

Riesgos Macro-Financieros de la Dolarización

Resumen de Investigación realizada por ANIF y el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) *

Integración financiera y el papel regional del FLAR

La integración financiera latinoamericana ha venido ganando importancia en los últimos años y, dentro de ella, dos instituciones financieras regionales han jugado papeles importantes, a saber: la CAF y el FLAR. La primera se ha convertido en un banco de desarrollo regional, con grandes aportes en los temas de infraestructura.

El FLAR ha jugado un valioso papel en materia de provisión de liquidez cuando sus miembros han tenido que enfrentar coyunturas de tensión financiera con potencial de alterar sus respectivas obligaciones de balanza de pagos; sin embargo, ha tenido un crecimiento más

limitado que CAF. De allí la importancia de pensar en convertir dicho FLAR en un verdadero Fondo Monetario Regional, tal como lo han venido argumentando multilaterales como el FMI, el G20 y diversos analistas.

Lograr una extensión de los apoyos de liquidez internacional hacia los países de América Central sería un gran logro en esta era de la globalización de los mercados financieros. No se trata simplemente de reaccionar a nivel político cuando se sienten vientos de proteccionismo comercial, sino de armar esquemas de financiamiento sólido pensando en las épocas de turbulencia

* La investigación completa se publicará al cierre de 2019.
E-mail: nvera@anif.com.co

financiera global, como la que está materializándose durante 2019-2020. Esto es particularmente relevante cuando se tienen varias economías dolarizadas en la región, ya que allí se carece de apoyos de “última instancia” en moneda nacional. Bajo estas circunstancias, esa liquidez en divisas la puede facilitar el FLAR a costos razonables aprovechando su posicionamiento internacional.

En efecto, la gran mayoría de los países miembros del FLAR se han beneficiado de sus apoyos de liquidez de emergencia (todos menos los dos miembros de adhesión más reciente). Frente a choques de menor magnitud, estas asistencias han resultado suficientes para paliar sus necesidades de financiamiento. Sin embargo, cuando dichos choques han sido de mayor magnitud, se ha recurrido a complementar sus recursos con apoyos del FMI-Banco Mundial. Pero aún bajo esta complementariedad, se observa que los recursos comprometidos por el FLAR han sido elevados, casi del 60% de dichas contribuciones de las multilaterales (ver Perry, 2014).

Prospectivamente, las bases institucionales del FLAR deben permitir ampliar su rol a nivel regional para salvaguardar la fuerte integración financiera de América Latina. Esto será aún más relevante en el actual contexto de riesgos derivados del ciclo de desaceleración global en 2019-2020 y de la elevada volatilidad de los términos de intercambio por cuenta de la guerra comercial internacional y de una compleja geopolítica, como la del Medio Oriente.

Todo lo anterior es particularmente relevante para América Central, Panamá y República Dominicana (región CAPARD), dados los desafíos propios derivados de los esquemas

de dolarización (total y parcial) que operan en varios de los países de la región. En la mayoría de los casos, la adopción de la dolarización proviene de períodos de hiperinflación-crisis financieras derivados del mal manejo de la política económica. Ello los forzó a buscar el ancla nominal del dólar, pensando, además, que esto facilitaría su integración (comercial y de capitales) con Estados Unidos.

Las ventajas conceptuales de un esquema de dolarización total provienen de: i) evitar las espirales inflacionarias y las maxi-devaluaciones, adoptando el dólar como “ancla nominal”; ii) mayor integración financiera-comercial con Estados Unidos, probablemente acarreando menores costos de financiamiento externo (vía menores primas de riesgo); iii) evitar los descalces cambiarios al interior del sistema financiero local, previniendo las crisis bancarias generadas por movimientos cambiarios abruptos; y iv) eliminar los ataques especulativos a la moneda local, en presencia de tasas de cambio fijas (estilo *currency boards*), los cuales generan graves costos financieros y de reservas internacionales.

