio después de la crisis se han depreciado; pero, salvo para algunos países, no en magnitudes dramáticas; es decir, todavía estamos ante una situación de fortaleza que continuará por algún tiempo.

Bolsas (izq.) y tipos de cambio (der.) América Latina (julio 07=100)



En el caso de América Latina, las bolsas cayeron con las crisis y se han estado recuperando, mientras que los tipos de cambio subieron, lo cual resulta bastante interesante. Los niveles de flotación cambiaria, que mostró ahora Latinoamérica, hace 20 años hubieran hecho quebrar a todo el sistema financiero porque estos sistemas financieros estaban descalzados; hoy día, no únicamente los sistemas financieros están calzados sino, relativamente, también lo está el sector privado; si no lo hubieran estado, el sistema financiero hubiera quebrado ante las fuertes fluctuaciones que se han registrado. Además, estas fluctuaciones han sido la variable de ajuste de las economías, en lugar de que sea la actividad la que se tenga que ajustar. Cuando una economía se debilita, necesita ganar competitividad y eso es precisamente lo que ha estado ocurriendo.

Cuenta corriente (% PIB)

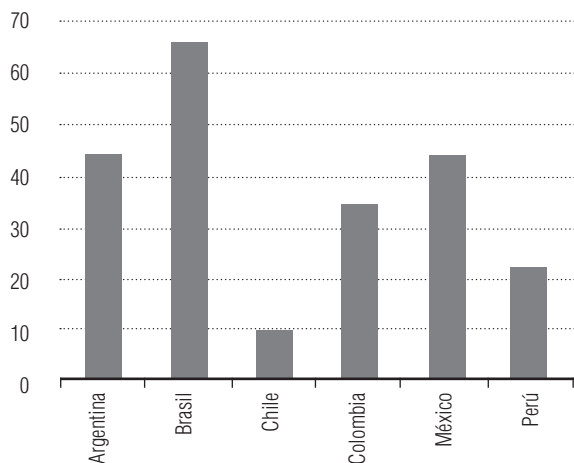


Las economías latinoamericanas son sólidas desde el punto de vista externo. Por ejemplo, la mayoría ha registrado déficit bastante acotados, aunque, en promedio, se han ampliado un poco últimamente, reflejando cierta vulnerabilidad. En el fondo, es como cuando estamos todos en la playa y el agua nos llega hasta al pecho y está temperada, por lo que todos estamos muy bien; el problema es que, al bajar el agua, habrán algunos que van a estar desnudos, y esto serán los términos de intercambio. No quiero decir quienes están o no con traje de baño; pero, obviamente, es un riesgo, porque si bien los términos de intercambio van a estar más altos de lo que fue su piso a principios de los años 2000, hoy día, con términos de intercambio altos, los déficit en cuenta corriente son de alrededor del 2.0%, lo que los hace totalmente financiables, pero una caída del cobre de 10, 20, 50 centavos en Perú o en Chile tendría un impacto importante en las necesidades de financiamiento.

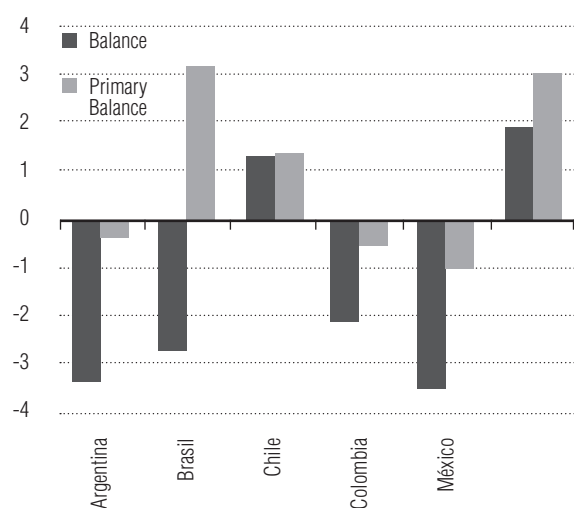
Fuente: WED, IMF.

Situación fiscal de América Latina

Deuda bruta (% PIB)



Balance fiscal (% PIB)



Fuente: Fiscal Monitor, IMF, April 2012.

Lo mismo pasa con la situación fiscal, la región tiene países con deuda bruta de alrededor de 40.0% del PIB, lo cual es relativamente alto, si se considera que el límite de la economía emergente es de 40%, así como para los países desarrollados es de 100.0%, según lo que se ha encontrado en los estudios empíricos. Brasil está cerca del 60.0% y ha sido un país que tiene problemas y que tiene mayor vulnerabilidad fiscal. Las cuentas fiscales primarias de todos los países –a excepción de Brasil, que tiene un tremendo superávit primario porque tiene que pagar el interés de esta deuda y que, a su vez, lo lleva a tener un déficit–

son situaciones con relativamente vulnerabilidad, con déficit de 3.0% –cuando estamos hablando en Europa de déficit de 6.0% y 7.0%– lo cual, aun cuando no es un problema, refleja cierta vulnerabilidad. Es por ello que, ante este mundo de incertidumbre, se debe hacer política económica, no pensando en que Europa va a colapsar y que los precios de las materias primas van a deteriorarse, sino pensando en que ese es un escenario que puede ocurrir, por lo que se tiene que construir los seguros y los sistemas que, aunque no eviten ese escenario, porque no es posible evitar un colapso en los términos de intercambio o un colapso en Europa, sí ayuden a mitigar los efectos de estos colapsos y permitan tener recuperaciones vigorosas que sean beneficiosas para toda la población en la región. Muchas gracias.

Juan Carlos Castañeda: Muchas gracias, doctor De Gregorio. Tenemos un conjunto de preguntas; sin embargo, el tiempo es limitado; por lo que trataremos de resumir algunas de ellas o agruparlas, el resto quedará para la mesa redonda. Una pregunta dice: En relación con el desempeño económico de la Zona del Euro, ¿cree usted que mediante reformas estructurales los países de la periferia de dicha zona pueden aumentar su productividad suficientemente como para recuperar tasas de crecimiento económico que los hagan financieramente viables; o, por el contrario, que la permanencia de tales países dentro del esquema de una moneda única los condena a tasas de crecimiento muy bajas, quizás nulas o negativas, y a problemas fiscales y financieros crónicos, por lo que sería preferible que estos países retornarán a tener su propia moneda?

José de Gregorio: Primeramente, no deberían haber entrado al euro. Pero fue tanto el empuje político, que no se tomaron en cuenta los diferenciales entre países. Obviamente, sería mucho mejor para algunos países no pertenecer al euro, para así poder ajustar su moneda y, con eso, generar la competitividad necesaria para poder crecer. No obstante, la estadia en el euro es prácticamente irreversible; salvo que se pueda diseñar una salida muy ordenada. Al respecto contaré un anécdota: hace un poco tiempo, un filántropo británico invitó a un concurso para que escribieran ensayos sobre cómo salir del euro; el premio era la módica suma de £250,000. Yo recibí el e-mail de unos colegas mexicanos y me dijeron: “Nosotros que tenemos experiencia en estas cosas, estamos escribiendo”. Y me mandaron el trabajo, para que yo hiciera mis aportes y pudiéramos hacer, entre todos, un trabajo y así aspirar a un premio que nos proporcionaría suficiente financiamiento para nuestra actividad intelectual, tomando un año sabático. Pero después de analizarlo mucho, les mandé un e-mail y les dije: “Yo, honestamente, no puedo ayudarlos, porque no tengo nada qué decir, porque no creo que sea viable.”. No sé si lo presentaron, pero se presentaron muchos trabajos y los tres finalistas no son economistas, son casi todos periodistas; como ven, la solución económica no es trivial. Además, con dicha anécdota quería señalar que se necesita hacer reformas estructurales. Estas reformas son muy importantes; sobre todo cuando hay muchas distorsiones, que en este caso son obvias. Por ejemplo: en Grecia cuesta €200,000 tener un permiso para ser taxista; pero los taxis

no paran, porque al taxista le pagan un sueldo indistintamente si lleva o no pasajeros. Un griego me contaba que de dos taxis que pasan, uno no para; el otro para y dice: no, para allá no quiero ir; y el tercero te lleva. Entonces, son sociedades en las que hay un acuerdo de ineficiencia en todo; porque la gente dice: “¿Qué escándalo de taxistas!”; sin embargo, también está el escándalo de que, con una huelga, en el banco central, los trabajadores consiguieron salir a las 15:00 horas; y si, a las 15:15 horas, uno llama al banco central griego, el teléfono suena, suena y no más: “Deje su mensaje”. Entonces, la sociedad se va adaptando; por lo que hay reformas que se pueden hacer pero que implican una economía política muy compleja porque cuando al taxista le digan que le van a quitar, va ir a quemar unos taxis en el centro y va a decir: “¿No!”. Además, un aspecto bien importante es que hay una sensación de que existen muchas prebendas, pero que quienes tienen las mayores son quienes tienen el poder político; por lo tanto, la idea es que primero los del poder deberían de ir demostrando cómo liberarse de estas prebendas, para que el país tenga una reforma. No obstante, se debe tener en cuenta que las reformas estructurales toman mucho tiempo en llevarse a cabo, por lo que es difícil pensar que estas debieran ayudar a Grecia. Qué era lo que se pensaba del euro: que iba a implicar cierto ordenamiento en las políticas económicas para poder salir adelante. Empero, si bien hubiera sido mejor que no entraran al euro, el hecho de estar hoy día en el euro hace mucho más costosa una transición de salida.

Juan Carlos Castañeda: Otra pregunta plantea: Parece ser un hecho que países que han acumulado mayores stocks de reservas monetarias internacionales han crecido a tasas mayores; por otro lado, países altamente endeudados han sido víctimas de recurrentes crisis financieras y de balanza de pagos que han causado daños duraderos a sus historias de crecimiento económico. ¿Significa esto que, contrario a la sabiduría económica convencional, los países emergentes y en desarrollo deben procurar ser exportadores netos de capital, en vez de ser importadores, para lograr mayores tasas de crecimiento económico, a pesar de estar relativamente menos dotados de ese factor productivo?

José de Gregorio: Separemos dos cosas, una es acumulación de reservas y otra acumulación de ahorros. Las reservas del banco central no son un ahorro del país. La reserva es la composición de monedas de las tenencias del banco central. Me explico: el banco central, para tener reservas, emite billetes; entonces, está emitiendo un pasivo, que son nuestros billetes, o deuda, y con esto está comprando dólares. Por lo tanto, no son recursos que el país ha ahorrado. Aunque sí es bueno tener reserva, puesto que es bueno tener en la composición de nuestro portafolio suficiente moneda internacional para evitar que especulen contra la

moneda nacional y además permite que nos continúen prestando, siendo las reservas como un colchón de seguridad que hace más improbable que a uno le corten la línea, porque para qué le voy a cortar la línea a un país que tiene suficientes divisas para pagarme.

Ahora bien, cuando las reservas o fondos soberanos surgen de un esfuerzo grande de ahorro nacional –el caso de Chile, con el fondo de cobre, y del mismo ahorro que se genera en China– entonces, los países que tienen superávit en cuenta corriente, le prestan al resto del mundo estos recursos que han ahorrado. Aunque eso es totalmente contradictorio y no tiene sentido, pues países que tienen poco capital –como los nuestros– le prestan plata para que invierta Estados Unidos. Esto es un fenómeno que se ha dado de manera natural e importante durante el boom de los commodities. En tiempos normales, se debiera tener déficit en cuenta corriente; pero la experiencia muestra que hay que ser austero, que hay que tener déficit en cuenta corriente relativamente acotado, que hay que tener niveles de deuda relativamente bajos y no acumular niveles de deuda excesivos porque nos hace mucho más vulnerables. Por lo que, en el largo plazo, lo que nosotros debemos tener es cierto grado de endeudamiento que permita a la economía aumentar su historial de capital, que no lo puede hacer solo mediante el financiamiento interno.

Juan Carlos Castañeda: Última pregunta: ¿Cuál sería la implicación más importante para una economía pequeña y abierta, como la de Guatemala, que podría derivarse de los problemas económicos de la Zona del Euro?

José de Gregorio: El problema fundamental que todos podemos tener es una caída de la actividad mundial y, en particular, para los países exportadores de commodities, es que esa caída en Europa pueda contaminar lo suficiente a los países emergentes como para que dé lugar a una caída en el precio de los commodities y dificultades de acceso de las exportaciones. Esto podría ser el problema fundamental que podemos estar enfrentando. Desde el punto de vista financiero, existe ruido por la crisis financiera europea y la dependencia que se tiene de esta. Pero, partiendo de que no va a quebrar el sistema financiero europeo, habrá tensiones y más dificultades para conseguir y renovar líneas de crédito. Sin embargo, el mundo se ha ido adaptando; y, en particular, la banca que, sobre todo en estos períodos de estrechamiento, es capaz de distinguir clientes y lo que se ha visto en la región es que, pese a que hay dificultad en algunos momentos, en general se tiene acceso a financiamiento. De manera que la mayor preocupación que puede pasar por el problema europeo es que pueda pasar con las exportaciones; principalmente, con el precio de los *commodities*. Muchas gracias.

Entorno internacional y su impacto en las economías pequeñas y abiertas

Adrián Armas Rivas

Carlos Eduardo Castillo: Muy buen día tengan todos. Continuando con este XXI Ciclo de Jornadas Económicas, tengo el honor de presentarles al Magíster Adrián Armas, de nacionalidad peruana, quien obtuvo una Maestría en Política Económica en la Universidad de Boston. Actualmente es el Gerente Central de Estudios Económicos del Banco Central de Reserva del Perú, puesto que desempeña desde 2008. Dado su extenso conocimiento en temas monetarios y del sector externo, se ha desempeñado como consultor del Departamento de Mercados Monetarios y de Capitales del Fondo Monetario Internacional (FMI), tanto en misiones de evaluación y asistencia técnica para diversos países, incluyendo Guatemala. Cuenta con una amplia experiencia como docente universitario y ha representado al Banco Central de Reserva del Perú en conferencias nacionales e internacionales sobre temas macroeconómicos y de banca central. Es autor de numerosas publicaciones en temas de política monetaria, dentro de las que destaca el libro: “Dolarización financiera: la agenda de política” que editó conjuntamente con Alain Ize, del FMI, y Eduardo Levy-Yeyaty de la Universidad “Torcuato Di Tella”. Sin más preámbulo, dejo en el uso de la palabra al señor Armas, quien presenta el tema: “Entorno internacional y su impacto en las economías pequeñas y abiertas”.

Buen día a todos, agradezco esta invitación. Esta es mi sexta visita a Guatemala, la primera vez fue en 1998 y puedo decir, de acuerdo con las perspectivas del tiempo, que ha habido avances importantes en este país en lo que se refiere al diseño de su política monetaria, es hoy en día el primer país de Centroamérica y del Caribe que sigue un esquema de metas explícitas de inflación. En la conferencia retomaré los puntos que expuso el doctor José De Gregorio, de tal manera que intentaré complementar ambas exposiciones. El tema que desarrollaré es el entorno internacional y el impacto sobre las economías pequeñas y abiertas. Primero daré una perspectiva de lo que serían las lecciones del pasado que uno observa. Cinco años atrás, cuando de los países desarrollados se indicaba que se había alcanzado un período de gran estabilidad, en donde los bancos centrales habían alcanzado un alto nivel de credibilidad en sus políticas monetarias y una alta capacidad de reducir los ciclos económicos. Sin embargo, todo esto entra en consideración a raíz de la actual crisis financiera internacional, la cual comenzó en 2007 con la crisis *subprime* (en inglés: *subprime* se traduce como “hipotecas de alto riesgo”) y hoy en día es claro que la confusión de políticas monetarias, fiscales y monetarias expansivas en países desarrollados, en un contexto de supervisión bancaria y financiera insuficiente, llevaron a que se repitiera nuevamente una situación de burbujas

como la ocurrida el siglo pasado con la Gran Depresión económica. La diferencia con la crisis de la Gran Depresión fue que sí se aprendió la lección de cómo reaccionar en forma rápida y agresiva con políticas monetarias y fiscales; particularmente en los países subdesarrollados o emergentes se aprendió de los errores del pasado y hoy en día existe un mejor manejo macroeconómico en medio de esta crisis.

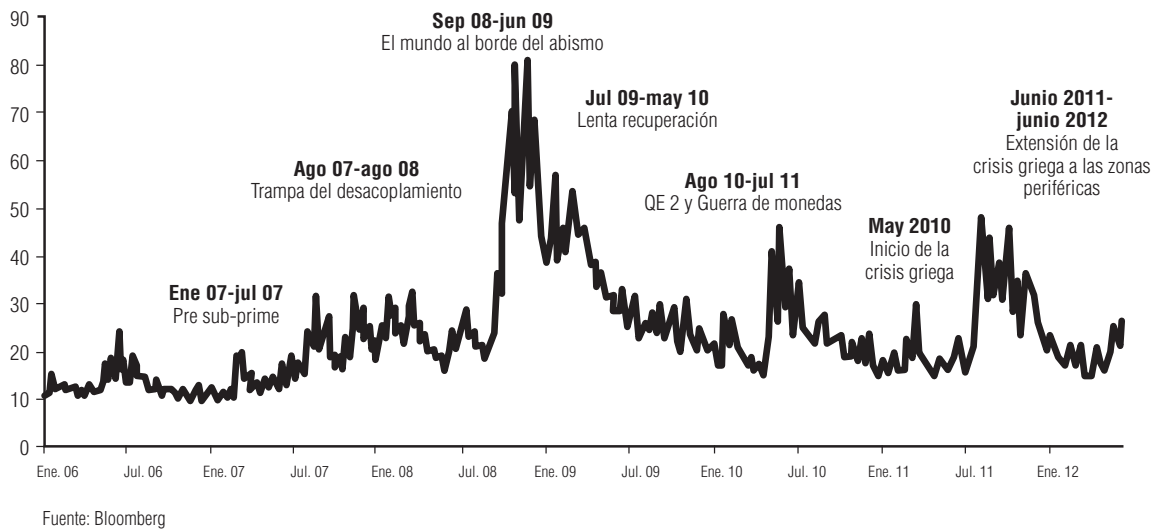
Este año se espera, en general, un menor crecimiento; estas son proyecciones que tenemos del banco central conforme con el último reporte de inflación a marzo. Ciertamente con la información actual al segundo trimestre, se pensaría que la siguiente revisión registrará una tendencia a la baja; sin embargo, esto lo que se ha desarrollado anteriormente, así que quiero destacar algunos puntos o reforzar estas ideas:

La característica de esta crisis actual, que comienza en agosto de 2007, tiene un carácter complejo y mutante, comenzó entonces en 2007 y acá estoy utilizando el mismo concepto que presentó el Dr. De Gregorio, el concepto del *Chicago Board Options Exchange Market Volatility Index*, VIX (en español: Índice de Volatilidad del Mercado de Opciones de Chicago) para medir la aversión al riesgo. Comienza con un problema hipotecario que

inclusivo en los primeros meses de 2008 se pensaría que es un ciclo normal, un ciclo típico de una burbuja que está aparentemente focalizada en el sector hipotecario y hay un primer período para nuestros países emergentes en donde se habla inclusive erróneamente del concepto del desacoplamiento. Si recordamos, políticas monetarias extremadamente expansivas en los países desarrollados conllevaban a, en nuestros casos, influjo de capitales, boom de commodities, lo cual se revierte abruptamente luego de la quiebra del conocido banco Lehman Brothers. De allí se aprendió la lección con rápida respuesta de políticas monetarias y fiscales expansivas. En mayo de 2010 comienza una nueva etapa de la crisis, con los problemas en Grecia, que continúa con el *Quantitative Easing 2* (QE2) (flexibilización cuantitativa) y fi-

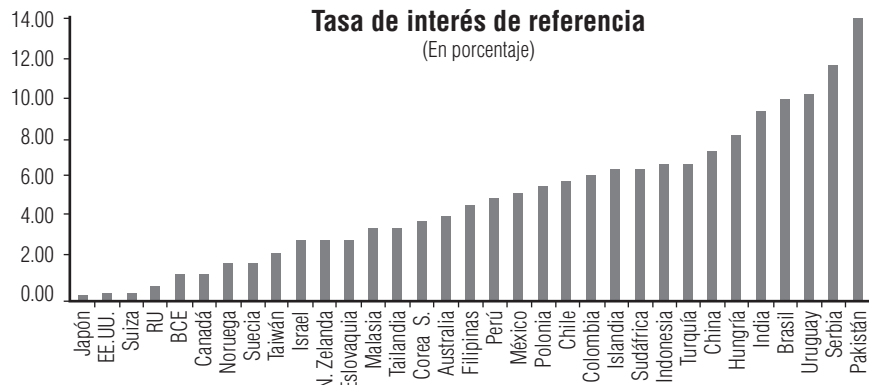
nalmente, ya hablando del último año, un período de alta tensión en septiembre de 2011, donde se pensaba en ciertas probabilidades de quiebra de la Zona del Euro. Posteriormente se dio un período de tranquilidad luego de la súper inyección de la liquidez que mencionaba el Dr. De Gregorio, en febrero 2012 por un monto de un billón de euros aproximadamente; sin embargo, en mayo resurgen nuevamente las tensiones. Entonces, es una crisis compleja y mutante, en donde las autoridades han tenido que estar atentas en diferentes países de cómo va la situación. Podemos partir secciones de la gráfica siguiente en donde existe aversión al riesgo, como en septiembre de 2011 o situaciones donde se registró el efecto de QE2, como fue el segundo semestre de 2010 en donde tuvimos entradas importantes de capitales.

Esta crisis ha sido “mutante y compleja”
Coefficiente de aversión al riesgo: VIX (S&P 500)
 (Enero 2006-junio 2012)



Estamos con la paradoja histórica de países desarrollados, que registran tasas de interés mínimas históricas, nunca antes vistas en Estados Unidos de América, Inglaterra, Europa. Sin embargo, como también se mencionó en la presentación pasada, en donde los países emergentes registran mayores tasas de interés de política monetaria. Esto refleja los diferentes ciclos económicos entre los países desarrollados y los emergentes.

Los bancos centrales de los países desarrollados alcanzaron tasas de interés mínimos históricos



En la actualidad, habiendo caído varios países en el límite de una tasa de interés prácticamente de cero, se están implementando nuevos esquemas de política monetaria, básicamente programas expansivos, entonces tenemos en el caso de Estados Unidos de América, los programas de QE1, QE2 en la actual Operación *Twist*, tenemos la Zona del Euro con programas masivos de inyección de liquidez, Reino Unido con su propio programa también de inyección *budget* (presupuesto). Entonces en la actualidad, si lo vemos por Paridad de Poder de Compra, un 44.0% del PIB mundial corresponde a países en donde sus bancos centrales están aplicando políticas monetarias expansivas a través de la expansión de sus balances, lo cual a precios normales corresponde a más de la mitad del PIB mundial.

Las principales y mayores políticas expansivas se concentraron en países desarrollados

	PBI PPP 2009	
	US\$ Miles Millones	Participación
EUA	14 119	20%
Euro Area	10 519	15%
Reino Unido	2 125	3%
Japón	4 152	6%
Mundo	70 041	100%

Fuente: WEO Octubre 2010

Un tema interesante, ¿qué paradigma ha cambiado? En el tema de la provisión de liquidez, vemos situaciones en donde en el ámbito de inyección de liquidez se ha extendido; de dar a bancos a inyectar en el mercado de capitales. A manera de ejemplo, el balance de Reserva Federal hace cinco años era de US\$900 mil millones, hoy –a junio– está en US\$2.9 billones y donde, por ejemplo, US\$945 mil millones corresponden a títulos vinculados al sector hipotecario. La entrada masiva de mercados de capitales se está yendo más allá de lo tradicional que es dar liquidez a entidades financieras.

Apoyo más allá de los intermediarios financieros: compra de bonos hipotecarios

FED: Balance de Activos y Pasivos

Miles de millones de US\$ (promedios diarios)

	08-ago-07	30-jul-08	16-sep-09	5-ago-10	29-dic-11	7-jun-12
Créditos	851	893	2 089	2 283	2 909	2 835
Títulos	0	479	1 533	2 054	2 613	2 609
Título del Tesoro	791	479	758	777	1 672	1 664
Títulos de las GSE (Hipotecas y MBS)	0	0	775	1 277	941	945
Otros	0	414	556	229	296	226
Oro	11	11	11	11	11	11
Otros activos	41	41	45	48	49	50
Total activos	902	945	2 144	2 343	2 969	2 896
Monedas en Circulación	813	831	914	945	1 076	1 110
Depósitos no balance de Reserva (Tesoro y otros)	12	13	295	235	165	77
Otros	72	87	67	111	161	154
Balance de reserva	5	15	868	1 052	1 567	1 555
Total pasivos	902	945	2 144	2 343	2 969	2 896

1/ Incluye primario, secundario, redescuentos, dealers/brokers, créditos CP, ABS-TALF, AIG

Fuente: Reserva Federal de EUA

De igual manera hoy en día, cuando vemos la tremenda crisis en Europa. En varias publicaciones se decía que el Banco Central Europeo (BCE) tiene que salir a apoyar la deuda pública de los países que están siendo atacados. Entonces, el concepto de prestamistas de última instancia es lo que hizo nacer mucho los bancos centrales, por ejemplo, en la región hace más o menos 100 años cuando fueron creados, con la idea de dar liquidez al sistema, pero pensando en bancos, actualmente se habla más allá del ámbito de bancos, se habla inclusive de apoyar al gobierno, que es lo que también hemos estado observando, por ejemplo en el caso de Europa.

