

RETOS DEL ESQUEMA DE METAS EXPLÍCITAS DE INFLACIÓN EN CENTROAMÉRICA

Seminario de Investigadores de Guatemala

Alfredo Blanco Valdéz y Héctor Augusto Valle

Objetivo

El objetivo de esta investigación es hacer una evaluación de la adopción del régimen de metas explícitas de inflación (*Inflation Targeting*) en Centroamérica y República Dominicana.

Para ello, se hace una comparación de los órganos directivos y se estima la transmisión de tasas de interés de política a tasas de mercado.

Se encuentran importantes avances en independencia y transparencia, a pesar de que todavía existen retos importantes.

Por su parte, se encuentra clara evidencia de transmisión de política hacia tasas nominales pero no así hacia tasas reales.

Contenido

1. Introducción
2. Diseño y Formulación de la Política Monetaria y Proceso de Toma de Decisiones de los Órganos Directivos;
3. Transparencia y Rendición de Cuentas;
4. Cambios en la Estrategia de Control Monetario;
5. Transmisión de las Tasas de Política a las Tasas de Mercado de Corto Plazo
6. Conclusiones

1. Introducción

- Trinidad Imposible de la Macroeconomía Abierta? Definición del ancla nominal.
 - A partir de 2000 los países de la región viene buscando la “solución de esquina”;
 - En el período 1990-1999 los flujos monetarios a la región ascendieron a US1.4 billones en promedio anual. Esta cifra subió a US4.8 billones (más que se triplicó) en el período 2000-2006;
 - En El Salvador la decisión fue de Estado (más que por inestabilidad monetaria).
 - En Guatemala, Costa Rica y República Dominicana se buscó principalmente un régimen monetario más eficiente.
 - En general, los bancos central han buscado reordenar gradualmente su “función de pérdida” privilegiando en la consecución en la estabilidad en el nivel general de precios.

Inflation Targeting en Centroamérica y República Dominicana

1. Objetivo es examinar la adopción de *inflation targeting* en la región de Centroamérica: Guatemala (2005); Costa Rica (2006); y, República Dominicana (2012).
2. Características comunes:
 - Economías pequeñas y abiertas
 - Con mercados financieros poco desarrollados
 - Con espacio para seguir avanzando en la flexibilidad cambiaria.

2. Diseño y Formulación de la política monetaria y de la toma de Decisiones

Diseño y Formulación:

- Lineamientos la Junta Monetaria o Junta Directiva del banco central (Determinación de la política monetaria).
- Pronósticos de Inflación de corto y mediano plazo.
- Comités de Análisis: de Ejecución (GTM); de OMAs (RD) y de Operaciones de Mercado (CR).

Proceso de toma de decisiones

- Inflation targeting es un marco de política no una regla.
- Esquema operacional:
 - Variables indicativas
 - Modelos macroeconómicos
 - Juicio experto
- Transparencia y rendición de cuentas:
 - *IT* es un marco de política de discrecionalidad restringida.

BANCOS CENTRALES SELECTOS CON METAS EXPLÍCITAS DE INFLACIÓN								
Información al 31 de Diciembre de 2012								
IL TOMA DE DECISIONES								
País	Número de miembros de la Junta Directiva del Banco Central	Miembros Externos	Reuniones por Año en las que se decidió sobre la Tasa de Política Monetaria	Período del Presidente del Banco Central		Proceso de Toma de Decisiones		¿Se publica la votación?
				Era Fija	Coincide con el período del Presidente de la República (solo para Centro América y RD)	Por Votación	Por Consenso	
I. Centroamérica y República Dominicana								
Costa Rica	7	0	12	4	Si	X		No
Guatemala	5	7	0	4	No	X		No
Honduras	5	No existe IEPIN en votación, no es miembro del Directorio	8 (en 2012)	4	Si	X		No
Nicaragua	5	5	No aplica	5	Si	X		No
República Dominicana	9	8	12	2	Si	X		No
II. Sudamérica y México								
Brasil	8	No	8	Hay término fijo		X		Balanz de votos
Chile	6	No	8	7			X	n/d
China	5	No	12	5		X		Si
Colombia	7	No	12	4		X		Mayoría o por unanimidad
México	5	No	8	6			X	n/d
Perú	7	No	12	Término de Parlamento		X		No
III. Otros países								
Nueva Zelanda	Gobernador	n/d	8	5			Gobernador decide	n/d
Noruega	7	5	6	6			X	n/d
Reino Unido	9	4	12	5		X		Si
Suecia	6	No	6	6		X		Si

n/d = no disponible
Fuente: a) Bancos Centrales de Centroamérica y República Dominicana; y b) Bank of England, Centre for Central Banking Studies, Working Paper, State of the art of inflation targeting, 2012.