No obstante, la dolarización total también implica sacrificios macroeconómicos (algo que parecen olvidar muchos analistas externos que ingenuamente opinan sobre Colombia desde la academia). El principal de ellos radica en renunciar al uso de la política monetaria-cambiaria contracíclica, debido a la conocida “trinidad imposible” (mantener la tasa de cambio fija, autonomía monetaria y libre movilidad de capitales), ver Calvo (2001). Ello es particularmente riesgoso cuando existen choques asimétricos entre el país “adoptante” y el país “ancla”, como lo evidencia la reciente experiencia de la periferia europea al interior de la unión mone-

taria del euro (agravada por la ausencia de uniones fiscales-bancarias).

Asimismo, la ausencia de una política monetaria-cambiaria independiente también tiene serias implicaciones sobre la función de prestamista de última instancia del Banco Central (o la institución que lo reemplace) en presencia de crisis-corridas bancarias. Bajo dicha situación es posible que las autoridades puedan proporcionar apoyos de liquidez de corto plazo (vía reservas internacionales) mediante un instrumento análogo a la “ventanilla de descuento”. Sin embargo, los límites cuantitativos de esas reservas internacionales y la imposibilidad de imprimir dinero limitan la política monetaria autónoma. Por ejemplo, se carece de seguros de depósitos (tipo Fogafín o FDIC), teniendo que recurrir al *seniority* en casos de quiebra bancaria (como ocurre en Panamá).

Este documento busca identificar los riesgos macro-financieros derivados de la dolarización (parcial o total) que caracteriza a las economías de América Central, incluyendo Panamá y República Dominicana (CAPARD). Prospectivamente, se deberán monitorear los potenciales efectos macro-financieros adversos derivados de la volatilidad financiera externa. En particular, se tienen riesgos de efectos compuestos negativos derivados de esquemas monetarios de dolarización: i) pérdida de competitividad en las exportaciones, dado el consabido fortalecimiento del dólar, del orden del 10% real durante 2015-2018, y con tendencia alcista; ii) mayores niveles de tasas de interés ante dicha mayor aversión al riesgo y refugios en activos seguros; y iii) potenciales *credit-crunches* en los sistemas financieros, dada la alta exposición externa de la región CAPARD. Allí el mismo FMI ha venido alertando

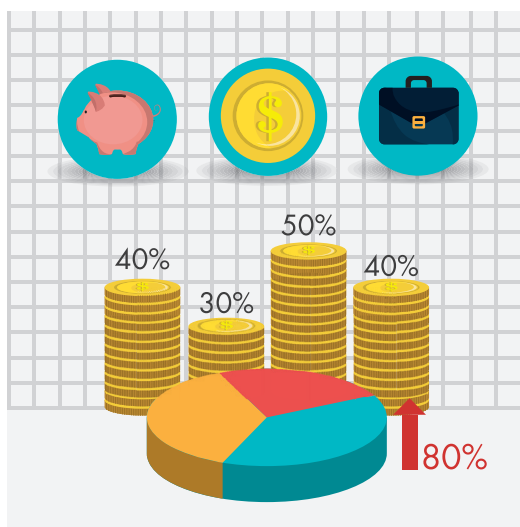
sobre la importancia de monitorear el ciclo crediticio en dichas economías y el papel de prestamista puente que puede jugar en el futuro el FLAR en la región (ver FMI, 2019a).

Construcción del Índice de Tensión Macro-Financiera (ITMF)

Con base en la caracterización macro-financiera de la región CAPARD, se construyó lo que hemos denominado un “Índice de Tensión Macro-Financiera” (ITMF), basado en variables macro-financieras clave (expansión del PIB-real, faltantes fiscales-externos, posición en moneda extranjera, descalces cambiarios en el sistema financiero, entre otras).