Apoyo más allá de los intermediarios financieros: compra de bonos soberanos

Balance del BCIE (fin de período, miles de millones) Dic. 07 Dic. 08 Dic. 09 Dic. 10 Dic. 11 1-jun-12

Activos	1500.8	2043.5	1852.5	2004.4	2735.6	3002.6
1. Oro y derechos en Oro	184.5	219.7	238.1	367.4	423.5	432.7
2. Activos en moneda extranjera	181.2	379.2	223.6	250.9	342.8	292.7
3. Préstamos en euros a entidades de crédito de la Eurozona	660.9	901.6	754.3	592.4	942.2	1366.1
4. Otros activos	474.3	543.0	636.4	793.7	1027	911.1

Programas de: (I) compra de bonos cubiertos, (II) compra de soberanos

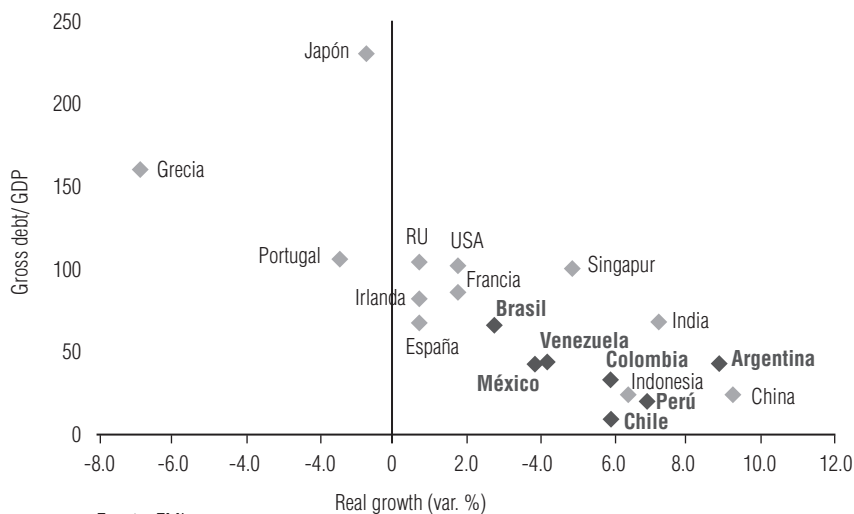
Pasivos	1500.8	2043.5	1852.5	2004.4	2735.6	3002.6
1. Billetes en circulación	678.6	765.4	807.2	839.7	888.7	884.9
2. Depósitos en euros de entidades de crédito de la Eurozona	376.5	455.8	368.7	378.0	849.5	1091.7
3. Otros pasivos	245.8	581.9	411.4	377.1	522.0	541.2
4. Cuentas de revalorización	131.1	168.7	192.3	331.5	394.0	399.44
5. Capital y reservas	68.8	71.7	73.0	78.1	81.5	85.4

Los países desarrollados están altamente endeudados, sin embargo, los países emergentes que tienen bajos niveles de deuda y un rendimiento, en términos de crecimiento, bastante mejor que en países que tienen altos niveles de endeudamiento. Otro punto interesante, que ha venido ocurriendo, es que si se hace analogía con los países desarrollados usando expansión de sub-balances para expandir más allá la liquidez, también se

ha observado en países emergentes el uso de requerimiento de encaje, pensado en lo contrario, podemos llamarle expansión de liquidez en caso de países desarrollados, y en el caso de los países en desarrollo, formas de complementar la tasa de interés de política monetaria. Estos serían los casos de Brasil, Perú, países asiáticos como China e India.

Alto endeudamiento en países desarrollados y bajo crecimiento

2011: PBI y Deuda Bruta

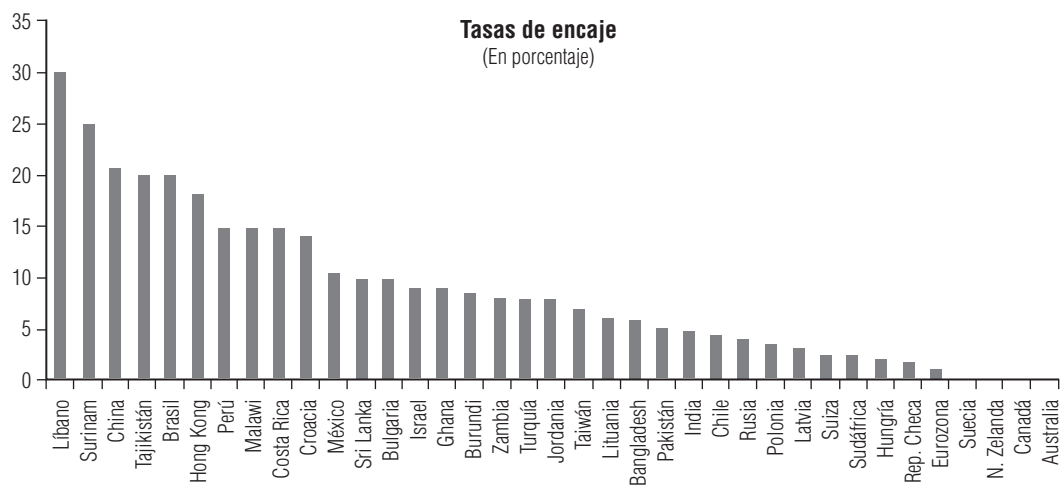


Fuente: FMI

Otra característica reciente es que a raíz de la crisis se ha venido cuestionando o desarrollando cómo debería ser el esquema institucional, para ver la parte macrofinanciera. En particular, el concepto macroprudencial es la palabra que más hemos escuchado en los últimos cinco años y ahora la lección de la crisis es el hecho de que estamos saliendo de un paradigma tradicional en donde los ciclos tendrían que ver con la coordinación monetaria y fiscal (hay bastante literatura sobre el tema); la parte

microprudencial donde están los pilares de Basilea I y II. En ese contexto surge la idea de desarrollar políticas macroprudenciales que justamente tengan un horizonte macroeconómico. Digamos, de manera más sencilla, una lección de la crisis es que antes los bancos centrales veían la macro, las entidades regulatorias o los supervisores veían lo micro y hay un vacío que se trata justamente de llenar como secuela de la crisis financiera internacional y acá todavía hay un tema por discutir y desarrollar.

Algunas economías emergentes han utilizado los requerimientos de encaje



Muchas de las regulaciones que tenemos en nuestros países, inclusive en la década de los 90, se salían del paradigma de los pilares de Basilea I y II. Sin embargo, es muy común en nuestros países tener límites a la posición de cambio y moneda extranjera de las entidades financieras como porcentaje del patrimonio, cosa que de repente no estaba dentro de este paradigma estricto de Basilea, entonces tiene una serie de regulaciones propias que aplicamos en nuestra región, lo hemos venido desarrollando, porque la naturaleza de las crisis financieras y los choques que enfrentamos son diferentes a las que tienen los países desarrollados.

Los países de la región han utilizado una amplia variedad de instrumentos macroprudenciales desde tiempos atrás

Principales instrumentos

Medidas/ Países		Argentina	Bolivia	Brasil	Chile	Paraguay	Perú	Uruguay	Objetivos	Reglas
Límites a la posición de cambio en moneda extranjera de las entidades financieras		✓	✓	✓	✓ ^{1/}	✓	✓	✓	Limitar riesgos de descalces de monedas y prevenir riesgos cambiarios derivados de posiciones especulativas.	—
Límites a la posición de productos derivados (Position in derivatives products)		✓		✓			✓		Disminuir la excesiva volatilidad del tipo de cambio y con ello reducir el riesgo cambiario.	—
Requerimientos de encaje en moneda nacional y moneda extranjera		✓	✓	✓	✓ ^{2/}		✓		Mitigar el riesgo de liquidez y descalces de plazos entre activos y pasivos. Limitar los flujos de capitales.	—
Requerimientos de liquidez (Activos líquidos sobre obligaciones de corto plazo)				✓ ^{3/}	✓		✓	✓	Mitigar el riesgo de liquidez y exposiciones de monedas.	—
Provisiones crediticias dinámicas			✓		✓ ^{4/}		✓	✓	Acumular provisiones adicionales por riesgo de crédito y reducir el ciclo crediticio.	Bolivia (2008) Perú (2008)
Requerimientos de capital cíclicos y/o cambios en las ponderaciones por riesgo	Requerimiento adicional en función del tiempo y valor del préstamo.			✓					Reducir la pro-ciclicidad del sistema financiero, fortalecer la solvencia del sistema financiero y prevenir excesivos niveles de apalancamiento.	—
	Incremento del capital en función de las utilidades.	✓	✓							
Límites al ratio de préstamo con relación al valor del subyacente (Loan-to-Value ratio, LTV), y/o ratio de endeudamiento con relación al ingreso (Debt-to-Income ratio, DTI)	Límite LTV para créditos hipotecarios otorgados con letras de crédito, mutuas endosables y no endosables.				✓ ^{5/}				Reducir el riesgo de crédito y el apalancamiento de los agentes privados.	—
	Límite LTV para créditos hipotecarios colaterales de bonos cubiertos.						✓ ^{6/}			
	Incremento en las ponderaciones de requerimientos de capital y provisiones en función del ratio LTV, DTI.	✓ ^{7/}		✓				✓ ^{8/}		
Límites a fuentes de apalancamiento					✓		✓	✓	Limitar el apalancamiento de las empresas financieras.	

1/ Requerimiento exigido vía riesgo de mercado

2/ Requerimiento de encaje no remunerado

3/ No existe un límite cuantitativo, pero se exige el suministro de información de activos líquidos y obligaciones a corto plazo.

4/ Esquema voluntario de provisiones contra-cíclicas

5/ Este límite se aplica a créditos hipotecarios otorgados con letras de crédito, fondos mutuos endosables y no endosables.

6/ Este límite rige para los créditos hipotecarios que sirven de colateral para bonos cubiertos.

7/ Incrementos en las ponderaciones de requerimiento de capital en función de los niveles de préstamos/ valor de los activos a adquirir

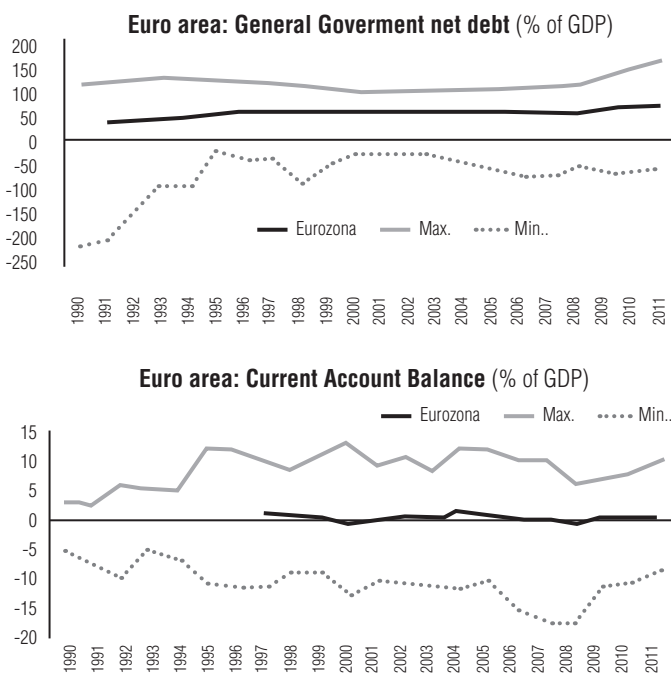
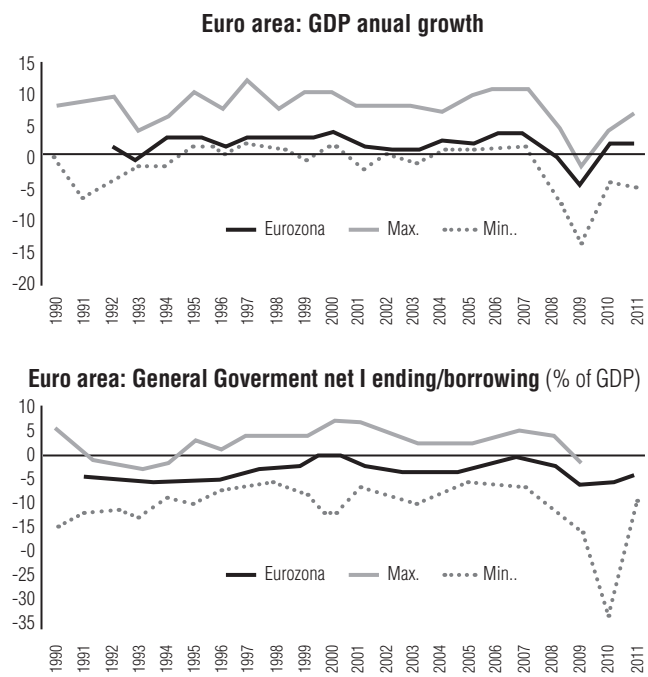
8/ Se exige una provisión adicional de 20% sobre créditos, de consumo y vivienda, cuando el ingreso no supere el 3.33 y 6.66 del préstamo en moneda nacional y extranjera, respectivamente.

Otra parte interesante en los países emergentes, como países de economías abiertas, es observar el tema de las implicancias de la unión monetaria. Es decir, cuando se recuerda que a finales de la década de los noventa se hablaba de lo que el mundo se convertiría, un mundo de muy pocas monedas. El ejemplo clásico es justamente esta experiencia histórica interesantísima de la unión monetaria. La unión monetaria tiene un origen histórico que va mas allá de lo económico, se origina en Europa después de haberse matado por siglos y siglos, han buscado una mayor integración cuya última fase sería la Zona del Euro, en donde el experimento se ha enfrentado a restricciones o pro-

blemas derivados de la elección que uno está viendo ahora, y es que la unión monetaria no es condición suficiente para que el sistema sea sólido, se requiere avanzar más allá en temas de integración fiscal e integración de supervisión bancaria y financiera; lo cual está relacionado también con las diferencias que hay al interior de la Zona del Euro.

En este gráfico lo que podemos observar para varias variables es: la tasa de crecimiento, la situación fiscal, las cuentas corrientes de la Zona del Euro en donde se presentan los niveles mínimos y máximos de las variables para los distintos países.

Las áreas monetarias tienen costos asociados a: (i) asimetrías en los ciclos económicos (ii) diferencias en los niveles de cuenta corriente y (iii) dificultades en la coordinación fiscal y monetaria

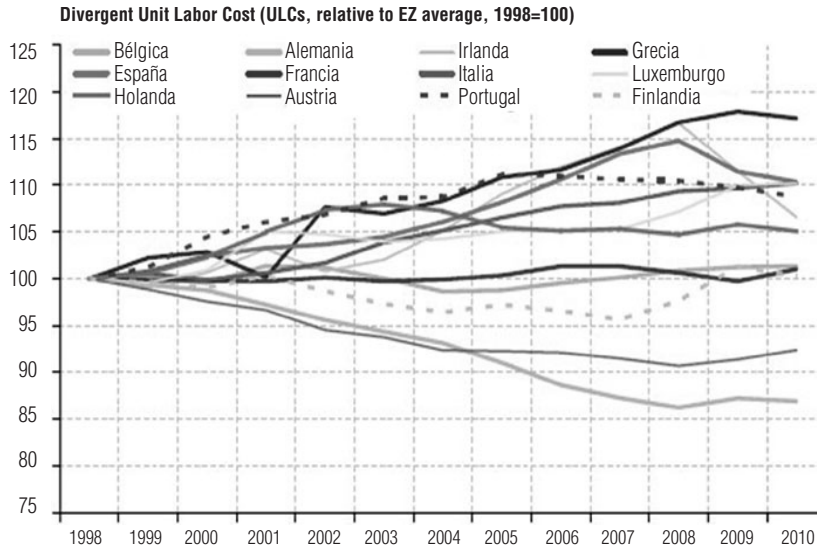


Fuente: BBVA

Entonces lo que este gráfico nos muestra es justamente la gran disparidad que existe dentro de los países que conforman la Zona del Euro, en donde países como Estonia o Luxemburgo, que tienen superávit fiscales y tienen deudas públicas parecidas a los países de la región, niveles de menos del 20.0% del producto de deuda, y países como Grecia que antes se había visto con altísimos niveles de deuda pública. Los países que tienen superávit en su cuenta corriente, al interior de la Zona como Alemania y países que tienen altos déficit de cuenta corriente como son los países llamados de la periferia; entonces esto genera una serie de tensiones que ya se han comentado y los fenómenos que ahora estamos viendo; desapalancamiento bancario y problemas fiscales. Y de allí, la única manera de salir de la crisis para los países que tienen problemas fiscales y de cuenta corriente de balanza de pagos es la mejora de la productividad a

falta del instrumento de tipo de cambio. Entonces este gráfico, prestado del FMI, ilustra este círculo vicioso en el cual ha caído la Zona del Euro, bajo crecimiento que deteriora las cuentas fiscales, que deteriora la posición de los bancos, aumento de la probabilidad de que alguno de los dos no puedan cumplir y recordando un poco otra vez la crisis en perspectiva, el 2008 fue el año en donde los gobiernos, empezando por el gobierno de Estados Unidos de América y Europa, estaban preocupados por los bancos, cuando fue lo de *Lehman Brothers*, pasó un tiempo, un par de años más, pasó al revés; cuando comienzan a existir los problemas fiscales en Grecia y otros países europeos, los bancos comerciales que tenían bonos en sus carteras se preocupaban ahora de los gobiernos y ahora creo que todos se preocupan de todos; gobiernos y bancos, en particular en la Zona del Euro.

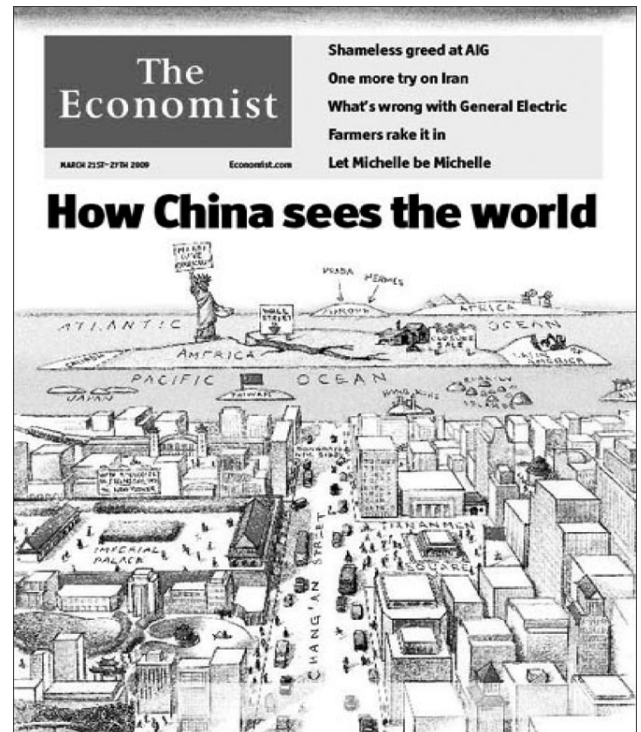
Sin política monetaria, fiscal ni cambiaria la forma de retomar el crecimiento es con ganancias de competitividad



El problema que tiene Europa es que tiene que hacer una consolidación fiscal (y nuevamente estas ideas tomadas del FMI, simplemente para resumirlas); la consolidación fiscal es necesaria pero no puede ser demasiado rápida ni muy poca, la política monetaria tiene que tener una posición expansiva y requiere mecanismos para mejorar su coordinación en los ámbitos fiscales y de supervisión bancaria.

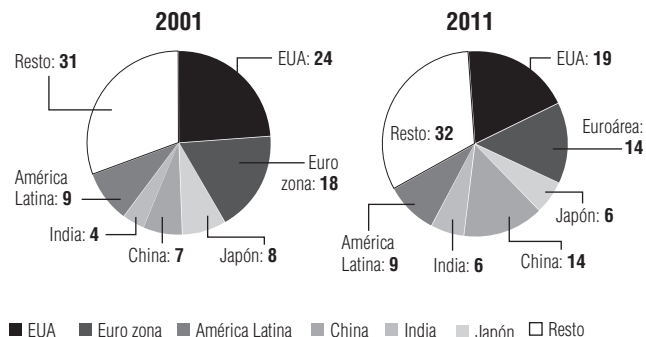
Entonces, es un tema de cómo China está afectando hoy día al mundo y este es un gráfico de *The Economist* que ilustra bastante bien el punto; China es un país que está buscando materias primas en nuestra región y en África para lograr su crecimiento.

El otro aspecto de esta crisis es también el cambio que está sucediendo en la estructura de la economía mundial, un poco para introducir el tema de China. Podemos tener la estructura de 2001 en cuanto a la participación y producción mundial, China en 2001 representaba el 7.0% del PIB mundial, hoy representa un 14.0% y podemos ver que Estados Unidos de América y Europa han bajado su peso en la economía mundial.

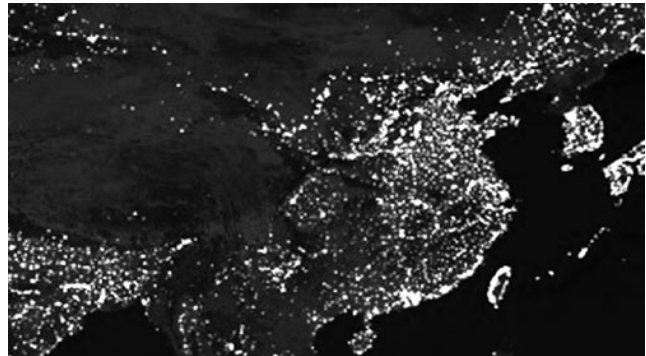


Recomposición de la estructura económica mundial

Participación en la producción mundial: 2001-2010
(Porcentajes)



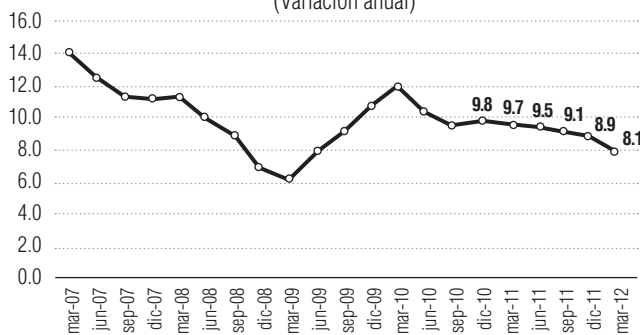
Ve a Estados Unidos de América y a Europa como países con debilidades financieras. China es un país que debido al superávit que ha generado está acumulando de manera masiva activos externos y buscando a su vez su propia diversificación. Este proceso, como es obvio, tiene que ver con el proceso de industrialización y urbanización de China. Y a mí me gusta, justamente cuando se quiere ver el nivel de desarrollo y lo quiere visualizar, no hay nada como estos gráficos que uno puede ver desde un satélite. Viendo estos puntitos que reflejan luz, cuando uno mira este mapa que corresponde a la parte de la costa de China, es donde se está desarrollando masivamente y se puede ver una buena parte de Corea del Sur y de Japón.



China es una economía que se viene desacelerando, se observa una desaceleración en su crecimiento de exportaciones y esto tiene que ver, por un lado, con lo que viene pasando con los mercados mundiales, con la desaceleración que está habiendo en el mercado europeo y en los Estados Unidos de América, así como también se viene observando que China tiene el plan de ir, de manera gradual, buscando aumentar el crecimiento de demanda interna y eso está en su plan quinquenal y esto les va a tomar, por supuesto, un tiempo, pero aparentemente se estaría también viendo en esas cifras.

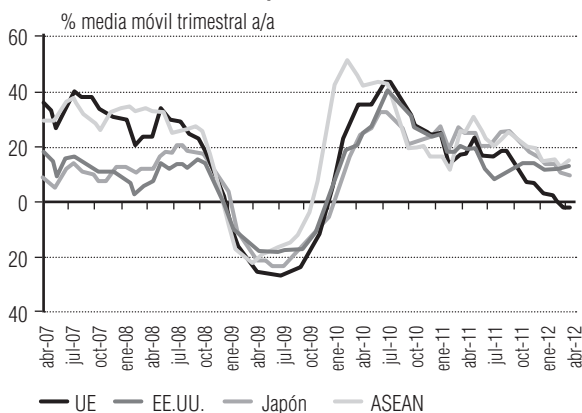
China: La economía china muestra una desaceleración moderada

China: PBI trimestral 2007-IT 2012
(Variación anual)



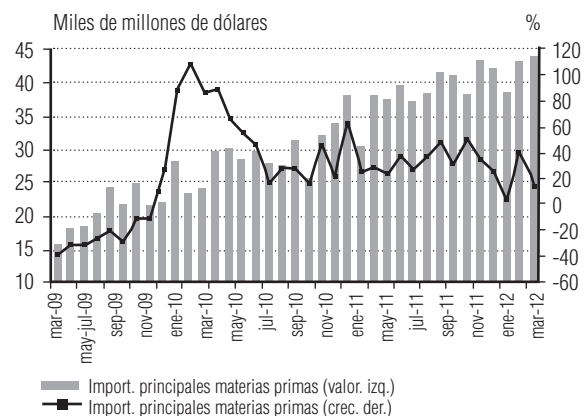
Fuente: Bloomberg

Exportaciones



Fuente: BBVA

Importaciones de materias primas



Fuente: BBVA

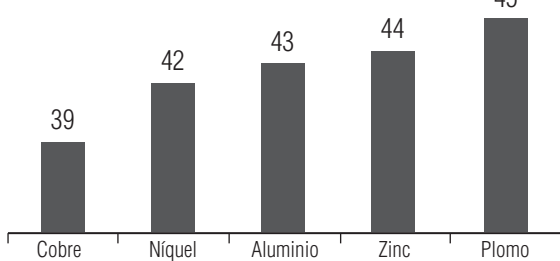
Entonces en el caso de China, que se ha convertido en muchos casos en el principal socio comercial, por ejemplo de mi país, Perú, ya desde el año pasado China es nuestro principal socio comercial, dejó de serlo Estados Unidos de América, tiene como riesgo a corto plazo la desaceleración, ante lo cual China comenzó a bajar varias veces su tasa de encaje y la semana pasada bajó, por primera vez, su tasa de interés de 6.6% a 6.3%, es la primera reducción que tiene desde el año 2008. Existe un tema de riesgo de burbuja en su mercado inmobiliario, hay además un tema de sobreinversión, tiene también problemas en las finanzas públicas de sus gobiernos locales y además hay todo un tema de banca informal muy complicado. En el mediano plazo, tienen los retos

de cambiar su patrón de desarrollo, en lograr que haya un mayor consumo en el interior de su economía y una serie de reformas que tiene que hacer China para poder seguir avanzando.