Toma de decisiones

- Los órganos directivos de los bancos centrales de la región tienen un promedio de 7 miembros y 8 los que han adoptado *IT*, uno más que el promedio mundial.
- Existe un fuerte componente de miembros externos.
- En Suramérica no existen miembros externos pero en economías avanzadas con *IT* sí.
- Número de reuniones para toma de decisión: 4-12.
- Período de presidencia del BC: 2-7.
- En Guatemala no coincide con la Presidencia de la República, en el resto de C.A. sí.
- Proceso de toma de decisiones por votación (Canadá, México y Noruega por consenso).
- No se publica la votación (sí se publica en Chile, Reino Unido y Suecia).

BANCOS CENTRALES DE CENTROAMÉRICA Y REPÚBLICA DOMINICANA

Información al 31 de Diciembre de 2012

III. TRANSPARENCIA Y RENDICIÓN DE CUENTAS

País	Carta Abierta Informando de Resultados de la Política Monetaria	Comparecencia del Presidente del BC ante el Congreso de la República	Conferencia de Prensa (CP) / Comunicado de Prensa (COP)	Se publican los minutos de las Sesiones de la Junta Directiva del Banco Central?	Informe de Inflación	Frecuencia anual	Informe de Estabilidad financiera	Se publica?
Costa Rica	No	Sí, en marzo de cada año	Sí, con Programa Macro y medidas de política adoptadas	No	Sí	2	No	No
Guatemala	No	Sí, dos veces al año	CP y COP	Sí, después de 4 semanas	Sí	3	Sí	No
Honduras	No	Sí, pero en la práctica se realiza por invitación del Congreso	COP, CP esporádicas	No	No	n.a.	Sí	Sí
Nicaragua	No	Sí, una vez al año.	CP y COP	No	Sí	12	No	No aplica
República Dominicana	No	No	COP	Sí	Sí	2	No	No

Fuente: Bancos Centrales

3. Cambios en la Estrategia de Control Monetario

- Países con IT:
 - Antes, liquidez Estructural y Programa Monetario;
 - La meta operativa de la política monetaria era el agregado monetario relevante.
 - Guatemala y Costa Rica centran su estrategia de control monetario en la realización de subastas de documentos *overnight*, con el objeto de lograr que la tasa de mercado de operaciones interbancarias a ese plazo se ubique conforme la tasa líder de la política monetaria
 - Se basa en el cálculo diario de la liquidez interbancaria. Falta en CR y en RD.

4. Transmisión de la Política Monetaria

- En esta sección se estima la transmisión de tasas de interés de política hacia tasas de mercado.
- La transmisión de tasas es de fundamental importancia para la efectividad de un esquema de metas explícitas de inflación, ya que de ello depende que se afecten las expectativas de los agentes económicos y por consiguiente la política monetaria tenga un impacto sobre la inflación y la producción.
- La transmisión de tasas de política es particularmente débil en el área centroamericana. En particular, Medina, Carrión-Menéndez y Frantischek (2011), Edwards (2012), FMI(2014).