Dicha herramienta está compuesta por 9 indicadores macro-financieros, a saber: i) la brecha del Producto (relativa a su crecimiento potencial, medido por quinquenios); ii) la evolución (deltas o diferencias anuales) de los déficits fiscal y externo (cuenta corriente), con el fin de reflejar las implicaciones cambiarias y macro-financieras de los llamados déficits gemelos; iii) el *Assessing Reserve Adequacy*-ARA, incluyendo una métrica de la proporción adecuada de reservas internacionales, según lo establecido por el FMI; iv) el premio por ahorrar en moneda local (medido como un diferencial de tasas de interés entre el ahorro en moneda local y el ahorro en moneda extranjera), siendo este un indicador de devaluación-revaluación; v) la brecha de inflación (respecto a sus valores de largo plazo); vi) la expansión real de la cartera crediticia

(relativa al crecimiento del PIB-real), buscando capturar las amenazas de burbujas financieras; vii) la diferencia entre el grado de dolarización del activo (cartera) y el pasivo (depósitos) bancario, con mayores tensiones ante un nivel de dolarización más elevado por el lado del activo (tratando de identificar los riesgos de los descalces cambiarios en el balance del sistema financiero); y viii) la calidad de la cartera crediticia, medida a través del indicador tradicional [cartera vencida (a 90 días)/cartera total].



Para medir el nivel de tensión macro-financiera y agregar los resultados en un indicador, cada variable recibe una calificación en el rango comprendido entre “0” (riesgo nulo) y “2” (máxima alarma), graduando cada rubro por umbrales. Para realizar dicha graduación se utilizaron dos metodologías: i) graduación de umbrales exógena, respondiendo a la intuición económica, la cual nos arroja un “ITMF simplificado”; y ii) graduación de umbrales endógena, replicando la metodología empleada por Reinhart y Rogoff (2009) en el cálculo de episodios de crisis económicas, la cual nos arroja un “ITMF calibrado” (ver detalles en documento completo).

Nuestros ejercicios de *back-testing* muestran que el ITMF logra replicar adecuadamente el grado de tensión macro-financiera de los países analizados durante el período 2005-2018. Allí se evidencian, en términos generales, los siguientes períodos: i) marcadas tensiones durante la crisis financiera de Lehman en 2007-2009, con desaceleraciones económicas hacia valores promedio del 3.6% anual en la región CAPARD (vs. 6.2% anual en 2005-2006); ii) relativa moderación macro-financiera durante 2010-2016 (con expansiones promedio del 4.8% anual), gracias a los esfuerzos por reducir los desequilibrios fiscales (vía mejoras en recaudo tributario y control del gasto público, aunque todavía se requiere avanzar en reformas tributarias estructurales) y el alivio a las cuentas externas proveniente de los menores precios del petróleo (tras la destorcida minero-energética, siendo la región CAPARD importador neto) junto con las mayores transferencias por remesas (particularmente desde Estados Unidos); y iii) nuevamente tensiones macro-financieras durante 2017-2018 (con crecimientos económicos promedio de solo el 3.9% anual), dada la turbulencia financiera internacional y la política de normalización monetaria del Fed.

Todos estos indicadores (tanto en la metodología simplificada como en la calibrada) confluyen en un índice cuyo puntaje máximo es 18 puntos para economías no-dolarizadas (todos los indicadores en alerta máxima de “2”) y el mínimo de 0 puntos (todos los indicadores en alerta mínima de “0”). En el caso de las economías dolarizadas, el puntaje máximo será 14 puntos (dada la no inclusión de

variables cambiarias) y el mínimo de 0 puntos.

Para facilitar la lectura del índice, hemos homologado el nivel máximo de tensión a 100 puntos. Adicionalmente, se han determinado los grados de riesgo según el valor del índice de la siguiente manera: i) niveles de 0-40, “riesgo bajo”; ii) 41-60, “riesgo moderado”; iii) 61-80, “riesgo moderado-alto”; y iv) 81-100, “riesgo elevado”.

