

Introducción

Alberto Ortiz Bolaños

La inestabilidad financiera puede tener consecuencias devastadoras para la actividad económica, la estabilidad de precios y los mecanismos de transmisión de la política monetaria. Esto no es novedad en América Latina y el Caribe, que tiene una historia desafortunada de inestabilidad financiera, lo que ha conducido a que muchos bancos centrales tengan un mandato explícito al respecto. Dada la prevalencia de este mandato de estabilidad financiera, la formulación de política se podría beneficiar de un mejor entendimiento del nexo entre política monetaria y estabilidad financiera. Este libro presenta los esfuerzos de un grupo de economistas de bancos centrales de América Latina y el Caribe para avanzar en este frente por medio de una investigación conjunta.

De acuerdo con Ingves *et al.*¹ hay tres razones principales por las cuales los bancos centrales deben tener un papel preponderante en la formulación y la ejecución de la política de estabilidad financiera: 1) la inestabilidad financiera afecta el ambiente macroeconómico; 2) los bancos centrales, en su papel de prestamista de última instancia, proveen de liquidez que

¹ Stefan Ingves *et al.*, *Central Bank Governance and Financial Stability*, Study Group Report, BPI, mayo, 2011.

puede ser importante para la estabilidad financiera; y 3) los bancos centrales tienen un entendimiento global del sistema financiero, el cual se requiere para definir y ejecutar las políticas macroprudenciales. A pesar de que hay acuerdo sobre el importante papel que las autoridades monetarias deben tener en la estabilidad financiera, todavía tenemos que avanzar en la determinación de cómo pueden los bancos centrales contribuir a ella.

Durante el último decenio, en respuesta a preocupaciones de estabilidad financiera, un número creciente de países ha fortalecido sus políticas prudenciales. Estas políticas buscan: 1) reforzar la solvencia y controlar el apalancamiento de los intermediarios financieros; 2) contener los riesgos de liquidez; 3) limitar los riesgos asociados con cambios inesperados en las tasas de interés y el tipo de cambio; y 4) reducir las externalidades negativas que pueden ser magnificadas por la interconexión de los intermediarios financieros. A pesar de su uso creciente, el análisis de la eficiencia de estas políticas prudenciales de contención de riesgos y su interacción con la política monetaria es un área que requiere mayor atención. También, hay necesidad de entender mejor las especificidades por país de las interacciones entre las políticas monetaria y de estabilidad financiera para explorar los beneficios potenciales de una coordinación de políticas regional.

Este libro contiene siete capítulos que proveen enseñanzas en diferentes aspectos relacionados con la política monetaria y la estabilidad financiera. Los primeros dos estudios ven el efecto de cambios en la política monetaria sobre la oferta de crédito en Bolivia y Guatemala, respectivamente, y los efectos diferenciados dependiendo de las características de los bancos. El tercer estudio estudia la relación entre crédito y actividad económica en Costa Rica, El Salvador, Honduras, Guatemala, Nicaragua y la República Dominicana, encontrando una relación positiva. El cuarto de los capítulos analiza los factores que determinan los colchones de capital bancario en una muestra de 456 bancos de América Latina y el Caribe. El quinto describe los mecanismos de interacción de las condiciones financieras con la política monetaria para determinar las asignaciones macroeconómicas mediante un modelo DSGE para la economía de Estados Unidos. Los últimos dos estudios analizan los efectos de las intervenciones en los mercados cambiarios de Brasil y México. De estos, el sexto compara la eficacia del modelo de intervención cambiaria de cada país, mientras que el séptimo usa la volatilidad observada

como un instrumento para medir el efecto promedio de una compra o venta de dólares sobre el tipo de cambio en Brasil.

Más adelante enunciamos tres preguntas que sirvieron para organizar la discusión del grupo de trabajo de investigación conjunta sobre la relación entre política monetaria y estabilidad financiera y describimos los estudios con mayor detalle.

1. ¿Cómo afecta la política monetaria a la estabilidad financiera?

La política monetaria afecta a la estabilidad financiera por su efecto en el precio de los activos, la toma de riesgo y las decisiones de crédito en los mercados financieros. El canal de precio de los activos se refiere a cómo la postura de la política monetaria afecta los precios en los mercados accionarios, de deuda, de derivados, de bienes raíces y del tipo de cambio. El canal de la toma de riesgo se refiere a cómo valores relativamente bajos de las tasas de interés pueden inducir a desequilibrios financieros como resultado de reducciones en la aversión al riesgo y una búsqueda más intensa de rendimiento por parte de los bancos y otros inversionistas. El canal del crédito se refiere a cómo la postura de la política monetaria puede afectar la oferta de crédito y modificar las fuentes de financiamiento de los intermediarios financieros.

Los primeros dos capítulos aumentan nuestro entendimiento de estos mecanismos de transmisión incluyendo una cuantificación de su importancia.