Teoría

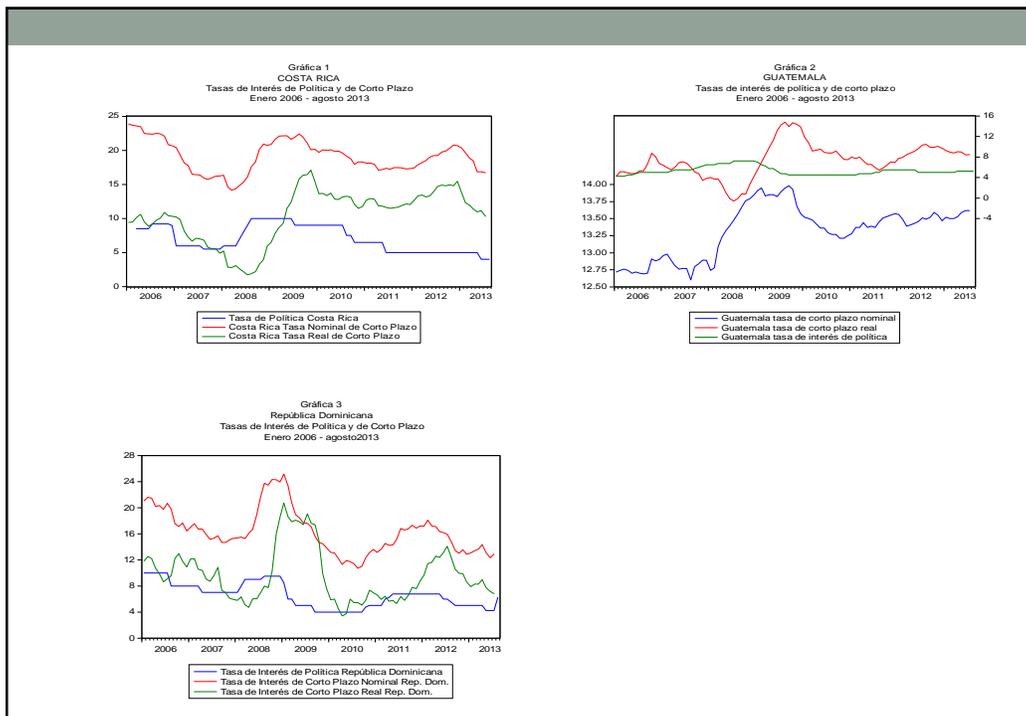
- Mishra, Montiel y Spilimbergo (2010): la transmisión monetaria es débil y poco confiable en países de bajo ingreso, con sistemas financieros rudimentarios y caracterizados por rigideces fiscales.
- Taylor (1993): la respuesta de la política monetaria, ante desvíos de la tasa de inflación con respecto a la meta, debe ser más que proporcional.
- Se busca afectar las tasas de interés reales, que son sobre las que los hogares y las firmas formulan sus expectativas y toman decisiones.
- La tasa de política debe impactar sobre la tasa de mercado de corto plazo, y éstas a su vez deberían impactar a las tasas del sistema financiero de más largo plazo, encadenadas a través de una curva de rendimiento.
- El objetivo es influir en el sistema financiero total para a su vez afectar las decisiones de producción, trabajo, inversión y consumo de los hogares y las firmas.