El ITMF simplificado aplicado a economías seleccionadas de América Central

Panamá

El ITMF (bajo la metodología simplificada) captura adecuadamente los tres picos de tensión macro-financiera observados en Panamá durante la última década (el primero en 2007-2008, el segundo en 2010-2011 y el tercero en 2014), ver gráfico 1. Allí se obser-

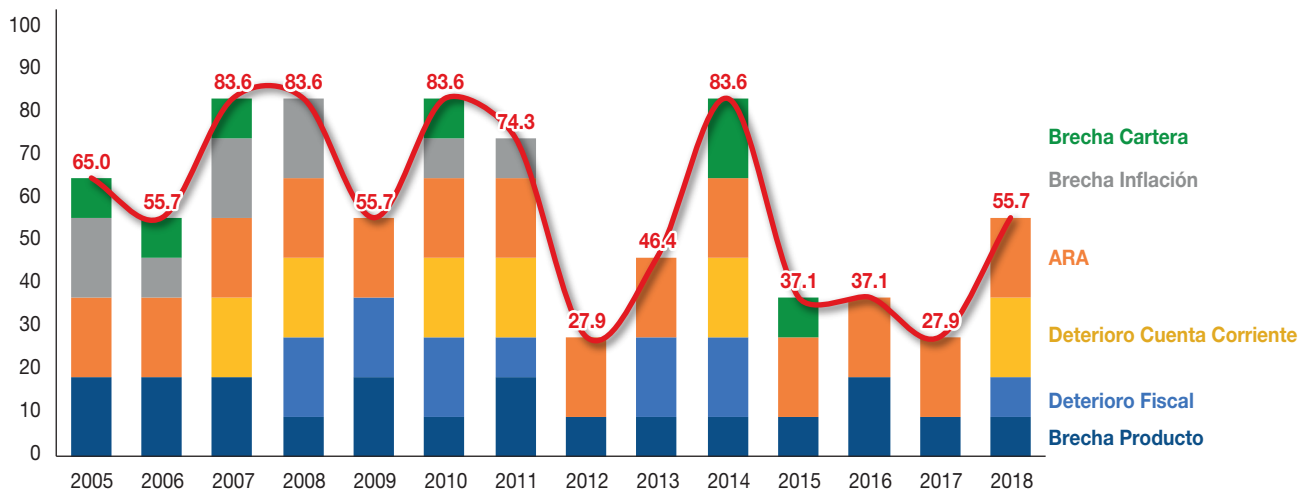
va cómo las tensiones han estado más ligadas a recalentamientos en el sector real-monetario (brecha del Producto e inflación) que a sobre-expansiones crediticias (con excepción de lo observado en 2014-2015). En efecto, aunque la cartera registró favorables expansiones promedio del 7.6% real anual durante la última década, ello tan solo superó en cerca de 0.5pp el crecimiento del PIB-real del 7.1%.

El primer episodio de tensión macro-financiera en Panamá abarcó el período del estallido de la crisis financiera internacional de Lehman, elevándose el ITMF (simplificado) desde el rango de “riesgo moderado” en 2006 hacia el rango de “riesgo elevado” durante 2007-2008. En el recrudecimiento de dichos riesgos pesaron: i) expansiones del PIB-real del 12.1% en 2007 y del 8.6% en 2008 (superando el potencial por quinquenios del 7.6% observado en ese entonces); ii) deterioros en su déficit de cuenta corriente hacia valores del -7% del PIB en 2007 y el -10.3% del PIB en 2008 (vs. niveles del -4% del PIB durante 2000-2005), donde dicho

deterioro externo obedeció principalmente a faltantes de ahorro privado (pues el déficit fiscal mostró incluso superávits del +3.1% del PIB en 2007 y del +0.4% del PIB en 2008); iii) los faltantes de reservas internacionales (históricamente bajas), con solo un 30% de reservas óptimas, de acuerdo con el ARA; iv) aceleraciones de la inflación a tasas promedio del 6.5% durante dicho período (vs. valores en el rango 1.5%-3.5% en años anteriores); y v) sobre-expansiones crediticias en 2007, creciendo la cartera a ritmos del 12.5% en 2007 (+0.4pp frente al PIB-real).