Este gráfico ilustra un poco este punto. En donde lo que tenemos son ejemplos de países que han surgido; recordemos el milagro alemán, luego de la Segunda Guerra Mundial, igual con el caso de Japón y Corea del Sur, y un poco en donde está ubicándose actualmente China, como una economía que surge con la diferencia, que correctamente lo mencionaba el doctor De Gregorio, China inicia también de una base bastante menor.

La evolución de China es fundamental para consolidar el crecimiento mundial en el mediano plazo pero enfrenta varios riesgos y retos

China: consumo de metales 2011
(% de consumo global)



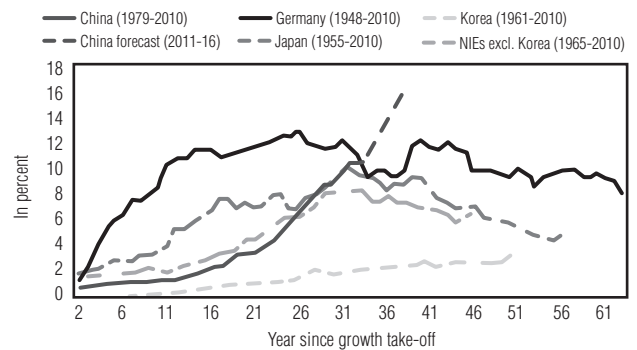
Fuente: Barclays. 2012.

Riesgos de corto plazo

- Mayor desaceleración del crecimiento.
- Fuerte corrección de precios a activos. (bursátil, inmobiliario).
- Exceso de inversión/capacidad. (sobreinversión en infraestructura)
- Problemas de repago de la deuda de gobiernos locales.
- Menor espacio para estímulo fiscal.
- Mayor participación de la banca informal. (shadow banking)

El fenómeno de China hace que muchos autores hablen del tema del superciclo. Superciclo se refiere (temporalmente hablando, ya no se habla de un horizonte de años, cuando se habla de ciclos económicos) a un horizonte de décadas. En la historia del superciclo reciente, por ejemplo, se habla del superciclo que hubo antes de la Primera Guerra Mundial, entre 1885-1914 aproximadamente, o por ejemplo, otro superciclo fue el que ocurrió entre el año 1945 y la década de los 70, luego de la Segunda Guerra Mundial, cuando se da la reconstrucción de Europa y de Japón; existe historia de superciclo actual y lo que dice es que China está en un proceso de industrialización, en donde cuando uno compara los niveles de stock que tienen estas gráficas de 2008; pero no cambia mucho la historia, sino que tienen un gran espacio todavía por desarrollarse y esa creación de infraestructura implica una tremenda demanda por materias primas y la pregunta es la duración de este ciclo. Hay estudios que hablan que puede durar 15 o 20 años más y eso implica todo un reto de política monetaria y política fiscal; y genera política macroeconómica para aquellos países que, por ejemplo Perú, se han beneficiado justamente de este proceso.

Participación de mercado
(desde que se inició el despegue económico)



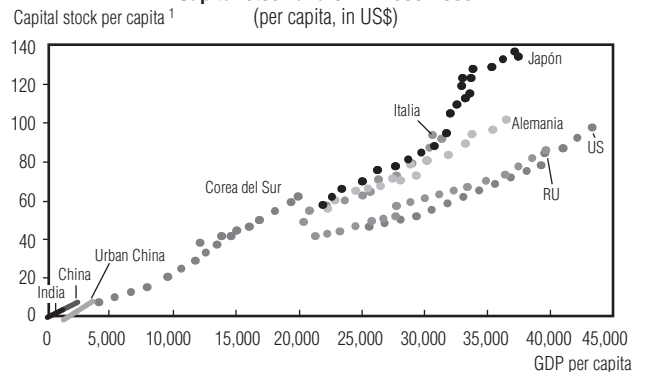
Fuentes: Bloomberg, FMI.

Riesgos de mediano plazo

- Cambio de modelo exportador.
- Rebalance del crecimiento hacia mayor consumo.
- Reformas de las políticas de Salud, Educación y Pensiones.

¿Cómo enfrentar un potencial superciclo en la década actual?

Capital stock and GDP: 1980-2008



1 Stock of net fixed assets at the end of the year, assuming 5 percent depreciation rate for all the assets. Source: McKinsey insights China: McKinsey Global Economic Growth Database: McKinsey Global Institute

En todo esto ¿cómo queda América Latina? Como se mencionó, América Latina es una región que ha aprendido, en general, de sus lecciones del pasado y es una región que actualmente se visualiza con bastantes expectativas. Lo que se ha venido observando como reto de política es el hecho que, según la región en donde el desempeño macroeconómico ha mejorado de manera sustancial, implica no solamente los retos de política que había en el pasado, que eran de cómo salir de la mejor manera de una crisis, sino los retos que son nuevos y que de pronto son más complejos, entre ellos: ¿cómo administrar la bonanza? Y esos retos tienen que ver con el hecho que si uno visualiza el mundo y los capitales donde buscan localizarse, sucede que un contexto, como hemos explicado, en donde los Estados Unidos de América, Europa y Japón están con i) una situación de debilidad de sus ciclos económicos por un lado; ii) tasas de interés extremadamente bajas; además, iii) programas de expansión cuantitativa de liquidez astronómicos; entonces eso incentiva a que los capitales se reasignen a un nivel mundial y entonces ¿dónde se pueden quedar o a dónde pueden ir? Se puede decir que está China, que es el otro gigante que está subiendo; pero China tiene control de capitales. El siguiente país en el mapa: India, que también tiene esquemas de control de capitales, entonces se va localizando en el mapa y está América Latina, por ejemplo, en la región de Brasil que es un país que ha recibido bastante flujos de capitales y cuando se observan indicadores de tipo de cambio real (el real es una de las monedas relativamente más apreciada), tampoco es casualidad que el término “guerra de monedas”, que fue acuñado en septiembre de 2010 por el propio ministro de Hacienda de Brasil, entonces esto implica para la región administrar estos inlfujos de capitales, que son un espejo, cuando hay aumento de la aversión al riesgo, como fue el caso, por ejemplo de septiembre de 2011, hay salidas abruptas y cuando las cosas se calman, comienzan a entrar nuevamente. Entonces, me parece que este tema es relevante para reflexionar un poco, hablando de economías pequeñas y abiertas y cómo reaccionar ante ello. En la literatura conocemos lo que es la trinidad imposible, o sea, no podemos tener control sobre las tres cosas: el tipo de cambio, la tasa de interés y la libre movilidad de capitales. Tenemos que escoger dos, esto es lo que nos dice la literatura económica; y por otra parte sabemos que es un hecho que todos los bancos centrales tienen un nivel de intervención cambiaria, obviamente los matices pueden ser bastante disímiles, pero ciertamente todos intervienen, entonces la reflexión es ¿por qué lo hace? ¿Por qué los bancos centrales intervienen? Esto se sale un poco del esquema de intervención de política monetaria en donde tenemos una tasa de interés de política monetaria que la movemos justamente para lograr nuestra meta de inflación. Acá, el primer punto del tema es corregir desalineamientos significativos del tipo de cambio real, ese es el más común y hay casos, por ejemplo, de bancos centrales que intervienen muy poco; si se encontrara este argumento que tiene que ver con el caso de que haya discernimientos tan importantes que ameriten una intervención para evitar que cuando esto se corrija puedan causar problemas macroeconómicos domésticos. El segundo punto tiene que ver con el hecho que estamos en un mundo en donde no hay un prestamista internacional de última

instancia, con lo cual no necesariamente es el óptimo a nivel global, pero a nivel individual de cada país lo óptimo es tener un nivel adecuado de reservas internacionales que permitan servir como una especie de autoseguro en el caso se tenga un choque adverso y un tercer argumento para las intervenciones y eso depende de cada país, es reducir la volatilidad del tipo de cambio. Dos argumentos que, se me ocurre, por qué habría que hacerlos: i) cuando el país todavía no tiene un alto grado de credibilidad de su política monetaria, esto pasa, por ejemplo, en países en donde típicamente el tipo de cambio está muy fijo y eso genera que ante una variación en el tipo de cambio, pueda generar efectos indeseados sobre una inflación o un efecto de traspaso muy alto; y ii) el caso más relevante para Perú, una economía con algún grado de dolarización financiera que hace que existan descalces cambiarios significativos cuya activación podría generar problemas de estabilidad financiera.

A continuación quería mencionar que una lección aprendida de la crisis financiera internacional –aparte del hecho que se debe poner mucha atención a los temas macroprudenciales y de que hay que tener cuidado con los *boom* crediticios– tiene que ver con el rol que tienen los precios de los activos en la política monetaria. Ciertamente hoy en día el peso de aquellos autores, que decían que hay por lo menos que tener un ojo más vigilante a la evolución de los precios de los activos, ha ganado peso. Ahora si uno piensa en países desarrollados, qué precios de los activos uno está pensando, según la última crisis, está pensando en el precio de las viviendas o en el precio de las acciones. En nuestros países, sobre todo en países que tienen problemas de descalces cambiarios, como el Perú, ese activo sería también el tipo de cambio, entonces también mencionar que la forma en la que actúan los bancos centrales tiene una consistencia con lo que se viene actuando o conversando sobre el rol de los precios de los activos en la política monetaria.

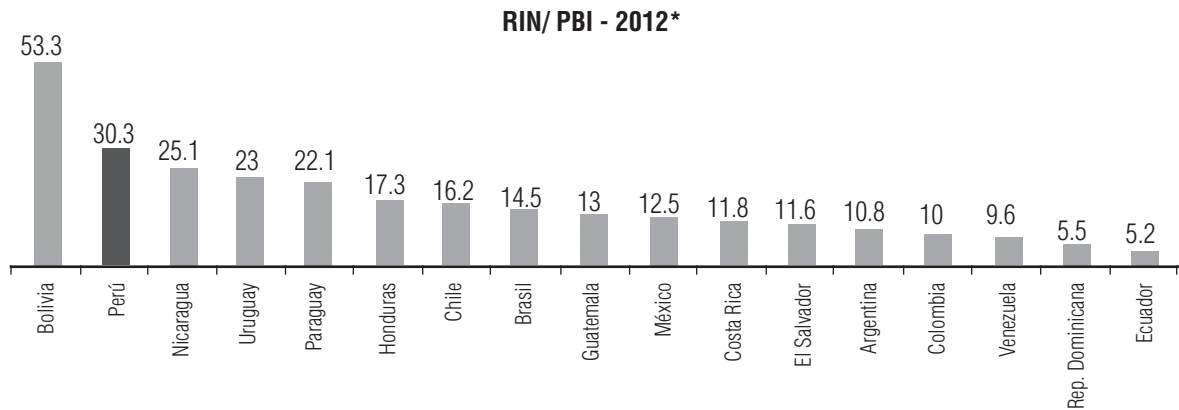
¿Por qué los bancos centrales intervienen? Y si lo hacen, ¿serán efectivos o no? es un siguiente punto. Existen varios estudios, pero hay uno reciente de Adler, del FMI, que analiza las intervenciones cambiarias en la región para tratar de medir la efectividad de dicha intervención cambiaria y como resultado tiene estas conclusiones:

1. Cuando una intervención cambiaria parece que es más efectiva. En términos subjetivos de intervención, es cuando ya existe un desalineamiento significativo del tipo de cambio real, y obviamente la intervención va en el sentido de eliminar ese desalineamiento.
2. Cuando coincide con la posición de política monetaria. Esto es si, por ejemplo, el banco central por motivos macroeconómicos, su inflación está muy baja y tiene que bajar la tasa de interés y coincide eso con que casualmente también interviene comprando, entonces aparentemente el estudio resulta que en esos casos sería más efectivo.

- Otro punto tiene que ver con el grado de integración financiera internacional, contra mayor sea el grado de integración financiera, obviamente es más difícil para un banco central poder tener un impacto a través de cantidades en su intervención cambiaria.
- El otro es que en fuentes de estudio las cantidades obviamente importan, pero condicionado a los otros factores mencionados. Curiosamente a veces hay mucha discusión sobre qué es mejor: ¿reglas versus creación? Pero al menos este estudio no encuentra nada concluyente.

Entonces, en este período de crisis lo que se ha observado es que los bancos centrales que han venido acumulando reservas en general, en la región como un todo, se han beneficiado con mejores términos de intercambio, excepto en Centroamérica, que es un caso diferente, porque más bien el efecto de la subida del precio del petróleo y de otros alimentos pueden haber sido más importantes, pero lo que se observa en la región es que los países que tienen mayor nivel de dolarización financiera, por esa vulnerabilidad tienden a tener mayor nivel de reservas internacionales.

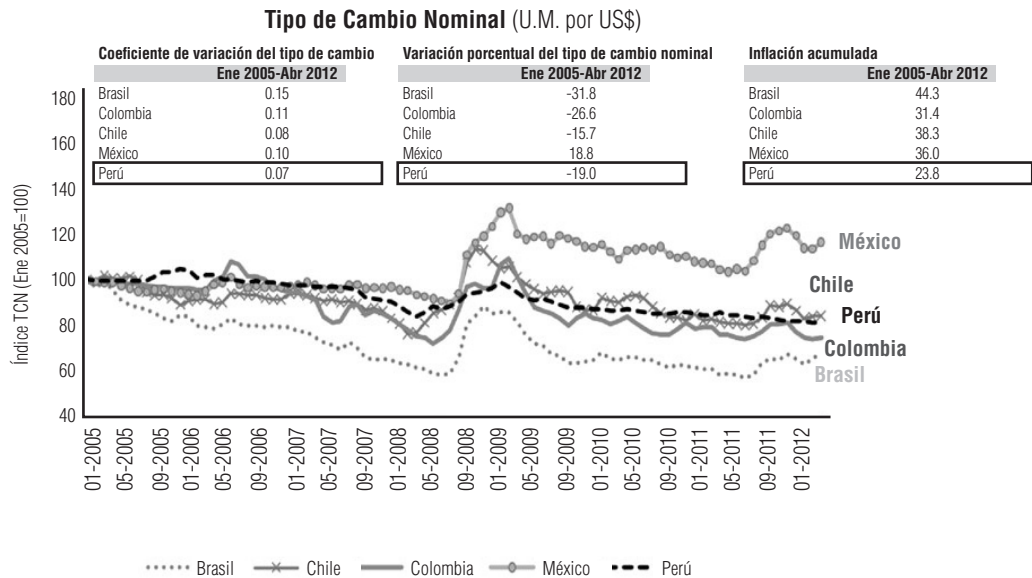
Durante la crisis subprime de EE.UU., las economías emergentes atendieron rápidamente los requerimientos de liquidez domésticos, respaldados por los RIN que previamente habían acumulado



Fuente: Bloomberg

Otro punto que también se observa es el tema de la volatilidad del tipo de cambio en donde, en general, lo que se presenta es el caso de México, Chile, Colombia y Brasil con un alto nivel de volatilidad; menor es Perú porque a diferencia de los otros cuatro países, el caso de Perú es una economía con un nivel todavía alto de dolarización financiera.

La mayor volatilidad de los mercados financieros se ha reflejado en presiones depreciatorias recientes



Tratando un poco de aproximar este concepto que comentaba antes sobre qué tan efectiva puede ser la intervención cambiaria en el contexto del grado de intervención financiera, y entonces lo que uno observa es que ya es un hecho estilizado, cuando uno mira el tamaño de los mercados cambiarios, son mucho más grandes de lo que serían las transacciones de comercio exterior. Por ejemplo en el siguiente cuadro se presenta información del volumen de comercio y del volumen negociado en el mercado de divisas de cada país y se obtiene la razón entre ambas variables para determinar su tamaño, en relación a su respectivo mercado.

En economías emergentes uno de los factores que favorecen a la intervención cambiaria del Banco Central es el tamaño relativo reducido del mercado cambiario

Mercado cambiario ^{1/}
(en millones de US dólares)

País	Volumen de comercio (a)	Volumen negociado FX mensual (b)	Tamaño del mercado FX mensual (c) = (a) / (b)	Volumen negociado FX promedio diario
Perú	4 868	21 241	4.4	965.5
Chile	9 825	47 996	4.9	2 181.6
Colombia	6 673	61 467	5.5	2 794.0
México	49 630	613 500	12.4	27 886.4
Brasil	29 043	478 032	16.5	23 901.6
Sudáfrica	12 211	293 180	24.0	14 659.0
EUA ¹	337 760	16 591 471	49.1	754 154.0
RU ¹	110 952	34 938 516	314.9	1 746 925.8

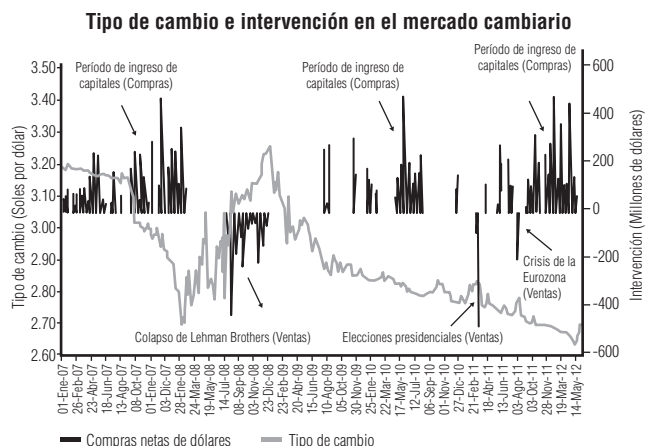
¹ EUA: Estados Unidos de América, México y Canadá. RU: Reino Unido

EUA y RU volúmenes ajustados por doble reporte de transacciones entre agentes reportadores (todas las monedas)

Fuentes: Banco Central de Perú, Chile, México, Brasil, Sudáfrica, Fed de New York y Bank of England, BIS
1/ Al mes de abril de 2010 encuesta triannual del BIS

Al relacionar el tamaño del mercado cambiario con su nivel de comercio exterior, una primera conclusión es que la razón es mayor, conforme aumenta el nivel de transacciones de cada país, como se indica en la información para los países desarrollados, por ejemplo, Estados Unidos de América, Inglaterra, en donde el mercado donde se transan las monedas, es mucho mayor que en la región latinoamericana y en el caso, por ejemplo de Perú, tiene que ver relativamente el menor grado de integración financiera, la razón más pequeña para los países de Centroamérica, puede ser porque estos tienen todavía un menor grado de integración financiera, pero esto además es un proceso dinámico, en la medida que las economías se hacen más conocidas, esto forma parte de los retos del éxito, el grado de integración financiera, endógenamente tiende a elevarse. Ejemplificando el caso de Perú, que es una economía pequeña y abierta, es una economía en donde se tiene un esquema de metas de inflación, pero dado que es una economía financieramente dolarizada, se incorpora en el esquema de diseño de política monetaria, medidas para controlar este riesgo y de tal forma evitar que un problema de estabilidad financiera afecte la política monetaria.

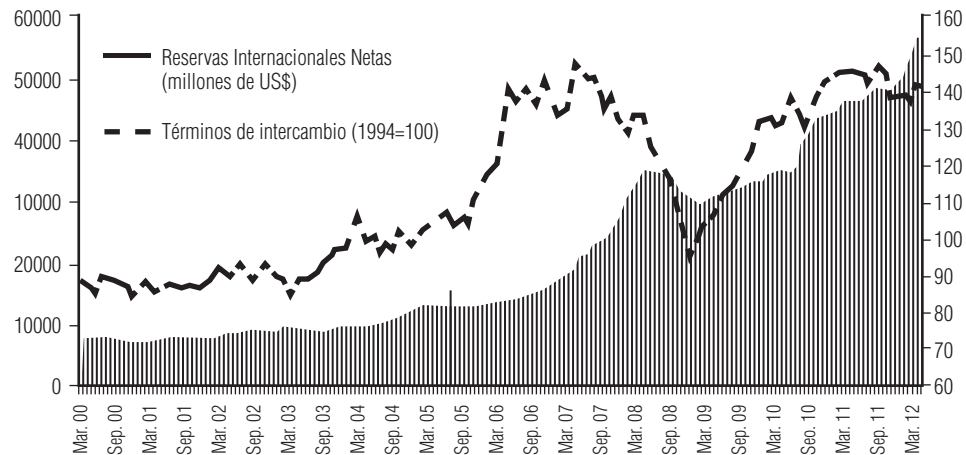
En economías en vías desarrolladas el tipo de cambio es el precio de activos más importante, la intervención cambiaria permite reducir la volatilidad del tipo de cambio



Entonces Perú en este período ha acumulado reservas internacionales de manera importante, en un contexto en donde se ha tenido y se tiene una situación del tema de intercambio bastante privilegiada, los términos de intercambio, por ejemplo, han aumentado en los últimos seis años 40.0% con respecto a los niveles de términos de intercambio que se tenían previamente; y en el tema de acumular reservas internacionales, se relaciona en cierta medida con la experiencia de cada país, en el caso de Perú, cuando se habla con autoridades o empresarios de crisis, los recuerdos traumáticos de los 70 y los 80 en donde las crisis se iniciaban con crisis de balanza de pagos, donde el banco central se quedaba sin reservas internacionales y después a finales de los 80 se presentó una hiperinflación y entonces la experiencia nueva es que en este período de crecimiento en el tema de intercambio, el banco central ha venido acumulando reservas internacionales.

Acumulación preventiva de reservas internacionales en un contexto de altos términos de intercambio e incertidumbre internacional

Reservas internacionales y términos de intercambio

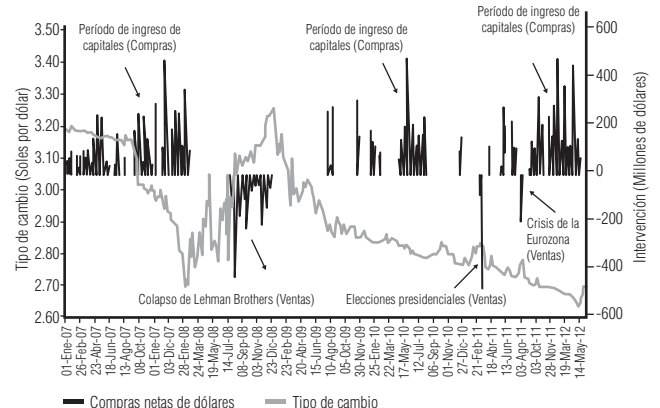


La forma en la que se hace es una manera simétrica, o sea, se compran o se acumulan reservas en períodos donde el tipo de cambio tiende a caer y, viceversa, cuando el tipo de cambio tiende a subir. La experiencia del 2008 fue en particular importante para el caso de Perú, porque fue la primera vez que, siendo una economía que potencialmente tiene un problema de escalas cambiarias, fue capaz. Cuando comenzó el problema de Lehman Brothers se tenía en la región la tasa líder de política más baja de la región, 6.5%. Llega el momento del pánico cuando hay una aversión al riesgo, todos los inversionistas huyen hacia el dólar, como bien se mencionó y entonces la forma en la que se logró, y eso se refleja también anteriormente, para que el tipo de cambio no subiera tanto como subió en el caso de otros países, fue a través de una intervención cambiaria masiva del orden de los US\$9,000.0 millones de dólares y ¿por qué fue capaz de hacer esa intervención cambiaria masiva? Fue porque previamente se había acumulado reservas de manera importante, de tal forma que para este país, siendo una economía altamente dolarizada, acumular reservas justamente es un instrumento que permite hacer política monetaria anticíclica, inclusive en períodos en donde los choques externos son fuertemente adversos sin tener que hacerlo como se hacía en el pasado, ajustar la liquidez y subir la tasa de interés, esta vez no se aumentó la tasa de interés, se

mantuvo, e inclusive se redujo, se observó liquidez en moneda nacional y se contuvo la presión en el mercado cambiario a través del uso de reservas.