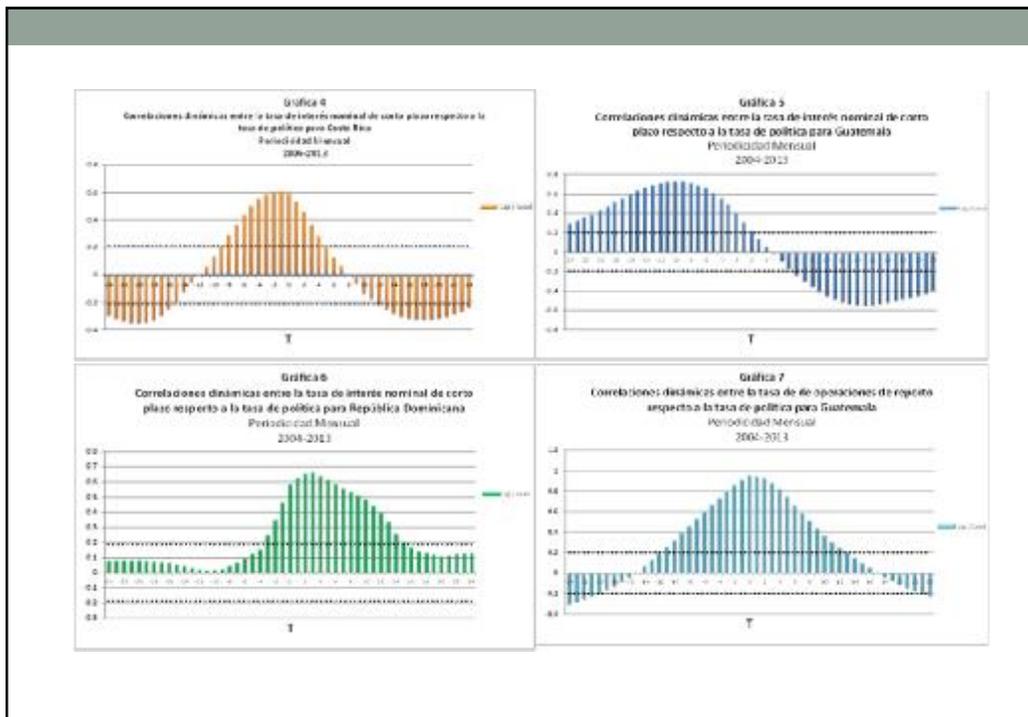
Teoría

- El primer eslabón es, por consiguiente, de suma importancia; si éste es débil la transmisión a otras tasas y su impacto sobre la economía también lo será y el banco central no será efectivo en la conducción de su política.
- Una transmisión de política monetaria fuerte y confiable es un ingrediente, por consiguiente, de suma importancia en un esquema de metas explícitas de inflación, tan importante como los otros que se han señalado a lo largo del trabajo.
- En este sentido, los países del área centroamericana que han adoptado este régimen de política deben contar con estudios que les permitan conocer las fortalezas y debilidades de su principal instrumento de política

Método

- Análisis gráfico.
- Correlaciones dinámicas.
- Causalidad de Granger.
- Funciones impulso-respuesta (descomposición de Choleski).
- Efecto traspaso de las tasas de interés.
- Determinantes de la brecha entre tasas de política y tasas de mercado.

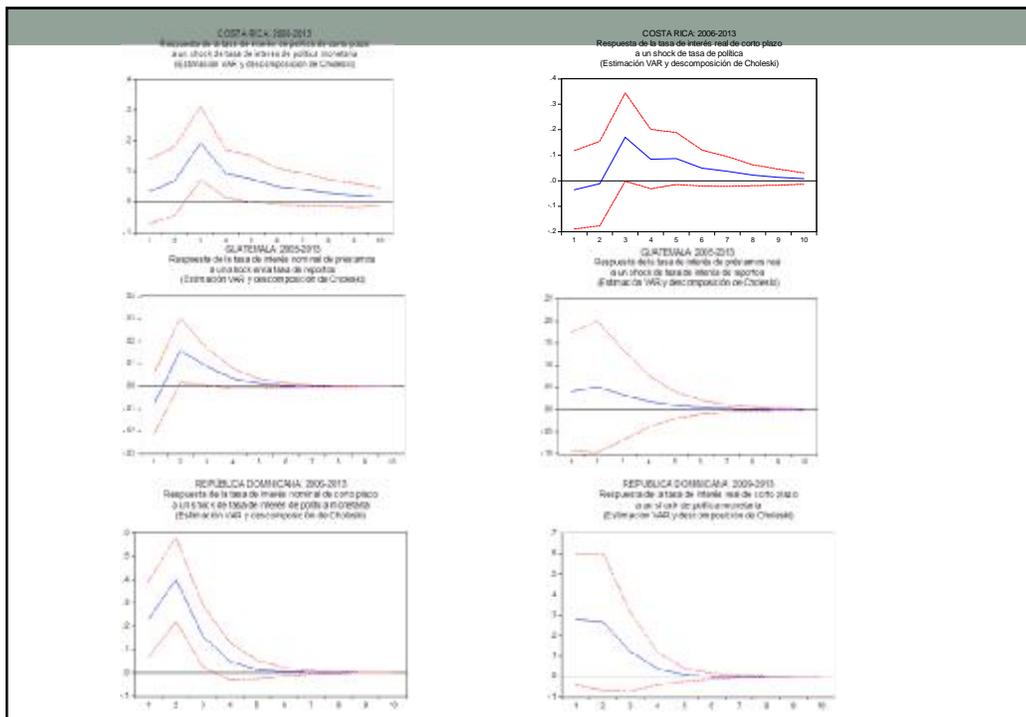




IV. Test de Causalidad de Granger entre tasas de corto plazo y tasa de política monetaria
Periodo 2003-2012

Choque	COSTA RICA		GUATEMALA		REPÚBLICA DOMINICANA	
	Rezagos	Causalidad/muestra	Rezagos	Causalidad/muestra	Rezagos	Causalidad/muestra
Tasa de interés nominal de corto plazo	2	Sí*** (2004-2013)	2	Sí*** (2004-2013)	2	Sí*** (2006-2013)
Tasa de interés real de corto plazo	2	Sí* (2004-2013)	2	NO	5	Sí* (2009-2013)

* Significativo al 1% ** Significativo al 5% *** Significativo al 10%



Para la cuantificación del efecto traspaso se estima la ecuación (1)

$$y_{it} = \sum_{k=1}^K \alpha_{ik} y_{it-k} + \sum_{k=0}^K \gamma_{ik} x_{it-k} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

En donde y_{it} es el cambio en la tasa de interés nominal de mercado y x_{it} es el cambio en la tasa de interés de política. El número de rezagos, K , se determinó utilizando los criterios de información mencionados arriba como guía.