El primero de ellos, titulado “¿Afecta la política monetaria al crédito bancario?: evidencia para Bolivia”, fue escrito por Óscar A. Díaz Quevedo y C. Tatiana Rocabado Palomeque, del Banco Central de Bolivia. En este capítulo los autores usan datos de panel analizados con métodos generalizados de momentos y efectos fijos para mostrar que cambios en la política monetaria, medida por los saldos netos de los bonos de regulación monetaria, tienen efectos directos sobre la oferta de crédito. Además, muestran que los bancos pequeños o con montos de capital menores reducen relativamente más su oferta de crédito en respuesta a un incremento de los bonos monetarios.

El segundo capítulo, titulado “Qué dicen los datos microeconómicos bancarios sobre la transmisión de la política monetaria y la estabilidad financiera en Guatemala”, fue escrito por José Alfredo Blanco Valdés, de la Superintendencia de Bancos de Guatemala, y

Héctor Augusto Valle, del Banco de Guatemala. En este capítulo usan información de panel de 18 bancos que operan en el sistema financiero guatemalteco para mostrar que hay una transmisión de la política monetaria, la cual es heterogénea dependiendo de la liquidez, la capitalización y el tamaño de los bancos. El mecanismo de transmisión se debilita si hay exceso de liquidez, dolarización de la cartera, mayor tamaño de los bancos, y depende de la forma en que se calcula el requerimiento de reserva.

Asimismo, hay necesidad de entender mejor la interdependencia de los ciclos de crédito y los económicos y la relación de largo plazo entre crédito, estabilidad financiera y crecimiento económico. El tercer capítulo, titulado “La relación entre los ciclos económicos y del crédito en América Central y la República Dominicana”, fue escrito por Francisco A. Ramírez, del Banco Central de la República Dominicana, usa pruebas de causalidad de Granger y análisis espectral para identificar una relación positiva entre el crédito y la actividad económica en Costa Rica, El Salvador, Honduras, Guatemala, Nicaragua y la República Dominicana. Excepto para el caso de Guatemala, el autor encuentra que el crédito precede al ciclo económico en todos los países, con ciclos de ocho años para Costa Rica, El Salvador, Honduras y la República Dominicana.

El entender los ciclos de apalancamiento de los intermediarios financieros y la prociclicidad del crédito es clave para comprender la dinámica del crédito agregado. El cuarto capítulo, titulado “Colchones de capital bancario y prociclicidad en América Latina”, fue escrito por Óscar A. Carvallo del CEMLA junto con Leslie A. Jiménez, mientras ella también estaba en el CEMLA. En este capítulo usan información de 456 bancos en 18 países de América Latina y el Caribe y emplean un estimador de método generalizado de momentos en dos etapas para analizar los factores determinantes de los colchones de capital bancario. El crecimiento económico está inversamente relacionado con los colchones de capital, lo que ofrece pruebas de que los bancos reducen sus colchones de capital durante las expansiones económicas. El tamaño de los bancos está inversamente relacionado con los colchones de capital, mientras que la rentabilidad, las pérdidas esperadas y el poder de mercado están relacionados de forma positiva.

2. ¿Cómo la autoridad monetaria debe incorporar consideraciones de estabilidad financiera?

A raíz de la crisis financiera mundial surgió un consenso entre los banqueros centrales del mundo acerca de la importancia de incluir consideraciones de estabilidad financiera al tomar decisiones de política monetaria. Esto ha llevado a una intensa discusión sobre cómo deben contribuir los bancos a controlar el riesgo sistémico. Hay posiciones que sugieren que la política monetaria debe enfocarse en la estabilidad de precios, mientras la política macroprudencial se encarga de la estabilidad financiera. Otros argumentan que la política monetaria debe tomar en cuenta sus efectos amplios sobre la estabilidad financiera. Además, la política monetaria debe tomar en cuenta que su eficacia se ve afectada por el ciclo financiero. Este debate también incluye la pregunta de cuáles son los beneficios y costos de un esquema integrado donde el banco central esté encargado de ejecutar la política macroprudencial junto con la política monetaria, contra una estructura alternativa donde las políticas las lleven a cabo instituciones separadas.

Hay muchas preguntas abiertas sobre cómo debería la política monetaria incorporar consideraciones de estabilidad financiera incluyendo: 1) cómo la eficacia de la regulación macroprudencial se ve alterada por la postura de política monetaria; 2) cómo puede comprometerse la credibilidad del banco central en el control de precios al añadir un compromiso de estabilidad financiera; 3) qué herramientas deben acompañar un mandato de estabilidad financiera; 4) cuáles son las oportunidades de arbitraje generadas por la ejecución conjunta de diferentes políticas macroprudenciales; 5) cómo modifica la regulación prudencial al mecanismo de transmisión de la política monetaria; y 6) cómo interactúan ambas políticas en tiempos normales y en tiempos de tensión financiera.