En economías en vías desarrolladas el tipo de cambio es el precio de activos más importante, la intervención cambiaria permite reducir la volatilidad del tipo de cambio

Tipo de cambio e intervención en el mercado cambiario



Es importante mencionar que la acumulación de reservas no es gratuita y es muy importante que el arreglo institucional y refiriéndose un poco a la posición pasada, por ejemplo, se podía apreciar que el país que tiene menor deuda es Chile, el segundo es Perú. Perú y Chile son los países que tienen superávit fiscal. En el caso de Chile en la parte institucional, el superávit fiscal que se genera va directamente como ahorro a un fondo de la institución en el exterior, en ese caso la parte institucional tiene relación con los impuestos que se pagan, ya que se pagan en moneda nacional, es decir, se venden en el mercado cambiario; hay una tremenda presión de oferta ahora en el mercado cambiario por venta de dólares por parte de los mineros, esos soles de la moneda nacional del Perú son acumulados por el sector público que los ahorra y los deposita en el banco central, de tal forma que en el caso de Perú se dice que las reservas son un 30.0% del PIB, pero de ese 30.0% del PIB, 12.0% es ahorro fiscal; dicho de otra manera, de no haber comprado este 12.0% sería el ahorro público que el Estado peruano no invierte directamente afuera, sino que lo deposita en el banco central, quien a su vez lo tiene como reservas internacionales; la otra forma en la que se ha logrado financiar esta acumulación de reservas es a través del uso de los encajes, que representan un 7.5% del producto, aquí hay encajes tanto en moneda nacional como en moneda extranjera y la tercera forma de esterilización han sido los instrumentos del banco central, esto se utiliza potencialmente cuando hay intervenciones y se podría pensar que traería más capital si es que emiten de manera masiva; pero en este caso, como se puede apreciar, se tienen cuatro formas de financiar o en qué financiar reservas: i) ahorro del sector público, ii) encajes, iii) instrumentos monetarios y iv) el propio circulante.

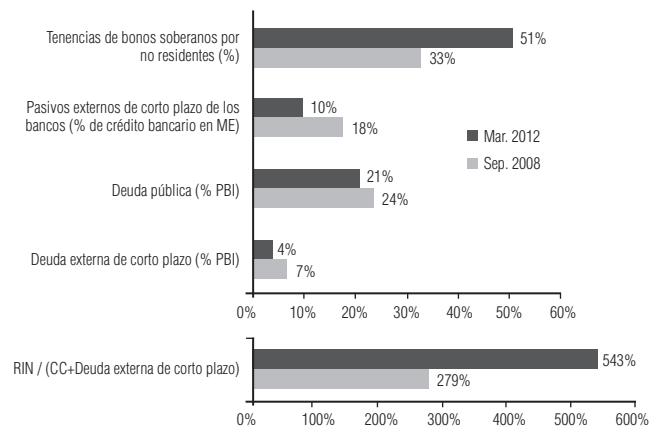
Intervención esterilizada consistente con la tasa de interés de referencia

Balance del Banco Central de Reserva de Perú (Al 31 de marzo de 2012, como porcentaje del PBI)

I. Reservas Internacionales Netas	30.6	I. Depósitos totales del Sector Público	11.7
Del cual:		Soles	7.5
Posición de cambio	21.6	Dólares	4.2
		II. Encaje	7.5
		Soles	2.7
		Dólares	4.8
		III. Circulante	5.5
		IV. Instrumentos del BCRP	5.7
		V. Otros	0.2

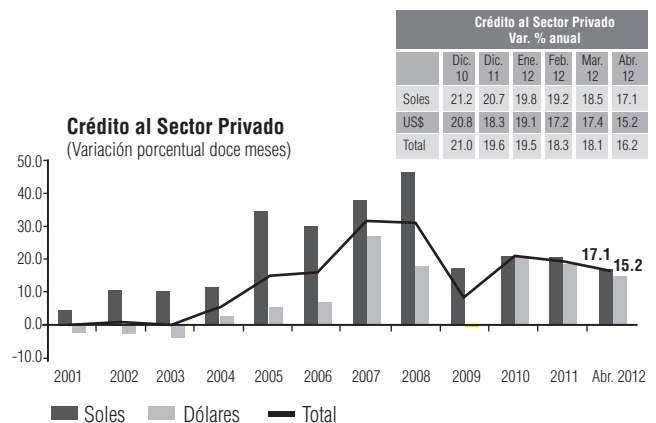
En general, los indicadores están mejor de los que se tenían en el 2008 en términos de reservas internacionales que son más altas de lo que teníamos anteriormente, una deuda pública más baja de la que tuvimos antes de Lehman Brothers y unos pasivos externos del banco también menores; lo que sí es nuevo en Perú es que siendo una economía conocida, por ejemplo, cuando se emiten bonos en moneda nacional, más de la mitad, y según el último porcentaje que se tiene es de 54% (más de la mitad), son adquiridos por inversionistas no residentes, que también tiene la característica de cuando hay situaciones de crisis tienden a vender los bonos o a demandar moneda extranjera.

La vulnerabilidad externa de la economía peruana se ha reducido en los últimos cuatro años



El crédito del sector privado en Perú está creciendo totalmente a tasas moderadas, cuando en el 2008 se empezó a utilizar los encajes de manera activa, fue también en ese contexto de alto crecimiento del crédito que ayudó posteriormente a moderar dicha expansión.

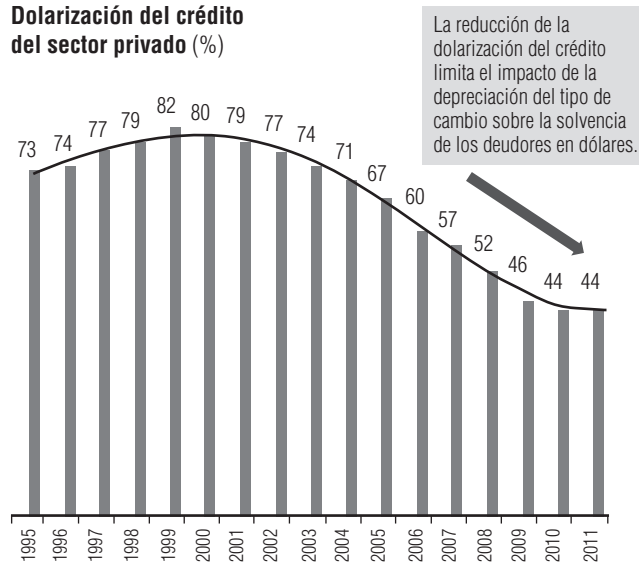
El crédito continúa mostrando altas tasas de crecimiento



Todavía se mantiene un alto nivel de dolarización que ciertamente se ha venido reduciendo, esta vulnerabilidad que tiene esta economía es de manera gradual, pero hoy en día todavía posee un alto nivel de duración financiera y de allí la lógica de las acciones que se han concluido.

La dolarización financiera se ha reducido a la mitad desde el inicio de la década

Dolarización del crédito del sector privado (%)



Todavía se mantiene un alto nivel de dolarización que ciertamente se ha venido reduciendo, esta vulnerabilidad que tiene esta economía es de manera gradual, pero hoy en día todavía posee un alto nivel de duración financiera y de allí la lógica de las acciones que se han concluido.

1. El tema de cómo los mecanismos de transmisión de política monetaria irán desenvolviéndose en la medida que las economías pequeñas y abiertas se integren más al resto del mundo de manera comercial, el peso de la inflación importada tendería a subir, de allí la importancia de tener una alta credibilidad en la política monetaria, anclar expectativas de inflación para minimizar el impacto del efecto traspaso del tipo de cambio hacia la inflación doméstica, es una realidad que en el futuro o cada vez en el tiempo la capacidad de un banco central para influenciar en el tipo de cambio, cada vez va a ser menor, en otras palabras, el paradigma de la trinidad imposible se va a volver cada vez más relevante, eso ya se está viendo y depende de cada país, pero en general hay países, como decía, que tienen mayor grado de integración financiera, pero la tendencia en general es hacia justamente que haya un mayor nivel de integración financiera, más aún como mencionaba en un contexto

en donde se esperan tasas de intereses internacionales extremadamente bajas hasta el 2014 y todo eso también genera la necesidad de mayores coordinaciones entre las políticas monetarias y fiscales, por ejemplo, en el caso de países en donde tenemos un boom en el precio de los productos que exportamos se requiere una política fiscal anticíclica que apoye más efectivamente a la política monetaria.

2. Dado el desarrollo que van a adquirir nuestras economías emergentes yo creo que la ventaja, si podemos llamarle ventaja, es que podemos aprender de las lecciones que han tenido los países desarrollados y se requiere por tanto buscar el desarrollo de mercados de capitales, buscar una suposición de estabilidad financiera que se adecúe a los choques que enfrenta nuestra propia economía, si estamos hablando de la necesidad de tener mayores niveles de flexibilidad cambiaria, porque vamos a estar integrados cada vez más a mercados financieros internacionales, se requiere junto con el desarrollo de mercados financieros y de capitales, desarrollo en mercados de coberturas cambiarias, cosa que no es algo que nazca naturalmente muchas veces y ciertamente una mayor disciplina monetaria.
3. Finalmente creo que de todo esto me parece que no ha cambiado el objetivo que debe tener un banco central: estabilidad de precios. Si un banco central no ancla expectativas de inflación, poco puede hacer para hacer otras cosas, entonces es fundamental, y eso no ha cambiado con la crisis, esa conclusión se mantiene.
4. El otro es el carácter preventivo que debe de tener la política monetaria y como bien decía Pablo García Silva en su exposición sobre el tema de cómo manejar incertidumbre, eso exige un esfuerzo tremendo de los bancos centrales en nivel académico de entender los procesos de cómo funciona la economía, mejorar modelos, tener una inteligencia general importante de todo lo que son las variables económicas y financieras.
5. Una adecuada comunicación con el mercado, transparencia en las políticas y relaciones del banco central. Transparencias porque en ocasiones inclusive hay situaciones excepcionales de emergencia en donde el banco central tiene que operar con instrumentos que no son convencionales y ahí es justamente muy importante la racionalidad que tiene el banco central y que el mercado entienda correctamente por qué el banco central está haciendo determinadas acciones. Por ejemplo, en la época de la crisis de 2008, en nuestro caso, llegamos a hacer REPOS (es un contrato de compra-venta de títulos para un crédito a corto plazo, en el cual la propiedad del título es temporalmente trasladada a quien recibe el crédito) que típicamente lo hacemos a un día, hasta un

año, no llegamos a hacerlo, pero el precio del bono cayó tanto que comenzamos a preguntar en los mercados ¿qué pasa si el banco central por excepción compra un bono y el mercado dejó de demandar? no fue necesario comprar. Finalmente, lo reitero porque me parece que es crucial, es una activa coordinación con la política fiscal.

Carlos Eduardo Castillo: Muchas gracias, señor Armas, por su conferencia, que ha despertado el interés del público del cual he recibido bastantes preguntas, que trataré de agrupar, en especial las que han tendido a repetirse, trasladando el resto al señor Presidente del Banco de Guatemala, quien mañana estará moderando la mesa redonda. La primera pregunta, creo que el tema está de moda, es: ¿Cuáles son sus expectativas sobre la Zona del Euro? ¿Podría esta crisis convertirse en un episodio de crisis financiera mundial, peor al observado en el episodio 2008-2009?

Adrián Armas: Si se piensa desde el punto de vista de incentivos que tendría un país para desviarse de la Zona del Euro, en el muy corto plazo, justo el doctor De Gregorio lo mencionó en su presentación pasada, el caso por ejemplo de Grecia, que es el país que tiene hoy en día los problemas fiscales mucho más agudos, tienen todavía un déficit primario. ¿Qué significa esto? Que actualmente Grecia ha tenido que hacer un ajuste muy fuerte, pero aun así tiene un déficit primario; significa que si hoy ellos decidieran hacer un default y ya no pagar un euro a ningún acreedor, ya no tendrían que preocuparse por ese lado; significa que el nivel del gasto no financiero de su sector público es aún superior a los ingresos que están teniendo actualmente; en otras palabras, para ellos como país les sería más costoso hacer default que seguir el programa actual. Ahora si se piensa en motivos más políticos, presiones sociales, en la actualidad la gente en Grecia todavía vota por mantenerse en la Zona del Euro, entonces lo que sí puede dar tensiones creo es que, dependiendo de quién sea el ganador de las elecciones del 17 de junio, podría haber un intento político de renegociar el actual programa y, por otra parte, por el lado de los países del resto de Europa, puede haber una resistencia a cambiar las condiciones, recordando que estamos hablando de un segundo programa y en cada programa han sido negociaciones bastante complejas. De igual forma, si hubiera algún problema en Grecia, en realidad el riesgo para la economía mundial es el tema de contagio, de cómo puede eso afectar al resto de la Zona del Euro, porque Grecia en verdad como país es un país cuyo tamaño es bastante pequeño, o sea, Grecia por sí sola no es un problema, el problema es el efecto contagio que podría haber. El problema de Europa comienza, recordemos, en mayo de 2010, es decir, ya estamos más de dos años en estas situaciones en donde hay pe-

ríodos de alta tensión, en donde los mercados se ponen bastante nerviosos y con razón, y hasta ahora, de una manera con mucha presión, los europeos han logrado arreglar sus problemas y esperemos que eso continúe así, pero ciertamente los ajustes son bastante dolorosos y hay dificultades para hacer reformas y las reformas toman bastante tiempo y eso parece que va a continuar de esa manera. Lo que es interesante, en este proceso, es cómo poco a poco Europa está haciendo cosas que nunca antes hubiéramos pensado, estamos hablando ya de una integración fiscal que puede tomar mucho tiempo. Se hace mucho la comparación con Estados Unidos de América, se recuerda mucho al Secretario del Tesoro, Alexander Hamilton, de cómo lograron que los tres estados en Estados Unidos de América lograran una unificación fiscal. Como, por ejemplo, la zona de Washington, D. C. fue elegida capital de Estados Unidos de América, porque Virginia fue el Estado que tuvo que ceder, porque era un Estado menos deudor que los otros Estados y Hamilton decía que ese era el precio de la libertad. Europa tiene que encontrar algo que haga que las poblaciones tan disímiles, como los finlandeses y los griegos, busquen integrarse y es un tema obviamente bastante complejo.

Carlos Eduardo Castillo: Una última pregunta dice: ¿Podría Centroamérica, como región y en función de su experiencia, ser más vulnerable a un nuevo episodio de crisis mundial en relación con otras economías latinoamericanas?

Adrián Armas: Es una pregunta compleja, porque tampoco creo que uno pueda generalizar a Centroamérica como una región. Vamos viendo por varios mecanismos: en términos de pesos relativos, o sea, en términos de intercambio, Centroamérica más bien ha sido golpeada negativamente por el *boom* del precio de los *commodities*, porque en general tiende a ser importador neto de combustible, más bien cuando hay una recesión mundial, me imagino que los términos de intercambio tienden a mejorar; entonces eso atenúa el impacto negativo en el caso de ustedes, el canal de comercio exterior, por ejemplo, ustedes son su principal mercado, tengo entendido que es Estados Unidos de América, allí habría que ver cómo le va en particular, me imagino, a la economía de Estados Unidos. El canal financiero creo que opera menos, porque me parece que tiene un menor grado de integración financiera, no en el sentido de financiamiento de grandes proyectos, sino en el sentido del movimiento de corto plazo y sobre el tema del tipo de cambio. Yo sospecho que los países de la región, Centroamérica, que pueden usar el tipo de cambio como variable de absorción de choques, creo que este es el caso de Guatemala, me parece que están en mejor posición que aquellos países de la región que tienen regímenes cambiarios más rígidos. Gracias.

Entorno internacional y su impacto en las economías pequeñas y abiertas

Mario Bergara Duque

Héctor Valle: Buen día, distinguido público, bienvenidos al segundo día de conferencias del XXI Ciclo de Jornadas Económicas del Banco de Guatemala. Tengo el honor de presentar al doctor Mario Bergara Duque, quien es Economista y Contador Público, egresado de la Facultad de Ciencias Económicas y Administración de la Universidad de la República. Es Máster y Doctor en Economía por la Universidad de California, Berkeley; se desempeña como profesor grado 5 de los cursos: Teoría de Contratos, Economía de la Regulación y Microeconomía Bancaria en el Departamento de Economía de la Facultad de Ciencias Sociales de la Universidad de la República. El doctor Bergara ha publicado libros y artículos en áreas de economía institucional, regulación de servicios públicos y economía bancaria nacional e internacional. Ha dirigido proyectos patrocinados por el Banco Mundial, el Banco Interamericano de Desarrollo y el Programa de Naciones Unidas para el Desarrollo. En 2008 fue galardonado con el Premio Internacional “Walter y Elise Haas” de la Universidad de California. El doctor Bergara se ha desempeñado en los puestos labores: Jefe de Estudios Económicos del Banco Central del Uruguay, Director de la Unidad Reguladora de Servicios de Comunicaciones, Subsecretario del Ministerio de Economía y Finanzas; actualmente es Presidente del Banco Central del Uruguay, desde noviembre de 2008. Con ustedes el doctor Bergara.

Muchas gracias por la invitación y por acompañarnos en la mañana de hoy. Hace 18 años estuve en este auditorio cuando, conjuntamente con un colega del Banco Central del Uruguay, José Antonio Licandro, fuimos galardonados con el premio “Dr. Manuel Noriega Morales”. Mi presentación incluye: 1) una breve referencia del entorno internacional desde la perspectiva del rol de la banca central; 2) realizar un énfasis sobre la importancia de las funciones del banco central, no solamente desde una perspectiva macro o microeconómica, sino también desde una perspectiva ética y de derechos ciudadanos que a veces se pierde un poco; y 3) tratar temas vinculados con la estabilidad financiera, que se ha puesto de relevancia, sobre todo en los últimos años a partir de la explosión de la crisis en Estados Unidos (EE. UU.) y, por lo tanto, vamos a hacer algunas referencias a temas de riesgos sistémicos en el sistema financiero y de algunas perspectivas tanto de mecanismos regulatorios o enfoques regulatorios como de la institucionalidad de la regulación financiera, las cuales se desprenden de la explosión de la crisis financiera en 2008. Haré un esquema breve para dos casos diferentes de lo que nos está pasando a muchos países de América Latina, que básicamente somos exportadores de *commodities* y, por lo tanto, nos afecta la

depresión en los países desarrollados, como sucede actualmente en EE. UU., que no logra todavía recomponer un crecimiento sostenido; lo que está ocurriendo en Europa que es, de alguna manera, compensado con los nuevos países o mercados emergentes que arrastran un poco el crecimiento mundial en el mundo actual; y, consecuentemente, los países exportadores de *commodities* nos vemos beneficiados de esa parte que compensa, o a veces más que compensa, el impacto de las debilidades de las economías desarrolladas; y este es el mapa con el que razonamos en los casos de los países exportadores de *commodities*, tenemos países desarrollados que tienen signos de debilidad, EE. UU. comienza a mostrar algún repunte pero todavía no de manera sostenida, después de 3 o 4 años de mucho ruido y de mucha volatilidad.

La economía europea está atravesando un momento todavía más incierto y justamente la incertidumbre y la volatilidad caracterizan la actividad de los países desarrollados. La incertidumbre que se traslada a los mercados internacionales y la debilidad de sus monedas, con la variante que –creo es muy interesante– en general economías débiles se traducen en monedas débiles; pero

cuando se agrega el factor incertidumbre, ocurre esa paradoja de que los agentes van hacia el dólar por más que la economía norteamericana no muestre signos sostenidos de recuperación, eso es lo que está sucediendo hoy, pero en una estructura de monedas de los países desarrollados débiles. Esto se decía desde la perspectiva de los países exportadores de commodities, es relevante ver que hay países emergentes donde están emergiendo nuevos mercados; China, India, Brasil y Rusia que están mostrando alto crecimiento, aunque en 2012 en algunos de estos se está mostrando una desaceleración, sobre todo en Brasil; pero, sobre todo, es de una demanda para el consumo de commodities. Esa combinación, desde la perspectiva de nuestros países, implica que existe acceso a mercados con mayor facilidad, nosotros nos quejamos toda la vida de que no teníamos buenos mercados y buenos precios para los bienes que producíamos; bueno, ahora tenemos los desafíos que genera justamente tener amplio acceso y altos precios de los bienes que producimos y esos altos precios se deben a dos factores: al factor moneda débil, el precio obviamente es el valor de algún bien expresado en alguna unidad de medida. Cuando esa unidad de medida está débil, el mismo valor se expresa en un mayor precio, es decir: tenemos un componente monetario de moneda débil, de unidad de medida, de numerario débil, que explica una parte de los precios internacionales altos y eso ayuda a entender por qué desde 2008 para acá, cuando más se fortalece, por ejemplo el dólar norteamericano, caen los precios de los commodities; existen muchos factores que provocan que estos se muevan en esas direcciones, pero uno de ellos, y nada despreciable, es el elemento numerario, el fortalecimiento de la unidad de medida que hace que caigan los precios de los commodities. Pero, además, en una lógica de tendencia de crecimiento del precio de los *commodities*, derivado de la nueva demanda de los países emergentes, la situación en el terreno financiero, y sobre todo la alta incertidumbre y volatilidad que generan las situaciones de EE. UU. y Europa, también se hacen más volátiles e inciertos los flujos de capital que, desde la perspectiva de América Latina, también hay que decir que se genera el desafío de lo que toda la vida nos quejamos: que no venían capitales a América Latina, pero ahora derivado de esta volatilidad los flujos de capital miran a la región como posibilidad y tratan de aprovechar algunos de sus instrumentos y algunos de sus mercados financieros.

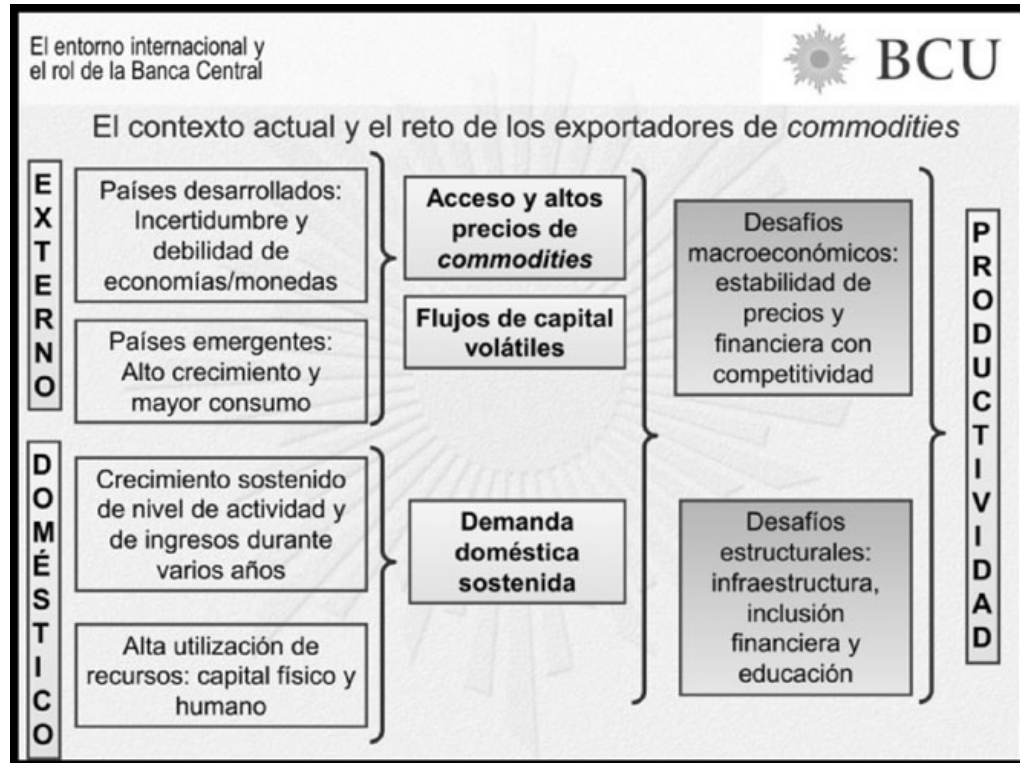
Entonces, un aspecto que debe verse, entre comillas, como buenas noticias es: buen acceso de nuestros productos, buenos precios de nuestros productos y flujos de capitales hacia la región; al darse en este contexto de incertidumbre y volatilidad, generan desafíos en el contexto macroeconómico, desafíos para las políticas macroeconómicas y, en particular, desafíos para las políticas bancocentralistas, dado que los elementos de competitividad comienzan a estar en juego cuando los factores financieros, principalmente, comienzan a afectar el valor relativo de las monedas.

Una economía que crece y fortalece su moneda, eso está muy bien, eso es estructural, pero también hay factores circunstanciales que profundizan esa orientación y no se puede pensar que

las condiciones financieras actuales van a durar toda la vida, las tasas de interés en EE. UU. y Europa no van a ser “cero” toda la vida, el crecimiento de estas economías no va a ser tan magro todo el tiempo, las tasas de desempleo no van a ser 8% y 10% en EE. UU. toda la vida, o 20% en Europa. Hay un conjunto de factores que sabemos en algún momento se van a revertir, por lo tanto, está en el arte de la política económica, y de la política monetaria en particular, tratar de cuantificar un poco y actuar de acuerdo con esa idea de que existen algunos factores estructurales que aprecian el tipo de cambio real de nuestros países, porque nuestras economías se fortalecen y porque hay una mayor demanda de nuestros bienes que es estructural. Pero también otro componente de esa apreciación es circunstancial, es volátil y se debe a condiciones financieras puntuales, circunstanciales, aunque las circunstancias duren 3, 4 o 5 años no dejan de ser circunstanciales, y el día que se reviertan no van a avisar, se van a revertir rápidamente, por lo tanto, si no se cuidó adecuadamente la competitividad estructural del sector real de la economía, puede llegar a tener daños permanentes de factores que son relativamente circunstanciales. Esto se refuerza con el hecho que nuestras economías están creciendo, hay un crecimiento sostenido de la actividad y de los ingresos durante varios años y una alta utilización de recursos, tanto en capital físico como en capital humano. Muchos de nuestros países están en tasas mínimas de desempleo casi con plena utilización de recursos. Por lo tanto, la demanda doméstica sostenida profundiza este enfoque de apreciación cambiaria y de fortalecimiento de nuestras monedas, generando los desafíos macroeconómicos que se asocian a la estabilidad de precios y a la estabilidad financiera, en contextos de cuidar la competitividad del sector real de nuestras economías.