La correlación de corto plazo se estima como el coeficiente del primer rezago de la tasa de interés de política ($k=1, \gamma_1$), y el efecto de largo plazo (ELP) se calcula con la ecuación (2).

$$ELP = \frac{\sum \gamma_{ik}}{1 - \sum \alpha_{ik}}$$

V. Correlaciones contemporáneas, de corto y largo plazo entre tasas de política y de mercado

	Economías Avanzadas*	Economías Emergentes *	Economías de Ingreso Bajo *	2006-2013	2007-2013	2006-2013
				Costa Rica	Guatemala	República Dominicana
Correlación Contemporánea	0.29	0.30	0.23	0.20	-0.03	0.34
Efecto de corto plazo	0.81	0.74	0.59	0.11	0.10	-0.09
Efecto de largo plazo	0.96	0.59	0.40	0.85	0.16	0.48

VI. Variable dependiente: brecha entre tasa de interés nominal de corto plazo y tasa de política
Período 2008.1 -2012.4
Observaciones Trimestrales

Variable	1	2	3	4	5	6
Concentración Bancaria	55.248*** (14.454)	55.248*** (15.027)	32.336** (17.409)	31.853** (16.444)	32.336 ** (15.864)	32.170** 16.234
Tamaño del Sector Financiero	1.232* (0.912)	1.232* (0.897)	-0.149 (0.474)	-0.102 (0.219)	0.149 (0.469)	-0.078 (0.211)
Calidad de las Instituciones (Índice de Transparencia)	-0.336 (1.247)	-0.336 (1.118)	0.214 (1.15)	-0.079 (0.636)	0.214 (1.096)	-0.163 (0.624)
Facilidad de Negocios	0.045* (0.034)	0.045* (0.037)	0.012 (0.047)	0.031* (0.027)	0.012 (0.037)	0.036* (0.027)
Régimen Cambiario	-3.346* (2.345)	-3.346** (2.026)	-4.116** (1.992)	-4.087*** (1.21)	4.116** (2.327)	-4.153*** (1.163)
Tendencia	0.078* (0.051)	0.078* (0.051)	0.145** (0.07)	0.161*** (0.043)	0.145** (0.067)	0.168*** (0.043)
Constante	11.494 (21.691)	11.494 (19.622)	26.684* (18.131)	25.132*** (9.68)	26.684* (19.802)	25.089*** (9.391)

Comentarios Finales

- La participación de los órganos directivos de los bancos centrales en el diseño y formulación de la política monetaria es determinante en la efectividad de la misma.
- En general, en la región hay avances importantes en la independencia de los bancos centrales.
- Sin embargo se observa una brecha con respecto a otros países emergentes y desarrollados, en cuanto a conformación del órgano directivo y procesos y requisitos de designación de sus directivos.
- Existen significativos avances en materia de transparencia y rendición de cuentas en los bancos centrales de la región son de fundamental importancia para acotar el actuar de sus órganos directivos, lo que permite y facilita el proceso de anclaje de las expectativas de inflación.
- Un trabajo importante también se ha hecho en cuanto a la implementación de modelos semiestructurales y estructurales de pronósticos de inflación de mediano plazo.

Comentarios Finales

- Sí existe evidencia clara y significativa de transmisión de tasas de política hacia tasas de interés nominales en los tres países.
- La evidencia de transmisión hacia tasas reales es más débil.
- En cuanto a la dinámica del efecto de los shocks de política sobre las tasas de mercado nominales, éstos operan con rezagos de hasta cuatro meses. Esto permite concluir que los shocks de política no tienen mucha persistencia.
- Por su parte, los shocks de política tienen un efecto débil sobre las tasas reales.

Comentarios Finales

- El efecto traspaso de tasas de política es bastante heterogéneo. El traspaso de corto plazo es débil. El traspaso de largo plazo es particularmente fuerte en Costa Rica.
- Se encontró que las variables que más contribuyen a la brecha entre la tasa de política y las de mercado son la concentración bancaria, el régimen cambiario y, de manera menos contundente, el clima de negocios (*Ease of Doing Business Index*).