Al igual que lo ocurrido en la región, el estallido de la crisis de Lehman implicó ajustes en la economía panameña, haciendo reducir el ITMF (simplificado) hacia el techo del rango de “riesgo moderado” en 2009. Ello obedeció principalmente a correcciones en su déficit de cuenta corriente hacia valores del -0.8% del PIB en dicho año (vs. los mencionados picos del -10.3% del PIB de 2008) y a la moderación en su brecha de inflación.

Gráfico 1. Panamá: ITMF simplificado (0 mínimo riesgo, 100 máximo riesgo)



Fuente: cálculos Anif/FLAR con base en FMI, SECMCA y agencias estadísticas de cada país.

“La dolarización total implica sacrificios macro-económicos (algo que parecen olvidar muchos analistas externos que ingenuamente opinan sobre Colombia desde la academia). El principal de ellos radica en renunciar al uso de la política monetaria-cambiaria contracíclica, debido a la conocida “trinidad imposible” (mantener la tasa de cambio fija, autonomía monetaria y libre movilidad de capitales).”

El rápido rebote de la economía panameña pos-Lehman durante 2010-2011 hizo repuntar el ITMF (simplificado) nuevamente hacia la franja de “riesgo elevado” en 2010 y al techo del rango de “riesgo moderado-alto” en 2011. Allí se destacaron: i) las expansiones del PIB-real a tasas del 5.8%-11.8% en 2010-2011; ii) los deterioros en los déficits gemelos (fiscal-externo), llegando los faltantes fiscales al -1.7%-1.8% del PIB en 2010-2011 (vs. -0.9% del PIB en 2009) y los faltantes externos al -10.3%-12.6% del PIB en 2010-2011 (vs. -0.8% del PIB); iii) las bajas reservas internacionales, con solo el 20%-24% de reservas óptimas en 2010-2011; iv) los brotes de inflación, llegando a niveles del 4.9%-6.3% en 2010-2011; y v) los sobre-calentamientos crediticios de 2010, donde la cartera registró expansiones del 6.4% (+0.7pp frente al PIB-real).

Posteriormente, en el período 2012-2013, el ITMF (simplificado) retornó a las franjas de “riesgo bajo” y “riesgo moderado”. Ello se debió a: i) una relativa moderación del crecimiento económico hacia expansiones del PIB-real del 9.2% en 2012 y el 6.6% en 2013, después de los recalentamientos del 11.8% de 2011; ii) la corrección en el déficit de cuenta corriente hacia el -9% y el -10% del PIB en 2012-2013 (vs. -12.6% del PIB en 2011); y iii) la convergencia de la inflación hacia niveles del 4.6% en 2012 y el 3.7% en 2013 (vs. 6.3% de 2011).

El tercer pico de tensión señalado por el ITMF (simplificado) ocurrió en 2014, elevándose el índice al rango de “riesgo elevado”. Allí se recrudecieron los riesgos referentes a: i) el deterioro de la cuenta corriente hacia déficits del -13.1% del PIB