Cuando se dice que el banco central tiene un objetivo único, entiendo que se lo plantea desde el punto de vista de que si existe un factor que el banco central no puede descuidar es la estabilidad de precios, pero creo que nadie en el mundo de hoy visualiza al banco central con los ojos puestos únicamente en la estabilidad de precios. Primero porque estructuralmente la inflación también depende de los factores del sector real, de la competitividad, de la estabilidad financiera y la competitividad del sector real depende de tener una inflación baja y estable; pero evidentemente los bancos centrales toman decisiones estratégicas, por supuesto tienen su prioridad en la inflación pero creo que nadie puede negar que, sobre todo en estos tiempos de incertidumbre y volatilidad, todos estamos atentos a las condiciones reales de nuestras economías, en la competitividad, en las relaciones cambiarias, etc. Sobre la alta utilización de los recursos, se dice que estamos llegando a altas demandas en materia de infraestructura de capital físico, de educación y capacitación, o sea, de capital humano y de desarrollo e inclusión financiera. Estos son los desafíos estructurales que nuestros países hoy pueden plantearse porque de alguna manera se basan en la estabilidad macroeconómica; y de no atenderse, cuando se reviertan estas circunstancias, podríamos no estar preparados. Debemos aprovechar estos tiempos para avanzar en la infraestructura física, la infraestructura financiera y la infraestructura educativa de nuestras sociedades, esta es la clave para el desarrollo futuro y eso se centra en la productividad. Estamos

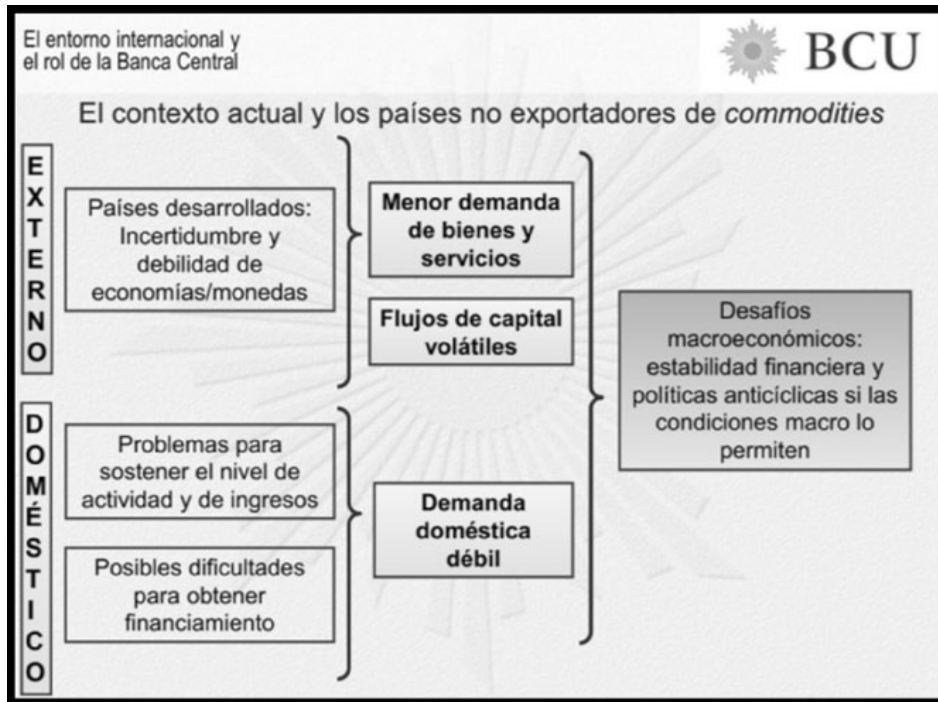
llegando al tope de lo que podemos crecer con plena utilización de los recursos, con buenos precios internacionales, con mercados abiertos y con disponibilidades de financiamiento. En ese contexto, la forma de seguir una senda de desarrollo sostenido es con base en el desarrollo de la productividad, para lo cual las infraestructuras físicas, los instrumentos financieros, y principalmente la calificación y la educación de los recursos humanos, cumplen un rol central. Esto, se podría decir, es una perspectiva de los países exportadores de *commodities* de América Latina.



¿Qué pasa con los países que no exportan *commodities*? No tienen el beneficio de la demanda de los países emergentes y se ven afectados e impactados por las debilidades del mundo desarrollado, si en vez de exportar soja, cobre o carne a China, India, Rusia, Brasil, se exporta turismo a EE. UU., el panorama es bien distinto, la demanda también es incierta. La demanda ha disminuido en estos años, en todo caso va a estar creciendo con lentitud, en ese sentido, a la menor demanda de bienes y servicios también se agregan los flujos de capital volátiles y, por lo tanto, el panorama general en materia macroeconómica no es el mismo, ya que existen problemas a nivel doméstico para sostener el nivel de actividad y de ingresos, y seguramente algunas dificultades para tener flujos de capitales y financiamiento adecuado.

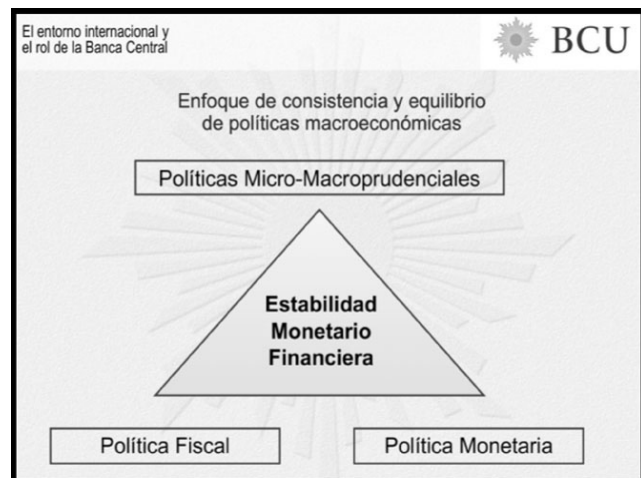
En ese contexto los desafíos macroeconómicos primordiales son: mantener la estabilidad de precios y la estabilidad financiera y, obviamente, en eso el banco central cumple su rol fun-

damental. Además, al saberse que la debilidad de las economías desarrolladas no es una situación de largo plazo, tratar de tener algunas políticas contracíclicas o anticíclicas y teniendo claro que no hace políticas anticíclicas el que quiere, sino el que puede; el que tiene condiciones de base a nivel macroeconómico que se lo permitan. Es decir, el que tiene la inflación bajo control, estabilidad financiera y una situación de las cuentas públicas y de la deuda pública razonable, de manera tal que pueda ampliarse un poco el gasto focalizado en algunos sectores, expandir un poco el financiamiento y el endeudamiento pero que siempre continúe en una trayectoria sostenible, aquellos países que tienen ese soporte y esa base podrán tener algunas políticas anticíclicas mientras el agua empieza a bajar, pero reitero, no hace políticas anticíclicas el que quiere, sino el que puede. Lo que sí está claro es que se está hablando de un panorama que es bien diferente y que algunos países de Centro América y el Caribe se pueden ver más afectados que los países de Sudamérica que principalmente son exportadores de *commodities*.



Para el desarrollo y para el enfoque de políticas obviamente la consistencia de las mismas es el elemento central, pero también el enfoque equilibrado. Creo que sí hay algo que estas crisis y las reacciones de política que estas crisis han mostrado para todo el mundo, como ya antes había mostrado para las crisis que nosotros habíamos tenido, porque si nosotros hemos desarrollado políticas macroeconómicas consistentes en los últimos años, no es porque seamos más inteligentes que nadie, es porque ya vivimos, no una, varias crisis profundas en el terreno financiero y productivo como ahora les está tocando vivir a EE. UU. y Europa. Creemos que en pequeñas proporciones hemos ido aprendiendo lecciones y en ese terreno la consistencia y el equilibrio de las políticas macroeconómicas es un elemento central. Decía que si algo queda de las reacciones de política en estos años, es que los fundamentalismos hay que guardarlos en el bolsillo por un buen rato. Algunas páginas de algunos manuales se quemaron, pero no todas, la lógica de la consistencia de las políticas macroeconómicas de mantener la estabilidad monetaria y financiera, como soporte para desarrollar cualquier tipo de política, sigue estando vigente y eso implica: mantener la perspectiva de las políticas micro y macroprudenciales, evitar la toma excesiva de riesgos a niveles: individual, sistémico, de Estado, micro y macroeconómico. Asimismo, la política fiscal sostenible con una trayectoria de endeudamiento público sostenible y la política monetaria haciendo su trabajo.

Si no hay equilibrio y consistencia, la política monetaria por sí sola no va a poder compensar los desequilibrios fiscales o los desequilibrios en el terreno financiero macroprudencial.




Quiero enfatizar el concepto de estabilidad, porque si algo tiene que regir en la lógica bancocentralista es la búsqueda de la estabilidad como soporte clave para la toma de decisiones, sobre todo cuando se está en un mundo turbulento y las decisiones son más difíciles de tomar. Cuando se navega en una turbulencia en realidad hay que esperarse a que la turbulencia pase para saber cómo quedó la nave, mirando hacia dónde y con qué fortaleza; en cambio en un mar estable, uno sabe dónde está parado, sabe con qué herramientas cuenta y en la medida que sepa hacia dónde va, va poder tomar las decisiones razonablemente. En virtud de lo anterior, es claro que la toma de deci-

siones económico-financieras incorpora las consideraciones de riesgo e incertidumbre que rigen el mundo actual; la inestabilidad potencia el impacto de los riesgos, aumenta las primas de riesgo incorporadas en las decisiones en todos los niveles. En la formación de precios no se debe olvidar que los mismos son señales, son carga informativa, cuando la información es más volátil y más incierta, los precios son señales más débiles para la toma de decisiones; las decisiones de ahorro, consumo e inversión son necesarias. Pensando en la competitividad y la productividad, por ejemplo: en los contratos laborales la perspectiva, el tiempo en el cual se realizan, qué mecanismos de ajuste salarial tienen, etcétera, pasan a tener un componente central en la competitividad y las decisiones de financiamiento,

con más incertidumbre y volatilidad. Todo el mundo se cubre de mayor manera con primas de riesgo mayor.

La información y las asimetrías informacionales son la fuente de los costos de transacción de la economía y, por lo tanto, trabajar para la estabilidad en contextos de incertidumbre tiene un valor adicional porque reduce los costos de transacción de la economía, y mitigar esos costos de transacción contribuye a ganancias de eficiencia y a mayor productividad del sistema económico. Porque las decisiones económicas y financieras se hacen con señales más informativas, se hacen con funciones objetivas más claras y con el instrumental definido más claro.


El entorno internacional y el rol de la Banca Central 

La estabilidad como soporte clave para la toma de decisiones

- La toma de decisiones económico-financieras incorpora consideraciones de riesgos e incertidumbre
- La inestabilidad potencia el impacto de riesgos, aumentando las «primas» incorporadas a las decisiones de:
 - Formación de precios (señales)
 - Ahorro, consumo, inversión
 - Contratos (incluyendo laborales)
 - Financiamiento
- La información y las asimetrías informacionales como fuente de los costos de transacción de la economía:
 - Organización económica de las transacciones para planificar, adaptar, monitorear y hacer cumplir contratos, minimizando costos
- Mitigar costos de transacción contribuye a ganancias de eficiencia y a mayor productividad del sistema económico

Un marco estable entonces permite afrontar los desafíos estructurales con consistencia macroeconómica, como se mencionó, con la inflación bajo control aunque desafiada por presiones externas y domésticas. Sobre todo para los países exportadores de commodities, enfrentan precios altos afuera, demanda firme adentro, las presiones inflacionarias son evidentes y quizás nuestros países están “tolerando” tasas de inflación un poquitito más altas, nada descontroladas y no inestables pero sí un poco más altas por las circunstancias que mencionamos en el terreno económico-financiero del mundo, con una deuda pública en trayectoria y características deseables, es decir, unas cuentas públicas con trayectoria sostenibles. Con el desarrollo de mercados domésticos que impulsen la desdolarización y la mayor soberanía monetaria a los efectos de que los canales de transmisión de la política monetaria sean más potentes. Con absoluta tranquilidad en los mercados financieros, los sistemas financieros de América Latina, que fueron la combustión de las crisis, fue donde se incendiaban nuestros países durante las décadas del 60, 70, 80, 90¹, el 2000 hoy presenta tranquilidad, incluso cuando bancos de países desarrollados enfrentan problemas. Lo que hemos aprendido en materia de regulación financiera, de regulación prudencial, etc., nos ha ayudado a base de sacrificio, de sufrimiento, de nuestras crisis, a poder sobrellevar las mayores crisis financieras mundiales en los últimos 70 años, en particular la de 2008-2009 y la de ahora 2011-2012, con bastante tranquilidad y fortaleciendo la credibilidad a nivel internacional. Es decir, la percepción que los agentes y los organismos internacionales van teniendo de nuestras economías.

¹ Nota del editor de textos: las décadas del siglo XX se registran solo con dos dígitos.

El entorno internacional y el rol de la Banca Central 

Un marco estable permite afrontar los desafíos estructurales


- Consistencia macroeconómica
- Inflación bajo control, aunque desafiada por presiones externas y domésticas
- Deuda pública en trayectorias y características deseadas
- Desarrollo de mercados domésticos impulsan desdolarización
- Absoluta tranquilidad en mercados financieros
- Credibilidad a nivel internacional

La importancia de la estabilidad económico-financiera es clara, no hay experiencia que muestre desarrollo económico y social en contexto de desorden macroeconómico y financiero; y nuestra experiencia es que nunca cayó tanto la producción, nunca aumentó tanto la pobreza en nuestros países como cuando hubo crisis bancarias y descontrol macroeconómico. Por lo tanto, despreciar la estabilidad de precios y la estabilidad financiera es sinónimo de no considerar sus impactos sobre todas las variables relevantes en el terreno económico y social, la producción, el empleo, los ingresos, la pobreza, la desigualdad, la consolidación de los valores en la sociedad. No se debe caer en esta dicotomía de inflación o competitividad en precios versus tipo de cambio, sino ver estos aspectos de manera equilibrada y pragmática, sin fundamentalismos, pero con criterios de estabilidad y sostenibilidad.

No debemos caer en falacias de falsa oposición, como dijo uno de los principales filósofos del Uruguay (Carlos Vaz Ferreira): “Sólo pueden desplegarse políticas productivas y sociales duraderas en un marco de estabilidad económica y financiera”. En medio del desorden no se pueden tener políticas productivas o políticas sociales.

La estabilidad fomenta las decisiones de inversión que hacen a las políticas productivas, tanto en el terreno del sector real


como en el financiero y en el social. El descontrol lo pagan los pobres, la inflación es el impuesto más regresivo y los costos de las crisis bancarias los pagan principalmente aquellos que no pueden defenderse de las condiciones adversas en el terreno macroeconómico.

El entorno internacional y el rol de la Banca Central 

La importancia de la estabilidad económica y financiera

- No caer en falacias de falsa oposición: sólo pueden desplegarse políticas productivas y sociales sanas y duraderas en un marco de estabilidad económica y financiera
 - **Políticas productivas:**
 - Estabilidad fomenta decisiones de inversión de largo plazo.
 - El crédito es el aparato circulatorio del sistema productivo y de consumo.
 - **Políticas sociales:**
 - La inflación es el impuesto más regresivo.
 - Los costos de las crisis bancarias los pagan principalmente los pobres.


La estabilidad económica y financiera incluso son elementos que están en el núcleo de lo que el Foro Económico Mundial (FEM) ubica como factores de competitividad, por lo tanto esa falacia de falsa oposición entre competitividad y estabilidad es aún más absurda, parte de los componentes de la competitividad es la estabilidad. El Indicador de Competitividad Global del FEM compila 109 factores distribuidos en 12 pilares, 2 de ellos son de estabilidad macro y sofisticación del mercado financiero, elementos centrales que hacen entonces a la competitividad de las economías.

El entorno internacional y el rol de la Banca Central 

La estabilidad económica y financiera en el Índice de Competitividad Global del Foro Económico Mundial

- Indicador que resume múltiples dimensiones de la competitividad: compila 109 factores en 12 pilares
 - Instituciones
 - Infraestructura
 - ➔ ● Estabilidad Macro
 - Salud y educación primaria
 - Educación a más alto nivel y entrenamiento
 - Eficiencia de los mercados de bienes
 - Eficiencia del mercado de trabajo
 - ➔ ● Sofisticación del mercado financiero
 - facilidad de las implementaciones tecnológicas
 - Tamaño de mercado
 - Sofisticación de negocios
 - Innovación

En ese contexto, el banco central tiene un rol principal, no solo consistente con la estabilidad de precios sino con el sano desarrollo del sistema financiero y la preservación del sistema de pagos que son típicamente funciones bancocentralistas y que están en el núcleo de la estabilidad económica y financiera de una economía. Generan credibilidad, facilitan las decisiones económicas, generan una razonable red de seguridad reduciendo la vulnerabilidad del sistema financiero y de hecho deben visualizarse como el complemento de las políticas sociales. ¿Por qué?, porque la estabilidad de precios y la estabilidad financiera protegen a los más pobres, protegen a los que no se pueden proteger, a los que no tienen capacidad de cubrirse de los efectos perversos de una alta inflación, de un descontrol macroeconómico, de una crisis financiera.

El entorno internacional y el rol de la Banca Central 


La responsabilidad bancocentralista en la estabilidad monetario-financiera

- Estabilidad de precios
- Sano desarrollo del sistema financiero
- Preservación del sistema de pagos

- Generan credibilidad y perspectiva de largo plazo, facilitando decisiones de ahorro, crédito e inversión. Un sistema financiero saludable las canaliza eficientemente.
- Una mejor red de seguridad reduce la vulnerabilidad del sistema.
- Complementan las políticas sociales y protegen a los más pobres, que tienen menos capacidad de cubrirse de los efectos de la inflación y las crisis financieras.

La estabilidad de precios requiere consistencia y credibilidad, controla la volatilidad de precios relativos y limita el riesgo asociado a las inversiones, limita la volatilidad del ingreso, limita las distorsiones del ahorro, limita los impactos negativos sobre la oferta de trabajo, evita la aplicación del impuesto inflacionario que lo pagan los pobres.


Una inflación moderada da lugar a un sistema de señales de información consistentes y precios relativos más estables, todos ellos ingredientes de una mejor toma de decisiones.

El entorno internacional y el rol de la Banca Central 

La estabilidad de precios

- Necesidad de consistencia, credibilidad y equilibrio de políticas
- Controla la volatilidad de precios relativos y limita el riesgo asociado a inversiones de largo plazo
- Limita la volatilidad del ingreso, facilitando la toma de decisiones de consumo (relación inversa entre expectativas de inflación y expectativas de consumidores)
- Limita las distorsiones al ahorro (expectativas de inflación y composición del portafolio de ahorros)
- Limita impactos negativos sobre la oferta de trabajo
- Evita la aplicación del impuesto inflacionario, que tiene un impacto fuertemente regresivo
- Una inflación moderada da lugar a sistema de señales consistentes y precios relativos más estables

El banco central tiene como objetivo primordial mantener la inflación controlada y también tiene que tomar en cuenta las relaciones cambiarias, debe también contribuir a otorgar herramientas para el manejo cambiario. En nuestros países, y sobre todo aquellos que tenemos regímenes más o menos desarrollados de metas de inflación, la tasa de interés es como la señal básica de referencia de la política monetaria, complementada con herramientas convencionales y no convencionales; la utilización de encajes medios, de encajes marginales que no son herramientas que deban razonarse de manera aislada sino reforzando las señales que se dan con la tasa de interés; y también el impulso a la utilización de seguros, seguros en el terreno cambiario forwards (traducido al español: “contrato a largo plazo”), futuros del tipo de cambio; si cuando el propio mercado no hace aparecer estos mercados de seguros, el banco central también tiene un rol para promoverlos y también para promover la cultura del seguro y la cultura del manejo de los riesgos en el sector privado. Esto no debe razonarse caso a caso: compré un seguro de cambio y justo el tipo de cambio se movió para un lado o para el otro, entonces gané o perdí, en el corto plazo en la operación. Uno puede ganar o perder y de ahí no pueden sacar conclusiones, esto hay que incorporarlo en la cultura empresarial, hay que hacerlo como política estratégica porque a la larga sí paga. Es como si uno se quejara porque compró un seguro de accidente de auto y como no chocó ese año perdió la plata del seguro.

El entorno internacional y el rol de la Banca Central 

Banco Central: mantener la inflación controlada y otorgar herramientas para el manejo cambiario

- El uso de la tasa de interés de referencia como señal básica de la política monetaria
- El aumento de los encajes medios y la creación de los encajes marginales
 - Refuerza impacto de los movimientos de tasa de interés
 - Mitiga el riesgo de apreciación desmedida de la moneda
- El impulso a la utilización de los mercados de *forwards* y de futuros del tipo de cambio
 - El Banco Central asegura la contraparte de todas las operaciones en estos mercados
 - Necesidad de que el uso de seguros se incorpore a la cultura empresarial

En materia de estabilidad financiera, también la inestabilidad del sistema financiero otorga el peor escenario para la toma de decisiones, estando claro que el funcionamiento saludable del sistema financiero y del sistema de pagos apunta a facilitar las decisiones económicas y financieras. En ese sentido lo que hemos aprendido en materia de regulación es fundamental para darnos la tranquilidad que hoy tenemos en nuestros sistemas financieros.


El entorno internacional y el rol de la Banca Central 

La estabilidad financiera

- La inestabilidad del sistema financiero otorga el peor escenario para la toma de decisiones
- Un saludable funcionamiento del sector financiero y del sistema de pagos permite una canalización productiva de los ahorros, facilita el intercambio y habilita una mejor cobertura de riesgos
- Reduce los costos de transacción de la economía, procesando información de manera especializada
- Pilar de competitividad según el Foro Económico Mundial:

«La inversión productiva es también crítica para la productividad. Por lo tanto, las economías requieren mercados financieros sofisticados que hagan el capital disponible para la inversión..... A efectos de cumplir estas funciones, el sector bancario debe ser confiable y transparente y,....., los mercados financieros necesitan regulación apropiada para la protección de los inversores y los demás agentes de la economía.»

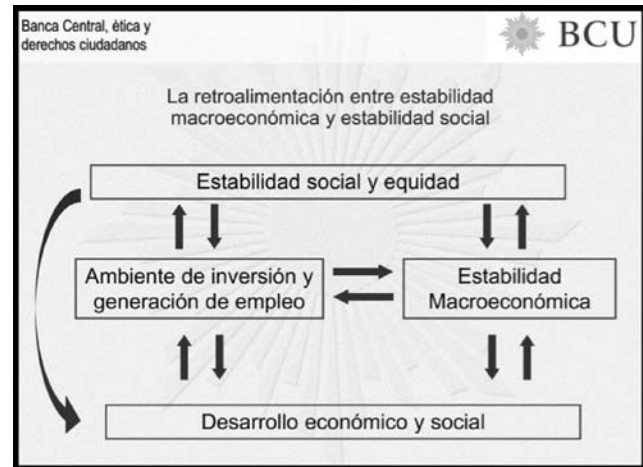
El banco central debe contribuir, ya sea que las superintendencias o los reguladores financieros estén dentro o fuera del banco central. La coordinación es imprescindible porque hacer coordinar al regulador financiero y supervisor financiero, ya sea de bancos, de mercados de valores, de seguros, de fondos de pensión, de administradores de crédito, entre otros, con el prestamista de última instancia, con el asegurador de depósitos, etc., independiente de cuál sea la estructura institucional, la coordinación y la consistencia es fundamental, por lo que todos tenemos que entender esta lógica de mitigar riesgos, de tener un enfoque regulatorio en sentido amplio que mitigue la toma excesiva de riesgos. Por ello es que a partir de este impulso que se da de 2008 a 2009, en donde se ubica a la inestabilidad financiera como un elemento central y a los temas sistémicos en el núcleo del problema, se promueven los comités de estabilidad financiera, que consisten en un ámbito de coordinación de todas aquellas autoridades e instituciones que participan de la regulación financiera en sentido amplio, incluyendo al ministerio de finanzas, porque cuando los problemas son sistémicos, solo pueden resolverse con respuestas sistémicas y el único que tiene espaldas para dar respuestas sistémicas son los Estados, son los tesoros, son los ministerios de hacienda.

El entorno internacional y el rol de la Banca Central 

Estabilidad financiera: la necesidad de mantener un enfoque regulatorio que mitigue la excesiva toma de riesgos

- Sistema financiero operando con tranquilidad y seguridad
 - Sistema bancario, mercado de valores, administradoras de fondos de pensión, mercado asegurador, administradoras de crédito, casas de cambio, etc.
 - Crecimiento de la actividad, solvencia, liquidez, baja morosidad, baja exposición a riesgos regionales
- Creación del Comité de Estabilidad Financiera como ámbito de coordinación y propuestas
 - Perspectivas micro y macro-prudenciales complementarias para mitigar riesgos sistémicos y preservar los intereses de los ahorristas
- Avances en la consolidación de un sistema de pagos seguro
 - Promover la compensación y los pagos electrónicos

Haré algunos comentarios sobre el rol de la banca central, no solo desde la perspectiva macroeconómica sino desde la perspectiva ética. Existe una retroalimentación entre la estabilidad macroeconómica y la estabilidad social, también hay una falacia de falsa oposición, aquellos que dicen “No podemos destinar recursos a las políticas sociales porque se nos descontrolan las cuentas públicas, no podemos destinar recursos a las políticas sociales porque son inflacionarias”. Ese enfoque también es miope, pierde de vista la retroalimentación entre la estabilidad macro y la estabilidad social; primero porque la estabilidad macro promueve la estabilidad social por medio de: inflación baja y sistemas financieros funcionando ordenadamente. Todos esos elementos contribuyen a la estabilidad social, pero también la estabilidad social es parte del clima de negocios, del clima de inversión, los inversores no invierten de la misma manera, con el mismo tipo de capital y de inversión directa en economías socialmente estables o socialmente inestables.