El siguiente capítulo del libro, titulado “Metas de tasas de interés a largo plazo en un modelo con fricciones financieras y cambio de régimen”, de Alberto Ortiz Bolaños y Sebastián Cadavid Sánchez, del CEMLA, con Gerardo Kattan Rodríguez, del Tecnológico de Monterrey, trata de proveer respuestas a algunas de estas preguntas. En este capítulo los autores usan las medidas de primas por plazo calculadas

por Adrian *et al.*² para realizar estimaciones bayesianas con cambio de régimen de tipo Markov de modelos de vectores autorregresivos y modelos estocásticos de equilibrio general con fricciones financieras en los instrumentos de deuda de largo plazo desarrollados por Carlstrom *et al.*³ para proveer evidencia de cómo han evolucionado las condiciones financieras de Estados Unidos desde 1962 y cómo ha respondido el banco de la Reserva Federal a las primas por plazo. Usando el modelo estimado, los autores hacen análisis contrafáctico de la evolución de variables macroeconómicas y financieras bajo distintas condiciones financieras y respuestas de política. Ellos analizan seis episodios con la presencia de altas fricciones financieras y mediana o alta volatilidad de choques. En tres de los episodios hubo alta respuesta de la política monetaria a las condiciones financieras: 1978t4-1983t4 que ayudó a contener la inflación en detrimento de la actividad económica y los episodios de 1990t2-1993t4 y 2010t1-2011t4 en los que la alta respuesta de política monetaria sirvió para mitigar las contracciones económicas. Mientras tanto, en los tres episodios cuando se registró baja respuesta a los factores financieros, si la autoridad monetaria hubiera respondido de forma más enérgica, de 1971t1-1978t3 se hubiera logrado una menor inflación pero con un menor PIB, en 2000t4-2004t4 se hubiera podido retrasar la contracción del PIB a 2002t3, pero la misma hubiera sido más profunda y la inflación hubiera sido mayor, y en 2006t1-2009t4 hubiera precipitado la contracción del PIB. La presencia de altas fricciones financieras y altos choques de volatilidad hace que las recesiones sean más profundas y las recuperaciones más lentas, mostrando la importancia del nexo financiero-macroeconómico.

3. ¿Cómo restringe la integración financiera internacional a las políticas monetaria y de regulación prudencial?

El proceso de integración financiera se ha acelerado y está creando interconexiones dentro de América Latina y el Caribe y entre la región y el resto del mundo. Un objetivo de esta investigación conjunta

² Tobias Adrian, Richard K. Crump, y Emanuel Moench, "Pricing the Term Structure with Linear Regressions," *Journal of Financial Economics*, vol. 110, núm. 1, octubre, 2013, pp. 110-138, <<https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.04.009>>.

³ Charles T. Carlstrom, Timothy S. Fuerst, y Matthias Paustia, "Targeting Long Rates in a Model with Segmented Markets," *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 9, núm. 1, enero, 2017, pp. 205-242.

fue entender y medir los mecanismos mediante los cuales esas interconexiones afectan a las variables financieras nacionales.

El capítulo seis, titulado “Dos modelos de intervención en el mercado cambiario: los casos de Brasil y México”, fue escrito por Martín Tobar y Renato Yslas de Banco de México. En ese capítulo, los autores usan vectores autorregresivos con restricciones de corto plazo para comparar la eficacia de las intervenciones cambiarias de Brasil y México bajo regímenes de metas de inflación. Brasil tiene un modelo de intervenciones regulares, en forma discrecional y con un sesgo a compras netas de dólares, mientras que México interviene ocasionalmente, con base en reglas prestablecidas y con un sesgo hacia la venta neta de dólares. Los autores muestran que: 1) las intervenciones en el mercado cambiario tienen un efecto de corta duración en ambos países; 2) el modelo brasileño genera mayores costos inflacionarios; y 3) en respuesta a un choque de intervención cambiaria, el Banco de México sube inmediatamente las tasas de interés, mientras que la respuesta del Banco Central do Brasil aparece con un rezago de cuatro meses.

El último capítulo, titulado “La volatilidad realizada como instrumento de la intervención oficial”, fue escrito por João Barata R. B. Barroso, del Banco Central do Brasil. En este capítulo, el autor propone una novedosa condición de ortogonalidad basada en la volatilidad realizada que es usada como variable instrumental para hacer estimaciones paramétricas y no paramétricas de los efectos de las intervenciones cambiarias. Al aprovechar la información de todos los registros de transacciones del mercado de contado del tipo de cambio BRL/USD intermediadas por las instituciones financieras y las intervenciones de política del Banco Central do Brasil, el estudio muestra que el efecto promedio de una venta (o compra) de 1,000 millones de dólares es una depreciación (o apreciación) cercana a 0.51%. Además, muestra que los resultados son robustos a interacciones no lineales con una depreciación de 0.48% para intervenciones de compra de dólares y una apreciación de 0.57% para intervenciones de venta de dólares. También, presentan evidencia en el rango de 0.31% a 0.38% cuando se controla por operaciones de derivados.

Hay muchos temas pendientes por ser comprendidos en la relación entre política monetaria y estabilidad financiera. Esperamos que estas contribuciones iniciales enfocadas en América Latina permitan aumentar nuestro entendimiento y ayuden a los bancos centrales a cumplir sus mandatos de estabilidad de precios mientras continúan incorporando consideraciones de estabilidad financiera.