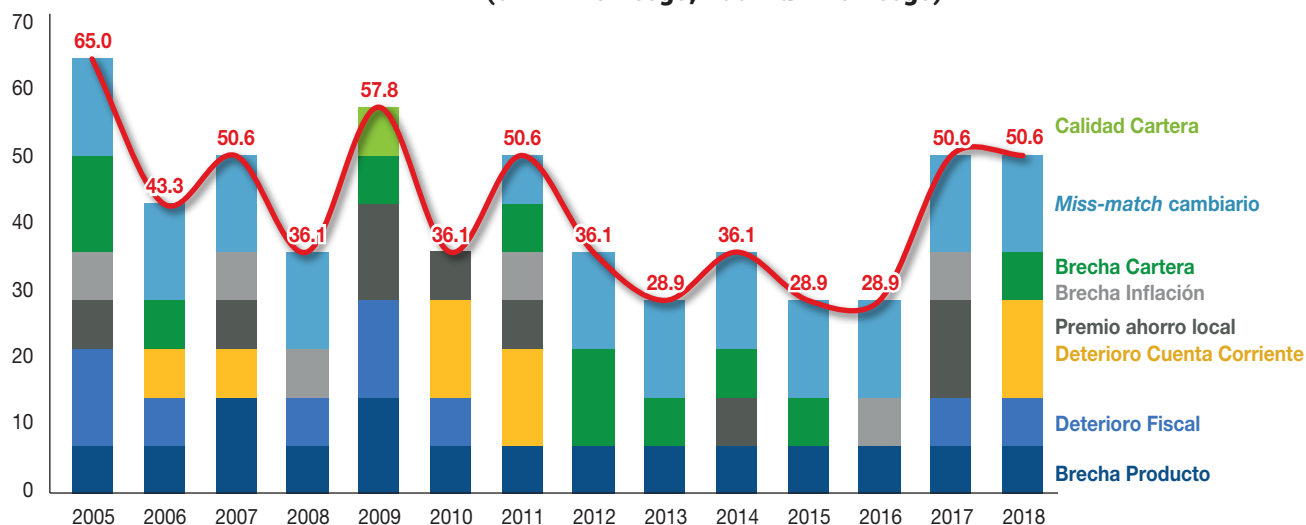
en 2014 (pese a venir de elevados niveles del -9.4% del PIB en 2013); y ii) las fuertes sobre-expansiones de la cartera crediticia, con crecimientos récord del +28.7% real anual en 2014 (+22.6pp frente al PIB-real).

En los años siguientes 2015-2017, el indicador mostró menores alertas de riesgos macro-financieros, ubicándose en el rango de “riesgo bajo”. Allí se lograron apaciguar las preocupaciones relacionadas con: i) las cuentas fiscales, reduciéndose el déficit hacia el -1.6% del PIB en 2017 (incluso registrando un superávit primario del +0.1% del PIB); y ii) las sobre-expansiones de la cartera crediticia, moderándose hacia crecimientos del 2.5%-3% real anual en 2015-2017 (tras el pico del 28.7% de 2014).

Para 2018, el índice habría mostrado una mayor tensión macro-financiera, escalando hacia el techo de la franja de “riesgo moderado”. Ello es el resultado de preocupaciones adicionales en cabeza de: i) el mayor déficit fiscal, llegando a niveles del -2% del PIB en 2018 (vs. -1.6% del PIB en 2017), donde se dio mayor laxitud de la Regla Fiscal; y ii) el mayor déficit de la cuenta corriente, llegando al -7% del PIB en 2018 (vs. -4.9% en 2017), por cuenta del deterioro de la balanza comercial de bienes y menores flujos de inversión extranjera de portafolio durante los primeros trimestres de 2018.

Prospectivamente, se deberán monitorear: i) los efectos sobre el crecimiento económico de la terminación de la ampliación del Canal de Panamá, con potenciales ganancias en comercio-turismo; ii) las históricamente bajas reservas internacionales, explicando la tensión

**Gráfico 2. Guatemala: ITMF simplificado
(0 mínimo riesgo, 100 máximo riesgo)**



Fuente: cálculos Anif/FLAR con base en FMI, SECMCA y agencias estadísticas de cada país.

agregada vía el indicador ARA; iii) la tendencia de deterioro en la calidad de la cartera, aunque aún se tienen niveles relativamente sanos del 2.3% en 2018 (vs. 1.6% en 2017); y iv) los efectos del recrudecimiento de las tensiones de volatilidad externa.