Por lo tanto, un enfoque un poco más ético, soy de los que comparte la idea que la ética de una sociedad se mide por la forma en la que se trata a los más desprotegidos.


En ese contexto, el descontrol inflacionario y las crisis financieras las terminan pagando los más desprotegidos, la inestabilidad macro y financiera aumenta los riesgos de la institucionalidad política, del desmembramiento social y la violencia social. Por lo tanto, la función de los bancos centrales que justamente se especializan en evitar o mitigar el descontrol inflacionario y el descontrol financiero tiene en sí mismo un rol implícito que tiene un componente ético. Porque una inflación baja y un sistema financiero funcionando saludablemente ayudan de hecho a los pobres por el hecho que son los pobres los que pagan los problemas cuando hay descontrol inflacionario y descontrol financiero. En este sentido, el banco central en sus roles tiene implícito un componente ético, reitero, que se basa en proteger a aquellos que no se pueden proteger por sí mismos en el terreno económico y financiero.

Banca Central, ética y derechos ciudadanosBCU

Ética, derechos ciudadanos y los roles de la Banca Central

- “La ética de una sociedad se mide por la forma en que trata a los más desprotegidos”
- El descontrol inflacionario y las crisis financieras las “pagan” los más desprotegidos
- La inestabilidad macroeconómica y financiera también aumenta los riesgos en la institucionalidad política, el desmembramiento social y la violencia
- La función de los Bancos Centrales se especializa justamente en mitigar la posibilidad de descontrol macroeconómicos y financieros
- Los Bancos Centrales tienen un rol ético implícito en sus funciones básicas, además de tener que desempeñarlas en base a valores adecuados (transparencia, responsabilidad, eficiencia, etc.)

En estos tiempos de la tranquilidad con la que podemos mirar lo que está pasando en el mundo desde nuestras economías, uno de los elementos que va a aportar a la productividad y al desarrollo económico y social tiene relación con el desarrollo financiero y con la inclusión financiera. ¿Inclusión financiera qué implica? Desplegar infraestructuras, instrumentos, incentivos para la utilización de instrumentos financieros y de medios electrónicos, a todo nivel de la sociedad desde los más ricos hasta los más pobres. Eso no quiere decir que todo el mundo tenga todo el crédito del mundo y que entonces comience una ola de descontrol en materia de financiamiento porque todos sabemos también que eso termina mal, no es fomentar el consumismo. El impulso a la inclusión financiera debe venir con la otra cara de la moneda: la educación financiera. Poner a toda la población con acceso a instrumentos financieros, a medios electrónicos que dan seguridad, que mitigan la violencia. Impulsar infraestructuras, incentivos, instrumentos en el terreno financiero es parte de lo que tenemos que hacer desde el punto de vista estructural y debe acompañarse ineludiblemente con una lógica de educación financiera, que hace al evitar que la disponibilidad de instrumentos se transforme en problema y de que la gente utilice los instrumentos que le conviene utilizar de acuerdo con cada situación concreta.

Banca Central, ética y derechos ciudadanos BCU

Inclusión financiera: acceso y educación como dos caras de una misma moneda


- La profundización financiera se asocia a un mayor desarrollo económico y social
- Promover adecuada canalización del ahorro hacia actividades productivas y hacia el financiamiento del bienestar de la población
- Facilitar las transacciones, promoviendo la eficiencia de los instrumentos financieros y del sistema de pagos
- Dificultades de acceso a servicios financieros por parte de micro, pequeñas y medianas empresas, así como de familias de menores recursos
- La educación como ingrediente fundamental en la profundización financiera y en la mayor inclusión social

Cuando decimos hacia una mayor inclusión financiera, se habla de implementar iniciativas concretas que impliquen mayor acceso a los servicios financieros, infraestructuras, instrumentos, incentivos. Se procura de esta manera mitigar costos de transacción, generar ganancias de eficiencia para más productividad, que era la palabrita clave, que nos va a permitir el desarrollo en el largo plazo. También debemos saber que el uso de los instrumentos financieros tiene como elemento central la información. Los intermediarios financieros existen por problemas de asimetría informacional y las formas que adoptan los instrumentos financieros están determinadas por las asimetrías informacionales; por lo tanto, la información es el elemento central en el funcionamiento de los mercados financieros, ya sean bancos, seguros, mercados de valores, etcétera. Por lo tanto, también es responsabilidad bancocentralista contribuir junto con otras autoridades de la política económica y del sector

privado, de los bancos, etcétera, a la mayor inclusión financiera, pero también desde la promoción de la transparencia de la información en los mercados financieros.

En nuestros países en general existe una cultura de la opacidad en el terreno financiero que debemos combatir, debemos garantizar el cumplimiento de las normas que previenen el lavado de activos y el financiamiento del terrorismo; y de esa manera también impulsar un acercamiento más sano, más saludable de la población con el sistema financiero. En muchos de nuestros países la gente asocia sistema financiero a crisis; el hecho de promover la transparencia con una inclusión educada en el terreno financiero, ayuda también a impulsar la confianza en el sistema financiero y, por lo tanto, a que la gente se aproxime de manera más amigable a los servicios financieros; aplicando también las normas que procuran la defensa

de los intereses de los sectores más protegidos. En general, en nuestros países se han desarrollado en los últimos años normativas que se asocian a la defensa de los derechos de usuarios y consumidores. Es decir, de los ciudadanos operando en el sistema financiero y defendiendo sus intereses como usuarios en el sistema financiero, evitando abusos de parte de las instituciones y también en el funcionamiento competitivo de los mercados. Esta constituye normativa de promoción y defensa de la competencia. En muchos casos son los propios reguladores financieros y los bancos centrales los que tienen el rol de autoridad de aplicación de las legislaciones de relaciones de consumo y de relaciones de competencia.


Banca Central, ética y derechos ciudadanos 

Hacia una mayor inclusión financiera

- Implementar iniciativas concretas de bancarización y de promoción de un mayor acceso a los servicios financieros:
 - Infraestructuras, instrumentos, incentivos
 - Procurar ganancias de eficiencia para más productividad
- Promover la transparencia de la información en los mercados financieros:
 - Combatir la cultura de la opacidad
 - Garantizar el cumplimiento de normas anti-lavado
 - Impulsar la confianza en el sistema financiero
- Aplicar las normas que procuran la defensa de los intereses de los sectores más desprotegidos:
 - Derechos de usuarios y relaciones de consumo
 - Promoción y defensa de la competencia

La otra cara de la moneda de la inclusión financiera es la educación financiera, contribuir a la educación financiera de la población implica: primero, mejorar la comprensión de los aspectos económicos básicos. A todos nos va a ayudar, a todos aquellos que hacemos política económica nos va a ayudar que la gente entienda un poco más de cómo funcionan algunos elementos económicos básicos. En general, nuestros currículos educativos no tienen una buena presentación de los temas económicos a no ser que uno termine decidiendo a hacer la carrera de ciencias económicas o de administración. Por lo tanto, contribuir a una mayor comprensión de los aspectos económicos en general comienza a ayudar en este problema. Colaborar con el despliegue de derechos ciudadanos, la gente toma decisiones en el terreno financiero y darle educación e información es algo que los va a ayudar para que sus decisiones sean consistentes con su interés y, por lo tanto, que desplieguen sus derechos de mejor manera. El enfoque de inclusión social, que está adentro de esta lógica de inclusión financiera, implica facilitar el conocimiento y las decisiones a quienes más lo necesitan. Debe desarrollarse programas que contribuyan a una mayor cultura financiera de la población, esta mayor información, esta mayor educación tienen que transformarse en un acercamiento cultural diferente al sistema financiero, estimulando comportamientos educados y adecuados, como decíamos no es solo cuestión de poner a disposición de todo el mundo los servicios financieros, sino también criterios para que la utilización de esos servicios no genere problemas en el futuro. La coordinación con los ámbitos formales de la educación y la sociedad civil es fundamental. Esta

no es una tarea que deba hacer sólo el banco central o sólo un regulador financiero. Hay que coordinar actividades, avanzar en que estos aspectos entren en el currículo formal de la educación de nuestros países, para que todos los ciudadanos entiendan más de temas económicos, más de temas financieros. A la larga: mayor información, mayor educación y mejor cultura financiera es también reducir costos de transacción en la economía, es fomentar la eficiencia económica, es generar productividad.

Banca Central, ética y derechos ciudadanos 


Hacia una mayor educación financiera

- Contribuir a la educación financiera de la población
 - Mejorar la comprensión de los aspectos económicos
 - Colaborar con el despliegue de derechos ciudadanos
 - Enfoque de inclusión social: facilitar conocimiento y decisiones a quienes más lo necesitan
- Desarrollar programas que contribuyan a una mayor cultura financiera de la población
 - Estimular comportamientos adecuados
 - Contribuir con la confianza en la actividad financiera
- Coordinación con ámbitos formales de la educación y con la sociedad civil para conformar y diseminar productos educativos en la materia

Finalmente déjenme centrarme en aspectos de regulación financiera y los temas de riesgos sistémicos que son un poco la vedette de la crisis 2008-2009 en adelante. Aquí concurre un poco la discusión de dónde estamos parados en este terreno, en cuanto al famoso dilema entre innovación financiera y seguridad en el sistema financiero. En la actualidad está un poco la discusión que tienen autoridades y sector privado al decir: “Me están exigiendo demasiado, están mitigando o generando problemas para la información financiera”. En el lado opuesto están quienes dicen: “Ojo con las innovaciones financieras, que son las que han generado todos estos problemas y terminan siendo muy costosas”. El punto de equilibrio de estas afirmaciones es muy delicado, desde la perspectiva bancocentralista y del regulador financiero el sesgo es hacia la seguridad, pero tampoco en esto debemos caer en fundamentalismos. Son enfoques en conflicto que deben de alguna manera amalgamarse pero que normalmente se mueven de manera pendular. Cuando los asuntos marchan bien hay un sesgo a relajar los requerimientos para promover la innovación. Ahora el péndulo está un poco más en el otro lado, mucha más seguridad aunque se sacrifique innovación y se expresan entonces en sesgos

hacia la desregulación o hacia la excesiva regulación. Quién paga los costos de las crisis sistémicas: la sociedad en su conjunto, los más desprotegidos en particular; por eso la estructura de incentivos y responsabilidades, esto implica que en general los agentes financieros tienen un sesgo mayor hacia: “Déjennos innovar, déjennos operar sin restricciones, sin regulación o menos regulación”, mientras que los bancos centrales y los reguladores tienen un sesgo hacia la seguridad, hacia la mayor regulación.


Acá la clave también en cómo amalgamar esto está en que la regulación no es cualquier regulación, no es una regulación policiaca necesariamente, sino una regulación que genere una estructura de incentivos que haga internalizar a los agentes financieros los costos de su toma de decisiones. Sobre todo, los costos de cuando ellos mismos toman decisiones de riesgo que implican entonces riesgos individuales y riesgos sistémicos. El arte de regular para que los agentes internalicen el costo de las externalidades, que generan sus decisiones, es muy complicado, pero es el enfoque que debemos impulsar en estos momentos.

Sobre riesgos sistémicos y regulación financiera 

El dilema Innovación vs. Seguridad en los sistemas financieros

- Enfoques en conflicto que deben amalgamarse, pero que normalmente se mueven de manera pendular
- Se expresan en sesgos hacia la desregulación o hacia la excesiva regulación
- ¿Quién paga los costos de las crisis sistémicas?
- La estructura de incentivos y responsabilidades implica:
 - Agentes financieros: con sesgo hacia la desregulación
 - Bancos centrales y reguladores: con sesgo hacia la regulación
- Necesidad de que la regulación haga internalizar los costos en asumir riesgos sistémicos

Por lo tanto es difícil determinar ese punto de equilibrio, la dureza óptima del régimen regulatorio. Los debates sobre el alcance regulatorio suelen darse en momentos de crisis, cuando todo está bien no se discute demasiado esto. Entonces tenemos actualmente un poco las dos posibilidades de error, que son los dos fundamentalismos, los dos extremos. Yo llamo ahí, un poco simulando la cuestión estadística: el error de tipo I: pensar que, como ya se volcaron enormes sumas de dinero para el salvataje de los mercados financieros y “lo peor parece haber pasado”; temo bastante discutirle pero algunos agentes financieros lo plantean en esos términos, se podría relajar entonces un poco el énfasis regulatorio con un discurso pro innovador, eso creemos para nosotros es el error de tipo I. El error de tipo II: es del otro lado una excesiva profundidad, yo diría intrusión o duración de la dureza regulatoria que inhibiría de manera más estructural los incentivos a la innovación financiera, con su impacto en los costos, la eficacia y la eficiencia de los sistemas en el largo plazo. Reitero es un tema de amalgamar estos dos enfoques, de buscar puntos de equilibrio, de buscar mecanismos de incentivos que procuren hacer consistentes estas dos ideas. El momento actual demanda mucha cautela, además que no está clara la solución de los sistemas financieros en varios países desarrollados, en el caso de Europa es muy claro en estos momentos.

Sobre riesgos sistémicos y regulación financiera 

Las dificultades de determinar la "dureza" regulatoria óptima

- Los debates sobre el alcance regulatorio suele darse en momentos de crisis
- Error de tipo I: pensar que, como ya se volcaron enormes cantidades de dinero al mercado y "lo peor parece haber pasado", se puede relajar el énfasis regulatorio con un discurso pro-innovador
- Error de tipo II: una excesiva profundidad (intrusión) o duración de la "dureza" regulatoria inhibiría de manera más estructural los incentivos a la innovación financiera, con su impacto en los costos, la eficacia y la eficiencia de los sistemas
- El momento actual demanda mucha cautela aún, además de que no está clara la solución de los sistemas financieros en varios países desarrollados

¿Qué estamos discutiendo en realidad?, a veces en la discusión global de la crisis financiera actual, la discusión está influida por lo que pasa en los países desarrollados. Todos somos iguales pero unos son más iguales que otros a la hora de poner la agenda de temas sobre la mesa y ni qué hablar a la hora de tomar decisiones.

La falta de un enfoque macrosistémico era clara, es decir, a nivel de los países desarrollados lo que estamos discutiendo es: acá nadie vio que se iba a generar riesgos sistémicos, que todos iban a prestar al mismo, que todo se iba a entrelazar y, por lo tanto, generar una burbuja de manera sistémica, que iba a explotar el sistema financiero en su conjunto. De alguna manera eso podría pensarse que sí ahí estaba el problema, pero todo lo demás funcionaba bien, es decir, la regulación individual funcionaba bien y la supervisión y el control eran los adecuados ¿O sea que ahí el punto es: la falta de un enfoque macrosistémico era claro?, pero ¿lo microprudencial funcionaba adecuadamente?; y acá por lo menos la respuesta que nosotros damos es que no, acá no solamente había un problema que no se visualizaba, no se internalizaban los riesgos sistémicos, las externalidades. También había habido un enfoque desregulatorio que había debilitado sustancialmente la regulación micro. La regulación individual de las instituciones y que, a su vez, el diseño organizacional de la regulación tenía un grado de descentralización y descoordinación tal que al final no había una regulación consistente, además de débil; y que la supervisión, como todos eran responsables de supervisar algo y al final nadie supervisaba prácticamente nada, las fallas de control y supervisión eran muy notorias en varios países desarrollados.

Por lo tanto, creemos que ha habido una falla no solamente del enfoque macrosistémico sino también del enfoque de desregulación y de organización descentralizada y supervisión blanda del sistema financiero.

La regulación debe basarse en la evaluación de riesgos, evitando arbitraje según tipo de instituciones, por lo tanto, aquí tenemos un tema: ¿cómo organizarnos para regular? Cada país tendrá su esquema en función de su institucionalidad, su fortaleza organi-

zacional, etcétera, pero hay algunos criterios que son ineludibles y uno es que debemos tener un mundo financiero cada vez más interconectado y con mercados financieros y agentes cada vez más interconectados con conglomerados financieros, etc. La regulación tiene que tener un ojo amplio para evaluar toda esa interacción y que debe tener la fortaleza suficiente, el control y la supervisión adecuada para que esa regulación se cumpla. El hecho de incorporar la lógica macrosistémica hace que pasemos un poco de la red de seguridad financiera, prestamistas de última instancia, regulador y supervisor financiero, asegurador de depósitos, resolución de bancos insolventes, a una lógica de red de estabilidad financiera, en donde a la seguridad financiera se le agrega el enfoque macroprudencial, las políticas macroprudenciales y, por lo tanto, al banco central, al regulador financiero y al asegurador de depósitos le debemos sumar los ministerios de hacienda, los tesoros, por lo que decíamos que cuando el problema sistémico no se arregla con un seguro, las compañías de seguros les aseguran las casas contra incendios, contra robo porque no se roban todas las casas al mismo tiempo o no se incendian todas las casas al mismo tiempo, pero no las aseguran contra terremotos donde se rompen todas las casas al mismo tiempo; bueno aquí es lo mismo. El seguro de depósitos es para atender, evitar problemas de contagio cuando los problemas son limitados, cuando el problema es sistémico tiene que entrar el tesoro, tiene que entrar la sociedad financiando esta situación, por lo tanto, los ministerios de hacienda de las autoridades económicas deben integrar esta red de estabilidad financiera. Para entender cómo hacerlo mejor creemos que es importante volver a los fundamentos conceptuales de la regulación financiera, que no están en si tengo una perspectiva micro o una perspectiva macro, no son dos lógicas distintas, la regulación micro versus la regulación macro. Lo que está en los fundamentos de la regulación financiera es que existe un conflicto de objetivos, hay estructuras de incentivos, hay accountability (en español es "responsabilidad"), coordinación y diseño organizacional pero que no dependen de si uno tiene una perspectiva micro o una perspectiva macro.

¿Por qué regulamos? Porque hay agentes no sofisticados que deben ser protegidos y porque hay riesgos sistémicos y externalidades que sólo un regulador puede internalizar, eso es lo que genera la necesidad de una red de seguridad financiera.



¿Cómo nos organizamos en cuanto al prestamista de última instancia, el regulador y el asegurador de depósitos? En función del conflicto de objetivo, es explícito, qué situaciones tenemos juntas, separadas, qué combinaciones hay. Una adecuada estructura de incentivos, coordinación y rendición de cuentas, lo que está claro es que los incentivos son una mayor centralización de esta lógica o por lo menos de mayor coordinación.



El grado de centralización en la regulación, un aspecto es si regulamos por separado bancos, mercados, seguros y fondos de pensión. Dependerá de quiénes son los agentes que operan en el mercado, pero cada vez más estos son conglomerados; y si los agentes funcionan con conglomerados de alguna manera, el enfoque regulatorio tiene que internalizar eso, ya sea centralizando la regulación de todos los mercados o generando mecanismos explícitos de coordinación.

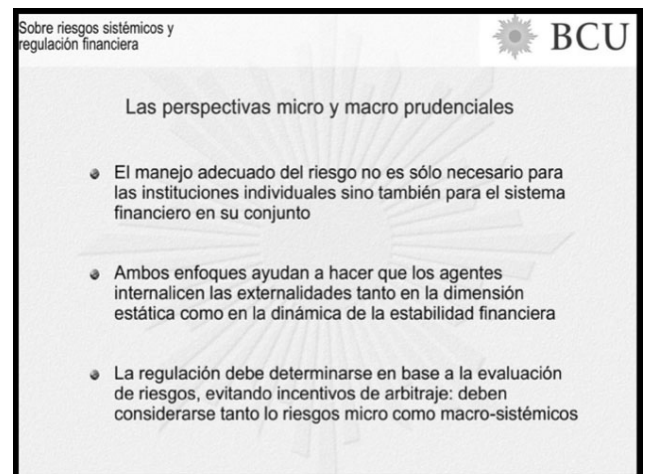


La mayor centralización implica menores costos burocráticos, economías de escala y de alcance, porque para regular lo que necesitamos es información y, por lo tanto, la información sirve para


múltiples visiones de la lógica regulatoria. La mayor centralización permite, como decía recién, atacar la lógica de conglomerados y reduce el arbitraje regulatorio, que fue uno de los problemas claros que hubo en estos tiempos. La menor centralización, por otro lado, aprovecharía más la especialización pero estamos convencidos de que la columna izquierda en el mundo actual y en nuestros países, prima por sobre la columna derecha; nosotros somos partidarios de ir a una mayor centralización regulatoria como forma de atacar mercados cada vez más interconectados, agentes que son cada vez más conglomerados y que quieren más y más interacción con los sistemas financieros globales.

Decíamos que de esta red de seguridad pasamos a una red de estabildades donde incorporamos a los ministerios de finanzas como elemento de coordinación y contribución para que cada uno cumpla su rol. No es cuestión de darle al comité de estabilidad nuevos roles y toma de decisiones porque si no todo el mundo va a estar decidiendo sobre lo mismo y eso a la larga es un problema. Cada uno tiene sus roles: el asegurador de depósitos, el banco central, el regulador financiero, el ministerio; y cada uno tiene que tener claro su mandato, porque después se le piden cuentas sobre su mandato; pero este ámbito de comité de estabilidad ayuda a analizar y evaluar riesgos sistémicos de manera común y que esos sean insumos para que cada uno haga mejor sus mandatos.

Las perspectivas micro y macroprudenciales son complementarias y son fundamentales porque no solamente es importante el manejo del riesgo individual sino también el riesgo sistémico y ambos enfoques ayudan a hacer que los agentes internalicen las externalidades, tanto desde el punto de vista estático como desde el punto de vista dinámico de la estabilidad financiera.



Las perspectivas micro y macro no se asocian directamente al rol de la regulación financiera en términos de la representación de agentes no sofisticados y la mitigación de riesgos sistémicos, sino que interactúan. Es imprescindible incorporar ambos enfoques, microprudencial y macroprudencial, para la resolución integral del problema de la regulación financiera, de la regulación prudencial.

Sobre riesgos sistémicos y regulación financiera 

Las perspectivas micro y macro prudenciales

- El manejo adecuado del riesgo no es sólo necesario para las instituciones individuales sino también para el sistema financiero en su conjunto
- Ambos enfoques ayudan a hacer que los agentes internalicen las externalidades tanto en la dimensión estática como en la dinámica de la estabilidad financiera
- La regulación debe determinarse en base a la evaluación de riesgos, evitando incentivos de arbitraje: deben considerarse tanto lo riesgos micro como macro-sistémicos

Sobre riesgos sistémicos y regulación financiera 

Las perspectivas micro y macro prudenciales

- La contribución de ambos enfoques debería ser transversal a todas las agencias de la Red de Seguridad/Estabilidad Financiera
- El uso y la calibración de los instrumentos regulatorios deben considerar tanto la perspectiva micro como macro-prudencial



Perspectivas	Regulación Financiera
Micro-prudencial	Representar agentes no sofisticados
Macro-prudencial	Mitigar riesgos sistémicos

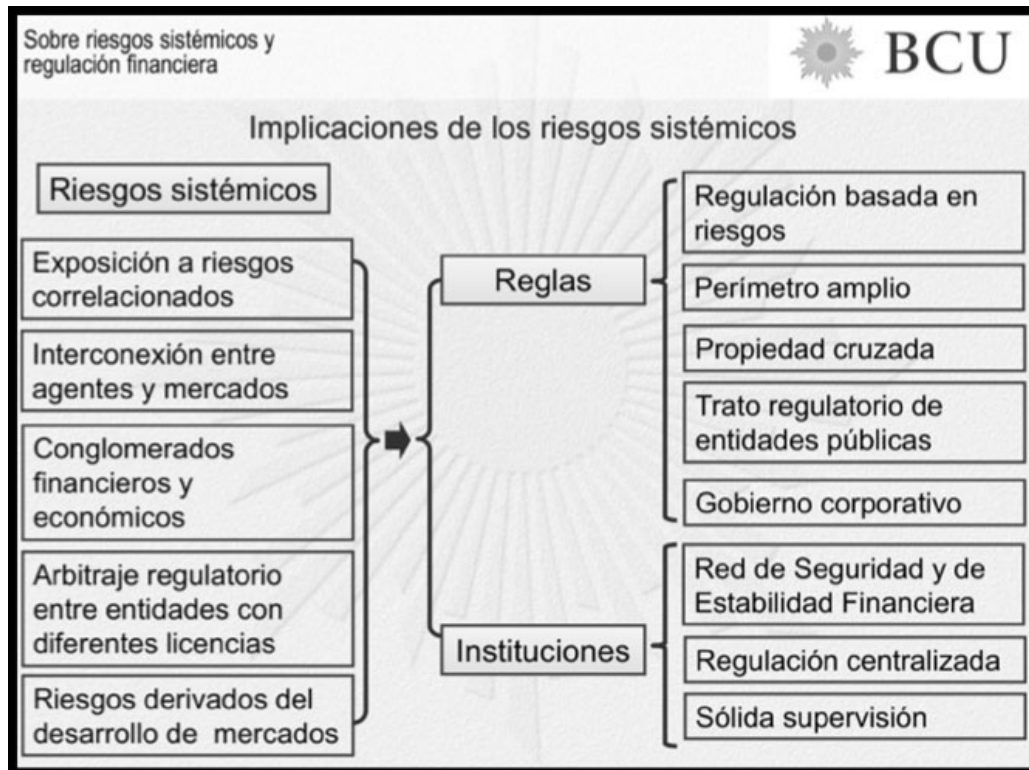
Seguramente faltan cosas de algunos riesgos sistémicos que se han enfatizado en los últimos tiempos, el hecho que individualmente podamos prestar, pero si todos le prestamos a los mismos hay un problema sistémico, o sea, la exposición a riesgos correlacionados. La interconexión creciente entre agentes y mercados, el funcionamiento de conglomerados financieros y no financieros, el arbitraje regulatorio entre entidades de diferentes licencias y los riesgos derivados del desarrollo mismo de los mercados, es decir, hay un conjunto de riesgos sistémicos con perspectiva micro y macro que se han enfatizado a partir de la crisis de 2008-2009. Creemos que esto tiene implicancias en las decisiones que tomamos, tanto en la lógica de las reglas regulatorias o el enfoque regulatorio como en la institucionalidad regulatoria, estas son opiniones discutibles a nivel de las reglas. Creemos que esta lógica impulsa, sin duda, la regulación basada en

riesgos independientemente de la naturaleza, de la propiedad de cada agente. Existen países que regulan bancos de una manera, seguros de otra, cooperativas de otra, bancos estatales de otra, si los riesgos son los mismos no importa que sean público, privado, cooperativo, etc.; si los riesgos son los mismos, son los mismos riesgos para la plata de la gente y, por lo tanto, la carga regulatoria y los mecanismo regulatorios deberían ser similares.

En un perímetro amplio de regulación, como en Uruguay, el regulador financiero incluso puede ampliar el perímetro regulatorio a agentes que no están a priori bajo su eje de regulación, si fundamenta que su accionar implica un riesgo para la estabilidad financiera. Debe evitarse la propiedad cruzada, obviamente conglomerados financieros bien identificados y sabiendo bien sus relaciones. En algunos países se evita que los bancos sean a su vez propietarios de empresas en el sector real. El trato regulatorio de entidades públicas, no importa que sea público o privado, los fundamentos de la regulación son los mismos y es creciente la importancia del control y la regulación de los elementos del gobierno corporativo, la toma de decisiones, los mecanismos de

control interno y la organización interna de las entidades financieras, es decir, en materia de reglas creemos que hay cuestiones en las que los riesgos sistémicos impulsan una lógica más centralizada de regulación, una regulación basada en riesgos viendo la perspectiva de conglomerados con un perímetro amplio de regulación. Mientras que en materia de institucionalidad hay un impulso claro de avanzar hacia lógicas de estabilidad financiera, fortaleciendo las redes de seguridad y estabilidad financiera con una perspectiva de regulación centralizada o al menos de una profunda coordinación entre los distintos reguladores y fortaleciendo el control y la supervisión.

Reglas que no se controlan son reglas que perfectamente podrían no existir, es decir, estamos hablando de que la supervisión y el control son situaciones distintas de la regulación, pero son tan importantes como las reglas, no solo vale la pena hacer buenas reglas, solo vale la pena hacer buenas reglas si después nos comprometemos a su control, su verificación, su supervisión. Muchas gracias.



Héctor Valle: Gracias, doctor Bergara. Pasamos a la fase de preguntas, la primera plantea: Es sumamente interesante la función de la banca central desde el punto de vista de la inclusión financiera, por favor indique cómo se ha realizado esta inclusión en su propio país o en otro que lleve a la práctica este tipo de política.

Mario Bergara: Yo hablaba inclusión con tres “in”: infraestructuras, instrumentos e incentivos; por lo tanto, en general es una política compleja, por ejemplo el desplegar la utilización de medios electrónicos, tarjetas de crédito y de débito en toda la población. Eso implica desplegar infraestructuras tecnológicas, redes de POS que tienen que tener cierta regulación para que no haya elementos anticompetitivos. La parte de instrumentos obviamente es ponerlos al día con los instrumentos, pero aún con los instrumentos más básicos, como las tarjetas de débito que tienen muy poco desarrollo en nuestros países, y los temas de incentivos, los gobiernos y los bancos centrales pueden contribuir con incentivos incluso en el terreno fiscal para el despliegue de estas infraestructuras. Es decir, acá hay un conjunto complejo de políticas que tienen que apuntar al despliegue de infraestructuras financieras, a la coordinación a través de redes tecnológicas, a ayudar con cultura financiera y educación para la utilización de más instrumentos financieros. Lo que sí está claro, y que hemos hecho en Uruguay, ha sido convocar a un grupo de trabajo que sea el que promueva o proponga las iniciativas de inclusión, y ahí no solamente están el ministerio de hacienda y el banco central, también están los bancos públicos, los bancos privados, el sindicato de trabajadores bancarios, las administradoras de crédito, es decir, todos los agentes que de una u otra manera pueden contribuir. Ayudar no solamente a idear iniciativas sino después llevarlas a la práctica. Pero el énfasis también es en esto, más inclusión requiere más educación, no queremos que la inclusión se transforme en una promoción del consumismo que después a la larga trae descalces y sobrendeudamientos a nivel de las familias, sobre todo. El uso responsable de los instrumentos financieros tiene que ser parte de esta lógica de inclusión y, por lo tanto, la educación y la cultura financiera son, como decía, la otra cara de la moneda.

Héctor Valle: La segunda consulta dice: Plantea que la inclusión financiera y la inclusión social requieren fortalecer la educación financiera, ¿cuál cree que es el papel de la banca central para liderar este tipo de educación financiera con el propósito de llegar a todos los estratos de la población?

Mario Bergara: Cada país es un mundo en esto y el rol relativo del banco central y del sistema educativo cada uno lo manejará en función de la institucionalidad de cada país. En Uruguay, les puedo asegurar que si no es el banco central el que impulsa la educación económica y financiera en el país, no hay otros agentes que lo hagan; pero la clave sí está en no pensar que el banco central por sí solo puede hacerlo; esto sólo se puede hacer en coordinación

y penetrando las estructuras formales de educación. Tiene que haber educación económica y financiera desde la primaria, desde la secundaria, eso implica tratar de penetrar en los currículos educativos, tratar de hacer conciencia en las autoridades de educación, en los docentes y en la preparación de docentes para este tema. No tienen por qué ser materias específicas, de repente sí al final en la secundaria, pero sí conceptos que van a ir penetrando desde la primaria y la secundaria en los niños, en los jóvenes. Es decir, creemos que en la educación financiera, en nuestros países, el banco central tiene una responsabilidad mayúscula en su impulso y en generar creativamente las formas de desarrollar actividades propias, de involucrar a otros agentes del sistema financieros en esto, sobre todo de interactuar y coordinar con los ámbitos formales de la educación en cada país.

Héctor Valle: La tercera pregunta plantea: ¿Qué pasó con Basilea en la crisis financiera de Europa?

Mario Bergara: Actualmente existen tres basileas; Basilea 1: el Acuerdo de Capital que es básicamente un colchón de capital, acá vamos a partir de una cuestión que es más o menos evidente para todo el mundo, los números que se manejan en Basilea y algunos criterios tienen mucho de números mágicos, ¿por qué un 8% y no un 9% o un 10% o un 6%?, básicamente creo que hay temas de acuerdo a que cada vez más importante es el tema del capital para avanzar en la seguridad de los sistemas bancarios. Basilea 1 es el Acuerdo de Capital; Basilea 2 tiene mucho más énfasis en el tema del manejo de riesgos y del control interno; y Basilea 3 apunta más a esta lógica de riesgos sistémicos en donde lo que hace es agregar colchones de capital en función de incorporar o especificar nuevos riesgos. No está muy claro todavía cómo interactúan unos riesgos con otros, es todo bastante arbitrario por el momento, se procura tener algunos mecanismos que tengan bondades desde el punto de vista del funcionamiento cíclico, que sean regulaciones anticíclicas como a nivel de las provisiones por incobrabilidad, etcétera. Creo que estos son ámbitos donde se aprende con las crisis, la regulación y el aprendizaje van siempre atrás de los problemas; y creo que más allá de decir: “Bueno, Basilea no previó esto”, es decir: “Bueno, como todos vamos aprendiendo de nuevos problemas para tratar de tener mejores regulaciones, mayor seguridad y más garantías en la regulación financiera”.

Héctor Valle: Todavía tenemos algunas preguntas pero lamentablemente el tiempo se nos ha agotado, las dejaremos para la mesa redonda. Muchas gracias, doctor, así como a todos.

Política monetaria poscrisis: ¿qué ha cambiado?

Carlos Pérez Verdía

Eddy Carpio: Apreciable concurrencia, es un honor para el Banco de Guatemala contar con la participación del conferencista Carlos Pérez Verdía, quien es Doctor en Economía por la Universidad de Chicago, Illinois, Estados Unidos de América. Actualmente desempeña el cargo de Director Ejecutivo por Centroamérica, México, España y Venezuela en el Fondo Monetario Internacional (FMI). Previamente a ello fue Gerente de Operaciones Nacionales en el Banco de México, Profesor de Macroeconomía en la Universidad de Chicago y Especialista en Misiones de Asistencia Técnica a varios países de la región latinoamericana por parte del FMI. Entre sus diversas publicaciones destacan: “Reduciendo la vulnerabilidad financiera”; y “El desarrollo del mercado de deuda pública interna en México”. En esta oportunidad impartirá el tema “Política monetaria poscrisis: ¿qué ha cambiado?” Doctor Pérez Verdía, lo dejo en el uso de la palabra.

Muchas gracias. Buenos días a todos. Me permito agradecer a los organizadores de estas jornadas por la invitación. Me gustaría empezar diciendo que hay algo de coincidencia en el que haya llegado tarde (hoy y no ayer) porque lo que preparé para compartirles es el tema que se ha estado presentando hoy. Quisiera referirme a las políticas monetarias, sobre todo en América Latina, y si como región hemos llegado nuevamente tarde al evento que ha estado sucediendo en el mundo. Todos saben la anécdota de aquel personaje que está formado en la fila para entrar al cine y que, habiéndose preparado ampliamente para el gran estreno, estudia previamente el papel de los actores, se pone nervioso antes de llegar a la ventanilla, dado que no sabe si aún habrá boletos, pero al estar a 2 o 3 personas antes de llegar a la ventanilla, escucha un silbido y alguien que grita: “¡Oye, Manolo!” y entonces se sale de la fila, ve para todas partes, pero no reconoce a quien está chiflando. ¿Quién está llamando? Se voltea y encuentra que la ventanilla está cerrada y hay un rótulo que dice: “Se acabaron los boletos”. ¡No! ¡Qué coraje! ¡Bueno, pues me voy a la siguiente función! Cuando voltea a ver, se da cuenta que la fila de la siguiente función ya está larguísima, más larga que la primera. Avanza la fila y ¡por fin!... Cuando están vendiendo los boletos y a una persona de que él pueda comprar su boleto, escucha el mismo chiflido y alguien que grita: “¡Hey, Manolo!”; sale nuevamente de la fila busca por todas partes y cuando vuelve a voltear, encuentra que la ventanilla está nuevamente cerrada. ¡No puede

ser! ¡Otra vez! Bueno, ¡la última función!, ya a punto de llegar a la ventanilla, después de una larga fila, escucha nuevamente el silbido, sale completamente enojado y dice: “¡Oigan! ¡Caramba!, es que no me llamo Manolo.” La anécdota enseña que tenemos que prepararnos para enfrentar los retos, pero también debemos tener cuidado con estas voces de “sirenas” porque muchas veces estamos en el lugar adecuado, en la posición adecuada, pero lo más importante es que no debemos distraernos.

Voy a empezar recordándoles que el panorama para la banca central es completamente distinto después de la crisis, por lo menos en cuanto a la percepción de lo que el público piensa del banco central. Antes de la crisis, todos estábamos bastante contentos de ser banqueros centrales ¿Cierto? Existía un aura de infalibilidad y que, a decir verdad, los bancos centrales tampoco peleamos y luchamos por resolverlas. Estábamos bastante contentos que se nos creyera infalibles y pensábamos que éramos bastante buenos en lo que hacíamos. Sin embargo, después de la crisis se cuestiona el trabajo del banco central, el mandato, la independencia y el papel que hemos tenido durante la crisis. Además se cuestiona si fuimos cómplices, si la facilitamos o si fuimos los salvadores. Todas estas son interrogantes abiertas que seguramente en la conferencia siguiente se van a despejar, y por lo pronto me enfocaré en contestar tres preguntas muy puntuales. La primera se refiere a: ¿Si la experiencia de la crisis y la respuesta que se ha

dado obliga a buscar una nueva ancla monetaria? Muy relacionada a esta surge la segunda: ¿Sigue siendo válido el régimen de objetivos de inflación (inflation targeting)?, y: ¿Debe la política monetaria tener como objetivo también la estabilidad financiera? No obstante, antes de tratar de darles respuesta, voy a plantear otra: ¿Cuáles son los antecedentes a estos cuestionamientos? No quiero referirme a hechos muy antiguos, pero en el período de la posguerra, cuando se soluciona el debate sobre la nula relación de largo plazo que existe entre el empleo, la inflación y el crecimiento, los bancos centrales, a partir de los años 70, empiezan a orientar su política monetaria en la estabilidad del nivel general de precios, así como en mantener la inflación en niveles bajos. Es cierto que los logros observados a partir de este período, obviamente sin generalizar, fueron buenos y justificaron el cambio de orientación, más en los países industrializados que en las experiencias de nuestras propias economías.

En primer lugar destaca la “gran moderación”, llamada así por la significativa reducción en la volatilidad de la actividad económica. Al respecto, varios estudios han señalado que la política monetaria tuvo un papel muy importante en reducir la volatilidad de la actividad económica. Por su parte, la estabilidad de precios, como saben, detona un ambiente que es más favorable para la actividad económica, dado que: i) existen menos distorsiones nominales; ii) se reducen los niveles de incertidumbre para la inversión; y iii) todo esto nos lleva a un ambiente donde los agentes económicos pueden tomar decisiones con menos margen de error. Obviamente también existen otros elementos que se han propuesto como candidatos para explicar la “gran moderación”, entre ellos: el mejor uso de inventarios, dado que la tecnología ha contribuido a la eficiencia en el manejo de inventarios, aunque también se explica por otro elemento, “el factor suerte”, pero existe la coincidencia suficiente para sugerir que la política monetaria jugó un papel muy importante en este período. Antes de entrar a ver si necesitamos solucionar o cambiar en algo la práctica de la política monetaria, les voy a listar en la siguiente diapositiva los elementos convencionales de lo que podía ser la política monetaria o, por lo menos, lo que era la política monetaria antes de la crisis.

Política monetaria “convencional”

- ▶ Elementos de un marco “convencional” de política monetaria:*
- 1. El objetivo primordial debe ser mantener la inflación en un nivel bajo y positivo.
- 2. El instrumento principal es la tasa de interés de corto plazo controlada por el banco central.
- 3. Los pronósticos de inflación se basan en estimados de brechas laborales y del producto.
- 4. Los precios de los activos solamente son relevantes si afectan estas brechas.
- 5. El tipo de cambio debe de tener suficiente flexibilidad.

*White 2006

El primero es que el objetivo primordial de la política monetaria debe ser mantener la inflación en un nivel bajo y positivo; sin embargo, en un ambiente en el que generalmente las acciones de los bancos centrales toman tiempo en tener efecto, en algunos casos uno o dos años, es necesario observar y prever su trayectoria; es por ello que en muchos casos se especifica el nivel objetivo hacia donde queremos llevar la inflación. Algunos bancos centrales, los inflation targeters, tienen perfecta claridad y anuncian este nivel objetivo, otros lo hacen de manera implícita, aunque no anuncian niveles puntales de inflación. El segundo elemento es el uso de la tasa de interés sobre la cual el banco central tiene el control para administrar las condiciones monetarias. El debate lo conocemos todos muy bien; es decir, el banco central, al no poder controlar directamente el nivel de precios o la inflación, necesariamente debe elegir un ancla nominal, un instrumento operacional y sin duda la tasa de interés de corto plazo sobre la cual tiene perfecto control, por tanto hace sentido que sea este instrumento. El tercer elemento de esta política monetaria convencional es que los pronósticos que se hacían de la inflación para llegar a estos niveles mencionados en el primer elemento, se basan en su mayor parte en brechas laborales y del producto; por tanto, es muy importante para los bancos centrales llevar a cabo estimaciones de capacidad utilizada, de la tasa natural de desempleo y otras variables que impactan a la inflación, como podría ser la evolución en el precio de algunos activos. Estos últimos pasan un poco a segundo plano, pero las importantes son estas brechas laborales y del producto. El cuarto elemento está relacionado con la información que puede extraerse de los precios de los activos, dado que son relevantes únicamente si afectan las brechas laborales y de producción. Recuerden toda la discusión que se tuvo durante los años 90, en torno a si el banco central debería o no responder a las burbujas en el precio de los activos. Mi opinión es que, ex-post, nos distrajimos un poco o algunos países se desviaron de lo que debería haber estado haciendo la política monetaria, pero por lo menos en este modelo convencional solamente el banco central se va a fijar en los precios de los activos, si afectan la brecha laboral o la brecha del producto y, por tanto, si la inflación viene aumentando.

Por último, en el contexto de una economía abierta, si el banco central ha elegido su política monetaria con base en los primeros cuatro elementos, entonces debe permitir un mayor grado de flexibilidad en el tipo de cambio, la denominada trinidad imposible, la cual se ha mencionado ampliamente en todas las otras charlas durante estas jornadas. Entonces, esto era la política monetaria antes de la crisis, pero ¿cuáles son las lecciones inmediatas? La primera es que la estabilidad de precios no es condición suficiente para lograr la estabilidad macroeconómica; no es la primera crisis en la cual observamos esto, Japón, el sureste asiático, la crisis de Rusia, todas fueron acompañadas de estabilidad de precios e inestabilidad en el sector financiero. La segunda lección es justamente que la estabilidad financiera a nivel sistémico y la interrelación con la estabilidad monetaria son muy relevantes. La crisis resalta este mensaje, por lo menos a las economías que no consideraban la importante relación e interacción que existe

entre la política monetaria y la estabilidad financiera. La tercera lección se desprende que no solamente tienen esta relación, sino además se retroalimentan. Ahora me imagino que la mayoría de ustedes está pensando que estas lecciones son obvias y que, de hecho, no necesitábamos una crisis para darnos cuenta de ellas. Mario Bergara mencionó en su disertación que en América Latina conocemos bien este tipo de crisis, porque ya las hemos vivido. Como dijo un gran poeta “se hace camino al andar”, y por aquí ya habíamos pasado y sufrimos en el trayecto, lo cual me recuerda lo que dijo otro gran poeta “este camino se hace golpe a golpe”, entonces la pregunta es: ¿Por qué a estos países avanzados se les olvidó voltear a ver las experiencias de países como los nuestros? Una de las grandes preguntas que se están haciendo algunos analistas es si se necesita una nueva ancla para la política monetaria, dado el desastre que estamos viviendo en la economía global. Vale recordar que cuando se abandona el patrón oro, los bancos centrales pasan a elegir como anclas nominales agregados monetarios y los tipos de cambio, sobre todo en América Latina, y luego pareciera que en la década de los noventa la búsqueda del ancha nominal había finalizado; es decir, nos estábamos acercando a la ventanilla en donde íbamos a poder comprar el boleto. El régimen, sobre todo de inflation targeting, nos da los elementos para decir que realmente los bancos centrales tienen que concentrarse en las expectativas de inflación como una de las guías con las cuales van a diseñar sus políticas monetarias; sin embargo, en el actual período poscrisis vuelve a cuestionarse sobre si el régimen de inflation targeting permanece válido.

Ahora debemos regresar a las preguntas que había señalado al inicio. Primero: ¿Necesitamos una ancla nueva para la política monetaria?, y segundo: ¿Permanece válido el régimen de objetivos de inflación? Para contestar la segunda pregunta, sobre los regímenes de objetivos de inflación, necesito presentarles lo que ustedes ya conocen que son los elementos tradicionales de este régimen de inflación. El primer punto es un objetivo explícito para la inflación anual. Como señalé hace un momento, puede ser la inflación futura o, por lo menos un objetivo explícito que nos ayude a manejar las expectativas. El segundo punto es utilizar la trayectoria esperada de la inflación como el objetivo intermedio de la política monetaria y obviamente esto se dice mucho más fácil de lo que realmente es. Detrás de todo esto están todos los modelos para pronosticar la inflación, así como también toda la incertidumbre que hay detrás de estos modelos, a los cuales tiene que adicionarse, por supuesto, el uso del juicio y la experiencia. Finalmente, como tercer punto, una estrategia para comunicar al público las acciones de política monetaria; es decir, una manera de rendición de cuentas y de transparencia. Aquí aprovecho para felicitar al Banco de Guatemala por la publicación de su Informe de Política Monetaria el cual leeré con mucha atención en mi viaje de regreso a Washington. Obviamente dentro de este régimen hay muchas otras consideraciones, pero creo que nos podemos quedar con estos tres factores para analizar si el régimen de metas de inflación continúa siendo válido. Algunos opinan que no, argumentando que los bancos centrales bajo este esquema, explícita o implícitamente, fallaron y de manera espectacular, por tanto, es momento para abandonarlo.

El primer punto que señalan es que había tanto enfoque en los precios, sobre todo en los precios al consumidor, que olvidaron voltear a ver la formación de burbujas en el precio de otros activos, vulnerabilidades financieras que, a criterio de ellos, nos llevaron a la crisis. También apuntan a que el régimen de inflation targeting no da la flexibilidad para responder apropiadamente a choques de oferta o a choques de términos de intercambio. La premisa se centra en que si son choques de oferta el banco central debería actuar solamente si se evidencian efectos de segunda vuelta o cuando son choques en los términos de intercambio. Un ejemplo claro es la acción del Banco Central Europeo, unos meses antes que la crisis realmente tomara elementos de vértigo, cuando restringió la política monetaria porque estaba viendo el alza del precio del petróleo y sabía que esto, eventualmente, se traduciría en inflación. Obviamente hubo fallas pero, como mencionaron los otros expositores, en ningún momento los bancos centrales, inclusive aquellos bajo el esquema de inflation targeting, señalan que lo único que evalúan o que lo único importante es la evolución de los precios. De hecho, lo bueno del régimen de inflation targeting es que es un esquema que permite más que nada flexibilidad y de hecho incorpora muchas variables para la toma adecuada de decisiones de política monetaria sin que eso, por supuesto, exima de equivocaciones. Obviamente este tipo de críticas deben, por lo menos, hacer que meditemos si el régimen de inflation targeting, que hemos practicado hasta ahora, es de alguna manera incompleto, si se le puede agregar algunas consideraciones, si lo podemos fortalecer o si al seguirlo estamos de alguna manera propiciando la inestabilidad financiera.

Creo que la gran defensa al régimen de inflation targeting, o por lo menos una que conocemos bastante bien, es la evidencia que varios de los países en América Latina tuvieron durante la crisis. Al respecto, Brasil, Colombia, Chile, México y Perú, entre 1999 y 2002, reforzaron su política monetaria por medio de la adopción formal de un marco de inflation targeting y para ello llevaron a cabo cambios importantes que reforzaron el marco legal de la política económica, instrumentaron políticas cambiarias más flexibles, mediante el uso de reglas de intervención solamente en situaciones extremas y explicando muy bien al mercado por qué tomaron tales decisiones. Aunado a ello, previo a la crisis, también mejoraron sustancialmente su posición externa mediante la acumulación de reservas internacionales y de una recomposición de sus flujos de capital, fortaleciendo a su vez la política fiscal, la cual en muchos casos también se fortalece por medio de la adopción de reglas formales, incluso a nivel de legislación, mejorando también la estabilidad financiera, la regulación prudencial y la supervisión bancaria. Esto es muy relevante, obviamente para la discusión que vamos a tener. El ejemplo de América Latina nos lleva a concluir que el inflation targeting no excluye los buenos resultados, permite manejar la política monetaria de una manera que no va en contra de la estabilidad e incluso puede ayudar a que la respuesta sea mucho más fuerte. En primer lugar, es una respuesta mucho más robusta y creíble. Es por ello que durante la crisis, cuando los bancos centrales empiezan a reaccionar y a tomar medidas no convencionales, las mejoras que habían hecho con la implementación de los objetivos para la inflación, les ayu-

dó a mantener la credibilidad en sus acciones; entre dichas medidas destacan las importantes dotaciones de liquidez en moneda local y extranjera a sus economías, también se evidenció cambios a los regímenes de garantía para otorgar dicha liquidez; redujeron los encajes legales y realizaron importantes reducciones en sus tasas de interés objetivo de política monetaria. Quizá es la primera vez que en muchos de estos países se pudieron tomar medidas anticíclicas. De hecho, haciendo memoria y para ser sinceros, el Banco de México, de la lista de países que mencioné, quizás fuimos los que más tarde nos dimos cuenta que podíamos tomar medidas anticíclicas; mientras que los otros países ya estaban bajando tasas de interés en respuesta a la crisis. En México todavía teníamos la preocupación del efecto de dichas medidas sobre la evolución del tipo de cambio y, de una manera perversa, el hecho que no estuviera el banco central bajando tasas empezó, precisamente, a generar incertidumbre en los mercados de divisas, depreciando el peso mexicano. Eventualmente se recortaron las tasas de interés y se logró estabilizar dicha situación; sin embargo, el punto importante es, precisamente, que el régimen de *inflation targeting* tiene que acompañarse de políticas fiscales y financieras sólidas.