Guatemala

El ITMF logra una adecuada lectura del desempeño macro-financiero de Guatemala en la última década, donde su economía se caracteriza por favorables fundamentales macro-económicos frente a los promedios regionales. Nótese cómo el ITMF captura las tensiones del período de crisis financiera en 2007-2009, ubicándose en el rango de “riesgo moderado” (con algo de alivio en 2008, cuando la economía empezaba a mostrar señales de desaceleración); y las mayores preocupaciones de los años recientes 2017-2018, también situándose en el rango de “riesgo moderado” (ver gráfico 2).

A nivel estructural, las tensiones macro-financieras en Guatemala han provenido en los últimos años de: i) brecha del Producto, promediando desviaciones de su promedio quinquenal de 1pp por año; ii) sobre-expansiones crediticias, con crecimientos de la cartera del 5% real anual en el período de análisis (+1.4pp frente al PIB-real), aunque cabe mencionar que el atenuante de esto proviene de una alta solidez de su sistema financiero en términos de calidad de la cartera, provisiones y solvencia; y iii) moderados descalces cambiarios en el balance bancario (35% de los créditos en moneda extranjera vs. 29% de los depósitos en moneda extranjera).

Durante el año pico de tensión macro-financiera de 2009, las presiones provinieron de: i) crecimientos del PIB-real de solo el 0.5% anual (vs. el promedio quinquenal del 3.7%); ii) mayores faltantes fiscales, con un déficit del -3.1% del PIB (vs. los niveles del -1.4%-2%

del PIB de los años anteriores); iii) prima de ahorro en moneda local (-6.9%, mostrando marcadas presiones de devaluación); iv) recalentamiento crediticio, con expansiones de la cartera del 3.3% real anual (+2.7pp frente al PIB-real); y v) leves deterioros de la calidad crediticia, alcanzando indicadores de morosidad del 2.7% (vs. el 2% de los años anteriores).

Posteriormente, la adecuada institucionalidad fiscal y monetaria de Guatemala (en cabeza de un BCG aplicando el esquema de Inflación Objetivo) le permitió suavizar el ciclo económico durante 2010-2016, descendiendo el ITMF simplificado al rango de “riesgo bajo” (con excepción del año 2011, donde se ubicó en el rango de “riesgo moderado”). Allí cabe resaltar: i) la convergencia de la inflación hacia la meta de largo plazo del BCG del 3%-5% desde 2012 (vs. los picos del 9% de 2007-2008), pesando la corrección en el precio de *commodities* energéticos (al ser Guatemala

RIESGOS MACRO-FINANCIEROS DE LA DOLARIZACIÓN

un importador de materias primas); y iii) menores déficits gemelos, logrando reducir sus lecturas hacia el -1.1% del PIB en el déficit fiscal en 2016 e incluso llegando a superávits del +1.5% del PIB en su cuenta corriente.

Sin embargo, esas correcciones en los déficits gemelos se han estancado recientemente, llevando el índice simplificado nuevamente hacia el rango de “riesgo moderado” en 2017-2018, aunque vale la pena resaltar que resultan ser las cifras más alentadoras de la región CAPARD. En particular, en el frente fiscal, el déficit se ha mantenido en valores del -1.3%-1.4% del PIB en dicho período (vs. el mencionado -1.1% del PIB de 2016), consistente con superávits primarios del +0.1% del PIB (vs. +0.4% del PIB); y en el frente externo, se ha mantenido un superávit del 1%-1.5% del PIB (similar a lo observado en 2016). Adicionalmente, en 2018, a lo anterior se unieron nuevos riesgos en cabeza de las sobre-expansiones crediticias, con un crecimiento de la