Voy a avanzar ahora hacia la tercera pregunta que es la interrelación de la política monetaria con la estabilidad financiera. Un escenario, sin duda, cambiante durante la crisis fue el vértigo que produjo estar al borde del abismo financiero, dado que ello obliga a una revaluación de la distribución de responsabilidades para procurar la estabilidad financiera. Las autoridades directamente encargadas de supervisar y regular el sistema financiero en los países avanzados están llevando a cabo cambios profundos en su organización institucional, sobre todo en la manera en la que se lleva a cabo la supervisión y la regulación; por tanto, es un buen momento para reevaluar el papel del banco central realizando dos preguntas: primero, ¿Cómo debe el banco central contribuir a la estabilidad financiera?; es decir, dentro de todas las obligaciones, del banco central en cuál de ellas cabe contribuir a la estabilidad financiera; y segundo: ¿Deben los bancos centrales ajustar la manera en la que hacen política monetaria para procurar la estabilidad financiera? La respuesta a estas preguntas es importante porque los ciclos de expansión y de contracción siempre van a estar presentes. Todos estamos buscando el fin de esta gran contracción para seguir adelante con la actividad económica, pero también sabemos que se van a registrar tanto situaciones de boom como de grandes caídas. Esta dinámica es inherente en nuestro sistema capitalista, por lo que debemos estar preparados para enfrentar los retos que esto implica. Antes de responder esas dos preguntas debo plantear otra pregunta adicional: ¿Podemos separar los objetivos de estabilidad financiera y de estabilidad monetaria? Me hubiera gustado disertar ayer porque una de las personas que ha estado estudiando este tema, y que ha contribuido de manera importante, es José de Gregorio. Su argumento es que esta separación de objetivos es imposible por dos razones: primero, porque los dos objetivos dependen uno del otro; es decir, si no hay estabilidad financiera no se puede lograr la estabilidad monetaria, y viceversa; y aquí estamos hablando de esta-

bilidad, pero también entendemos que hay situaciones en donde las vulnerabilidades generadas por la política monetaria pueden impactar la estabilidad financiera, y viceversa.

La segunda razón por la cual es imposible separar la estabilidad financiera de la estabilidad monetaria es porque los instrumentos que se utilizan para alcanzar un objetivo también impactan al otro; es decir, si pudiéramos hacer una lista de instrumentos que utilizamos para ejecutar la política monetaria e instrumentos que utilizamos para llevar a cabo la estabilidad financiera (instrumentos macro y microprudenciales), necesariamente comprobamos que hay impactos cruzados entre los dos, es diferente al primer punto. El primer punto dice que para poder hacer una buena política monetaria necesitamos estabilidad financiera. El segundo punto dice que cuando haces política monetaria estás impactando la estabilidad financiera. La conclusión es, por supuesto, que no podemos evaluarlas o lograrlas aisladamente. Para contestar la pregunta sobre qué debe hacer el banco central, tenemos que evaluar directamente los instrumentos que usa y qué papel juegan en la estabilidad financiera. El primer punto es quizá el más difícil de contestar. Aunque exista esta interrelación de objetivos y de efectos cruzados en la implementación de cada una de estas políticas, no necesariamente quiere decir que el mejor instrumento para luchar contra la inestabilidad financiera sea un instrumento monetario, y viceversa; en particular si se habla sobre las burbujas y la evolución de los precios de los activos financieros. Hay algunos observadores, entre ellos yo, que dicen que las políticas prudenciales tienen que ser la primera línea de defensa para enfrentar el riesgo financiero; es decir, la política monetaria no puede ser el instrumento primario para manejar estos riesgos.

Los instrumentos que tiene la política monetaria no son suficientes para manejar el riesgo sistémico. Este es un tema muy interesante y actual. Si observamos lo que está pasando en Europa en donde algunas regiones no evidencian problemas de estabilidad financiera, mientras que otras regiones sí tienen serios problemas; sin embargo, las acciones del Banco Central Europeo, dado los límites que tiene para reaccionar a lo que está pasando, han sido de continuar utilizando la herramienta tradicional del banco central, su objetivo sobre tasas de interés de corto plazo, la cual difícilmente podría utilizarse para solucionar el problema en el segundo grupo de países sin impactar el primero. Esta discusión no está concluida. De hecho nos recuerda las que habíamos tenido sobre la interacción de la política fiscal, la política monetaria y todas esas cuestiones relacionadas con los fiscales dominants, respecto a qué institución debería estar encargada de cuál y si una puede hacer a un lado a la otra. Es un tema que sin duda dará de qué hablar, pero para ello necesitamos entender mejor la interacción entre la política monetaria y la estabilidad financiera antes que podamos contestar con exactitud sobre cómo utilizar estos instrumentos; es decir, ¿cómo afecta la política monetaria al riesgo sistémico? y ¿cómo la inestabilidad monetaria puede entorpecer la consecución de las metas monetarias? Esta es la interrelación de la que hablaba hace un momento; así como ¿cuál

debe de ser el grado de coordinación entre las políticas monetarias y macroprudenciales?

Al final de cuentas y para llevarlo a la práctica nos tenemos que imaginar a la Junta Monetaria o al Comité de Política Monetaria considerando ¿cuál va a ser su anuncio?, ¿cuál va a ser su decisión sobre política monetaria? Para lo cual deberá evaluar todas estas cuestiones; es decir, son cuestiones teóricamente interesantes pero al final de cuentas las tenemos que resolver porque tienen importantes implicaciones prácticas. Sin embargo, creo aún es demasiado pronto como para resolver con exactitud sobre cuáles deben ser las acciones del banco central para la estabilidad financiera, como tampoco sabemos cómo se interrelacionan la política monetaria y política de estabilidad financiera. Creo que hay algunos elementos que nos pueden ayudar a contestar estas preguntas. En ese sentido, podemos volver a ver a la región, seguro que en las diversas charlas, seminarios y discusiones que han tenido sobre política macroprudencial, se han percatado que el mejor arreglo institucional o los instrumentos macroprudenciales ya estaban en uso en América Latina y los hemos usado durante varios años, incluso antes que se pusiera de moda el término macroprudencial. Es cierto que no siempre las utilizamos con un fin de riesgo sistémico, pero el punto es que el experimento de cómo se relaciona la política monetaria con las políticas macroprudenciales puede analizarse desde la perspectiva de los países de la región. El segundo punto, que a futuro va a ocupar un lugar importante en la agenda de investigación, es precisamente la manera en la que vamos a incorporar la estabilidad financiera, en particular estas políticas macroprudenciales en los regímenes de inflation targeting o en nuestra conducción de política monetaria. Nuevamente me estoy imaginando al Consejo de Política Monetaria teniendo que tomar la decisión. Todos sabemos que van a usar su juicio, van a usar su experiencia, pero también los especialistas en análisis macroeconómico dirán: “Los modelos dicen que la trayectoria de la inflación va a ser esta” y yo creo que una pregunta obligada de ahora en adelante tendrá que ser: ¿Incorporan tus modelos la estabilidad financiera? Tanto lo que está pasando en el campo financiero, la evolución de los agregados crediticios, el grado de apalancamiento de la banca, así como el efecto que va a tener mi decisión de política monetaria sobre esa estabilidad financiera y este proceso de retroalimentación. Estos no son temas nada fáciles; no obstante, queda claro que sin duda hay que incorporarlos.

Para propiciar la discusión, puse al principio un marco convencional de política monetaria y un marco convencional de inflation targeting porque quería finalizar la charla observando esas caricaturas, si podemos hacer algunos cambios dada la experiencia de los últimos años. El primer cambio es que creo que en política monetaria ya no existe lo que se llama convencional, hablemos nada más de política monetaria. ¿Deben seguir persiguiendo los bancos centrales un nivel bajo y positivo de la inflación?, yo digo que sí, porque este tiene que ser el objetivo primario y corolario que debe ser para evitar desequilibrios financieros. Nuevamente no hay nada nuevo. De hecho muchos bancos centrales lo tienen

en sus propios mandatos, lograr la estabilidad financiera, quizá sea necesario recordarle al público, o a otros países, que eso también es parte del mandato, pero el perseguir la estabilidad de precios no necesariamente hace a un lado la estabilidad financiera. Sobre el instrumento principal del banco central creo que ese se mantiene como es. Tenemos un instrumento para ese objetivo y ese no debería de tener cambios. Los pronósticos de inflación que hasta ahora se han basado en brechas laborales y del producto, más que por convencimiento o por facilidad, son los modelos que conocemos y que comprendemos cómo se mueven; además, pienso que tenemos que incorporar otras cuestiones, dentro de las que figura la evolución del sistema financiero. Esta es la gran agenda de investigación para los próximos años. Los activos, las burbujas, la evolución del crédito obviamente tiene que ser parte del marco de política monetaria.

No estamos hablando de la evolución de la acción de alguna empresa en particular o del crédito en algún Estado o ciudad en particular, el precio de la vivienda en algún nuevo destino turístico, tenemos que ver cómo evolucionan los precios de los activos y tomarlos en cuenta para la decisión. El tipo de cambio tiene que seguir siendo flexible. Hay mucho para platicar sobre este tema del cual hemos aprendido durante la crisis y es el relativo a los flujos de capital y los controles de capital. En México y, en la mayoría de los países que estamos aquí representados, somos grandes defensores de la flexibilidad, entonces no tocaría este tema. Lo que tampoco entraría a discutir es el marco para inflation targeting. Pienso que los principios del inflation targeting siguen siendo válidos, este instrumento sigue siendo la brújula que tenemos que seguir para la conducción de la política monetaria, no tenemos que perder de vista la evolución del resto de las variables macroeconómicas. Bajo el régimen de inflation targeting, cualquiera que haya preparado un informe para una Junta Monetaria sabe que debe incluirse la referencia a todas las variables macroeconómicas. El segundo es lo que platiqué anteriormente: ¿Cómo tomar en cuenta el impacto de la estabilidad financiera? y, por último, la comunicación. Este es uno de los puntos más interesantes. No hablé nada del arreglo macroprudencial óptimo. ¿Debe la regulación y la supervisión ser parte? ¿Deben estar la supervisión en el banco central o en una agencia ajena? ¿Deben estos comités de estabilidad financiera ser presididos o no por el banco central?, etcétera. Enfocándonos en el tema de la política monetaria, lo que si se debe hacer es que los bancos centrales tienen que emitir alertas con mayor frecuencia. Tienen que tener un mayor nivel de comunicación con el público para alertarlo, en caso hubiera desbalances financieros. Muchas gracias.

Eddy Carpio: Muchas gracias, doctor Pérez Verdía. Su exposición despertó mucho interés en nuestra audiencia y se hace evidente por el elevado número de preguntas. Sin embargo, no se puede abordar todas, y en el panel de discusión se harán las preguntas restantes. La primera pregunta: Si es cierto que existe un trade-off en el largo plazo entre la inflación y el empleo, ¿por qué se insiste en que los bancos centrales deben mantener bajas las tasas de interés? ¿No es esta una política muy riesgosa para

economías pequeñas donde las expectativas de inflación no están suficientemente ancladas?, y yo contextualizaría esto diciendo particularmente: ¿Por qué se prevén presiones inflacionarias?

Carlos Pérez: Sí, la conclusión de muchos años y muchas horas de discusión es que este trade-off en el largo plazo, y sobre todo si los bancos centrales van a respetar las reglas y no, la discusión es que no hay un trade-off; es decir, una mayor inflación en el largo plazo no nos va a llevar a una situación de mayor empleo o de mayor producción. Puede haber sorpresas en el corto plazo, pero todos sabemos que una vez que esa credibilidad está erosionada, estas sorpresas ya no nos van a poder sobrellevar. Esto precisamente es lo que lleva a que los bancos centrales se concentren en la inflación y, aunque muchos tienen el crecimiento como un objetivo secundario, sigo convencido de que lo que mejor puede hacer el banco central, para promover las condiciones ideales para generar empleo, es precisamente controlar la inflación. Mario Bergara nos habló de la obligación social que tienen los bancos centrales, en el sentido de que estos períodos de inflación alta y de crisis no se vuelvan a repetir porque puede que no haya trade-off.

Eddy Carpio: Tengo otra pregunta que, incluso con la salvedad que usted ha hecho de lo difícil que puede resultar contestarla, me parece relevante por la aclaración que usted hizo al inicio. Se debe contextualizar el entorno en donde se va a implementar alguna medida en particular y la pregunta dice: Queda claro que la estabilidad de precios y la estabilidad financiera son dos objetivos inseparables, usted ampliamente lo explicaba en su presentación; sin embargo, lo que no queda del todo claro es si con los instrumentos que tiene disponibles: ¿El banco central puede controlar ambos objetivos a la vez? Desde su muy particular punto de vista: ¿Cree usted que debe prevalecer un objetivo sobre otro?

Carlos Pérez: El mensaje que quiero mandar es que debe distinguirse entre lo que puede hacer el banco central y lo que puede hacer la política monetaria. El banco central tiene otras herramientas y otras comisiones que no son política monetaria; sistemas de pagos, obviamente; el control del nivel de la liquidez; la emisión de la moneda; prestamista de última instancia, etc. Entonces hay tareas específicas del banco central. La función de prestamista de última instancia tiene un impacto sobre la esta-

bilidad financiera pero para la política monetaria en sí yo creo que sí debe haber una relación primero en inflación y luego en estabilidad financiera, pero sin ser digamos dogmáticos. Obviamente va a haber situaciones en las que el banco central tendrá que cambiar el curso de la política monetaria por razones de estabilidad financiera, y viceversa, y la conversación con las entidades encargadas de la estabilidad financiera va a ser sumamente importante y tiene que haber una coordinación entre todos que nos lleva al punto muy interesante de evaluar si el banco central debería estar encargado también de la estabilidad financiera, del uso de los instrumentos macroprudenciales, de la regulación, de la supervisión. En este punto se vuelve más difícil contestar esta pregunta.

Eddy Carpio: La última pregunta, creo, tiene que ver con su posición actual, representando a algunos países de la región y dice: A la luz de la experiencia latinoamericana, el régimen de inflation targeting que demostró ser una estrategia que hizo ganar credibilidad a los bancos centrales y que durante la crisis permitió la adopción de medidas poco convencionales, y en algunos casos bastante ortodoxas que permitieron mantener la estabilidad macroeconómica, ¿recomendaría su adopción a otros países de la región?

Carlos Pérez: La respuesta es un sí rotundo. Esta ayudó enormemente a ganar credibilidad. Poco hablé de las respuestas anticíclicas que pudieron hacer los bancos centrales y, más que esas respuestas, lo que es realmente sorprendente, dado el contexto en el que hemos estado en los últimos tres años, es que en Latinoamérica no tuvimos una crisis de balanza de pagos. Esto hubiera sido impensable hace algunos años. Recomiendo su adopción, como saben muy bien aquí en Guatemala, preparar el camino para adoptar un régimen de objetivos de inflación es largo, muchas veces tiene que estar respaldado, no solamente por el banco central; es decir, tener a los técnicos, ver los modelos, la conducción no es suficiente, también tiene que haber un convencimiento externo, a nivel de la población que esto es lo mejor para el país. Estoy hablando de la autonomía del banco central, tanto en las metas de inflación como en el uso de sus instrumentos. El régimen cambiario es un componente muy importante. Existe una amplia literatura sobre inflation targeting lite que considero puede ayudar también a responder esta pregunta. Gracias.

Junta Monetaria

Edgar Baltazar Barquín Durán
Presidente

Julio Roberto Suárez Guerra
Vicepresidente

Miembros titulares

Pavel Vinicio Centeno López
Ministro de Finanzas Públicas

Sergio de la Torre Gimeno
Ministro de Economía

Efraín Medina Guerra
Ministro de Agricultura, Ganadería y Alimentación

Tulio René García Morales
Electo por las asociaciones empresariales de comercio,
industria y agricultura

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

Luis Fernando Pérez Martínez
Electo por el Congreso de la República

José Rolando Secaida Morales
Electo por el Consejo Superior de la
Universidad de San Carlos de Guatemala

Miembros suplentes

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

Albaro Joel Girón Barahona
Electo por el Consejo Superior de la
Universidad de San Carlos de Guatemala

Gabriel Biguria Ortega
Electo por los presidentes de los consejos de administración o
juntas directivas de los bancos privados nacionales

José Alejandro Arévalo Alburez
Electo por el Congreso de la República

Asesores permanentes

Sergio Francisco Recinos Rivera
Gerente General

Leonel Moreno Mérida
Gerente Jurídico

Johny Rubelcy Gramajo Marroquín
Director
Departamento de Análisis Macroeconómico
y Pronósticos

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

Oscar Roberto Monterroso Sazo
Gerente Económico

Rómulo Oswaldo Divas Muñoz
Gerente Financiero

Ramón Benjamín Tobar Morales
Superintendente de Bancos

Armando Felipe García Salas Alvarado
Secretario

Nota: Autoridades y Funcionarios Superiores que se encontraban ejerciendo sus funciones al 31 de diciembre de 2012.

AUTORIDADES

Edgar Baltazar Barquín Durán
Presidente

Julio Roberto Suárez Guerra
Vicepresidente

Sergio Francisco Recinos Rivera
Gerente General

Oscar Roberto Monterroso Sazo
Gerente Económico

Rómulo Oswaldo Divas Muñoz
Gerente Financiero

Lidya Antonieta Gutiérrez Escobar
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

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

Fernando Wladimir Danilo Estrada Pérez
Subdirector
Departamento de Estadísticas Macroeconómicas

Pablo Antonio Marroquín Fernández
Director
Departamento de Análisis de Estabilización Financiera

Waleska Marilú García Corzo
Subdirector
Departamento de Análisis de Estabilización Financiera

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

Juan Manuel Meléndez Godínez
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

Marco Antonio de Jesús Folgar Chapetón
Subdirector
Departamento de Contabilidad y Sistema de Pagos

William Ariel Cano Hernández
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

José René Lorente Méndez
Asesor II
Planificación y Desarrollo Organizacional

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

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

Walter Emilio Barrios Guevara
Subdirector
Departamento de Servicios Administrativos y Seguridad

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

Ivar Ernesto Romero Chinchilla
Director
Departamento de Comunicación y Relaciones Institucionales

Salvador Orlando Carrillo Grajeda
Director
Departamento de Recursos Humanos

Juan Carlos Estrada Calvillo
Subdirector
Departamento de Recursos Humanos

Gerardo Noel Orozco Godínez
Asesor III
Asesoría Jurídica

César Augusto Martínez Alarcón
Asesor III
Asesoría Jurídica

Fernando Villagrán Guerra
Asesor II
Asesoría Jurídica

Erwin Roberto Camposeco Córdova
Auditor interno

Marco Antonio Mejía Villatoro
Subauditor Interno

Maynor Augusto Ambrosio Higueros
Asesor II
Oficialía de Cumplimiento

Armando Felipe García Salas Alvarado
Secretario
Junta Monetaria

Anfbal García Ortiz
Subsecretario
Junta Monetaria

Nota: Autoridades y Funcionarios Superiores que se encontraban ejerciendo sus funciones al 31 de diciembre de 2012.

Red nacional de Bibliotecas del Banco de Guatemala

Guatemala

Ciudad Guatemala

- 1) Biblioteca Central
7ª. avenida, 22-01, zona 1
- 2) Parque Colón
8ª. calle, entre 11 y 12 avenidas, zona 1
- 3) Instituto "Dr. Carlos Federico Mora"
Calzada San Juan, 32-50, zona 7
Colonia Centroamérica
- 4) Parque Navidad
32 avenida y 23 calle, zona 5
(diagonal 34)

Amatitlán

- 5) 5ª. calle y 4ª. avenida, esquina
Barrio La Cruz

Villa Canales

- 6) 8ª. calle, 2-64, zona 1

San José Pinula

- 7) 1a. calle, 4-30, zona 2
Edificio municipal

Santa Catarina Pinula

- 8) Edificio municipal
1a. calle, 5-50, zona 1

Alta Verapaz

Cobán

- 9) Calzada "Rabín Ajau", zona 11
Salida a Chisec
Instituto de la Juventud y el Deporte

Cobán

- 10) 1ª. calle, 5-24, zona 2

Baja Verapaz

Rabinal

- 11) 4a. avenida, 2-37, zona 3

Salamá

- 12) 5ª. avenida, 6-21, zona 1

Chimaltenango

San Martín Jilotepeque

- 13) Plaza Central, frente a municipalidad

Patzún

- 14) 3a. calle, 5-48, zona 1

Chimaltenango

- 15) 2ª. avenida, 2-20, zona 3, nivel 2

Zaragoza

- 16) 7a. avenida Norte, No. 3
Frente al parque Central

Quezaltepeque

- 17) 3a. calle y 2ª. avenida, zona 2

Ipala

- 18) 3a. avenida, 1-61, zona 4
2º. nivel, Supervisión Educativa

Olopa

- 19) A un costado del parque Central

Chiquimula

- 20) 6ª. avenida, 3-00, zona 1, nivel 2
Edificio municipal

Chiquimula

Guastatoya

- 21) Avenida Principal

Morazán

- 22) Barrio Concepción

El Júcaro

- 23) Calle Principal, barrio El Centro
Edificio municipal, nivel 2

El Progreso

Tiquisate

- 24) 4a. calle, zona 1
Edificio municipal

Escuintla

Escuintla

- 25) 3ª. avenida, 3-63, zona 1

Puerto San José

- 26) Edificio Banco de Guatemala
Avenida de "El Comercio"

Santa Lucía Cotzumalguapa

- 27) 5a. calle, 3-39, zona 1

Huehuetenango

San Antonio Huista

- 28) Cantón Central

Huehuetenango

- 29) 4ª. calle, 5-07, zona 1

Izabal

Puerto Barrios

- 30) 7ª. calle y 8ª. avenida, esquina, zona 1
parque "José María Reyna Barrios"

Los Amates

- 31) Edificio municipal, Los Amates

Jalapa

Jalapa

- 32) Calle "Tránsito Rojas"
5-46, zona 6, nivel 2

San Luis Jilotepeque

- 33) Edificio municipal
Barrio El Centro

Asunción Mita

- 34) Edificio Fundabiem
A un costado del parque Central

El Progreso

- 35) Calle Principal y avenida Achuapa
Casa de la Cultura

Melchor de Mencos

- 36) Barrio El Centro

San Francisco

- 37) A la par del Puesto de Salud

San Luis

- 38) Barrio El Centro,
frente a Posada San Antonio

San Benito

- 39) 5a. avenida, entre 8ª. y 9ª. calles,
zona 1

El Palmar

- 40) Edificio de la Cruz Roja

Coatepeque

- 41) Barrio San Francisco (a un costado de la línea férrea)

Quetzaltenango

- 42) 12 avenida, 5-12, zona 1

Pachalum

- 43) Calle Las Flores

Santa Cruz del Quiché

- 44) 3ª. calle, 4-00, zona 5

Canillá

- 45) Frente al edificio municipal

Champerico

- 46) Avenida del Ferrocarril
A un costado del parque Central,
nivel 2

Retalhuleu

- 47) 6ª. avenida, 6-18,
zona 1, nivel 2

Antigua Guatemala

- 48) Portal Las Panaderas
5ª. avenida Norte, No. 2, nivel 2

Sumpango

- 49) 0 avenida, 1-18, zona 3
Frente a municipalidad

Jutiapa**Petén****Quetzaltenango****Quiché****Retalhuleu****Sacatepéquez****San Marcos****San Marcos**

- 50) 9ª. calle, 7-54, zona 1

Malacatán

- 51) Instituto Experimental de
Educación Básica con Orientación
Industrial y Magisterio
3ª. avenida, entre 1ª. y 2ª. calles,
zona 1, colonia El Maestro

San Pablo

- 52) Edificio municipal, frente al parque Central

Tecún Umán

- 53) 1ª. avenida, entre 3ª. y 4ª. calles,
zona 1, local del Banco de Guatemala

Chiquimulilla

- 54) 1ª. calle B y 2ª. avenida, zona 1
Edificio municipal

Barberena

- 55) 4a. calle y 4a. avenida, zona 1

Guazacapán

- 56) Barrio San Miguel Centro
Edificio municipal

Cuilapa

- 57) 4a. calle, 1-51, zona 4
Barrio La Parroquia
Centro de Atención Integral

Sololá

- 58) 7a. avenida, 8-72,
zona 2, nivel 2
Banco G&T

Mazatenango

- 59) 7ª. calle, 3-18, zona 1

Totonicapán

- 60) 7a. avenida y 5a. calle,
zona 1, nivel 2

Zacapa

- 61) 4a. calle, 14-32,
zona 1, nivel 2

Gualán

- 62) Barrio El Centro
Edificio municipal, nivel 2

Estanzuela

- 63) 1a. calle, 2-00, zona 1

Río Hondo

- 64) 6a. calle, 2-43, zona 1
Barrio El Centro,
frente a municipalidad

Santa Rosa**Sololá****Suchitepéquez****Totonicapán****Zacapa**



(15 de septiembre, 1907 - 6 de abril, 1975)

Fragmento de discurso de inauguración del
Banco de Guatemala, por el
Doctor Manuel Noriega Morales
(pronunciado el 1 de julio de 1946)

“Desde el nacimiento mismo del Ministerio de Economía, que se debe a la certera visión de los miembros de la ex-Junta Revolucionaria de Gobierno, la idea de la reforma monetaria y bancaria del país cobró aliento. Los magnos problemas de la economía nacional, descuidados a través de tantos regímenes autocráticos, reclamaban solución al entrar nuestra patria a los cauces de una vida democrática, inspirada sinceramente en el deseo de mejorar las condiciones económicas y sociales de Guatemala. Gobernantes anteriores decían amar a su pueblo, pero lo mantenían en la miseria, no obstante tener recursos monetarios y recursos fiscales para procurar, por medio de instituciones crediticias o de fomento a la producción, elevar el nivel de vida de la población guatemalteca.”

Banco de Guatemala