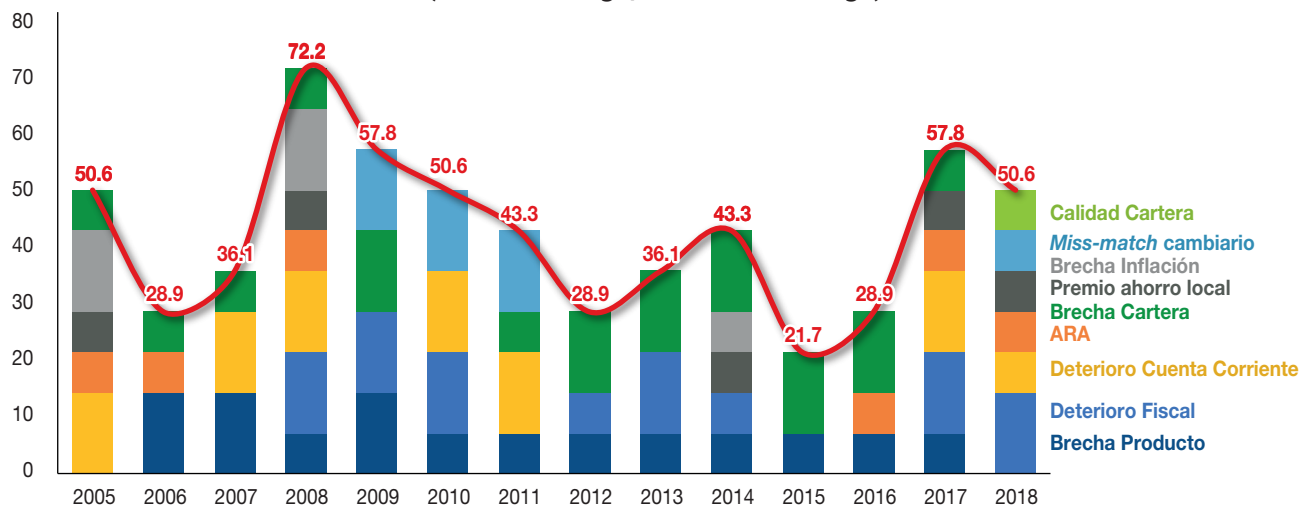
cartera del 5.1% real anual (+2.4pp frente al PIB-real), aunque cabe mencionar que se venía de bajas expansiones crediticias del 0.7% real anual en 2017.

Costa Rica

El ITMF (bajo la metodología simplificada) captura dos picos de tensión macro-financiera en la historia reciente de Costa Rica. El primero, y más preocupante de ellos, coincidió con la crisis financiera global derivada del colapso de Lehman Brothers en 2007-2008, y el segundo se dio en 2017, cuando se deterioraron significativamente los déficits gemelos (fiscal-externo) del país. A lo largo de la última década, los focos estructurales de preocupación para la economía costarricense han girado en torno a desbalances de la brecha del Producto (explicados principalmente por recalentamientos respecto a su potencial), deterioros de los déficits gemelos (fiscal-externo) y los sobre-calentamientos crediticios (ver gráfico 3).

Como mencionamos anteriormente, el período de mayor tensión macro-financiera para Costa Rica se dio en 2008, donde pesaron preocupaciones por: i) los menores crecimientos del PIB-real, registrando expansiones del 4.7% en dicho período (vs. 5.4% del potencial por quinquenios); ii) el deterioro fiscal, con un déficit del -0.3% del PIB en 2008 (frente a los superávits del +0.3% del PIB en 2007); iii) el deterioro de la cuenta corriente, registrando déficits del -8.4% del PIB en 2008 (vs. -5.6% del PIB en 2007); iv) las bajas reservas internacionales, con el 90% de reservas óptimas (vs. 100% en 2007), según el indicador ARA; v) el menor premio por ahorrar en moneda local (advirtiendo un diferencial de tasas a favor del ahorro en moneda extranjera), llegando dicho indicador al -0.3% en 2008 (vs. +2.5% en 2007); vi) los mayores registros de inflación, llegando al 13.9% en 2008 (vs. 11.2% del promedio quinquenal); y vii) las sobre-expansiones crediticias, con crecimientos del 9.6% real anual en 2008 (+5pp frente al crecimiento del PIB-real).

Gráfico 3. Costa Rica: ITMF simplificado (0 mínimo riesgo, 100 máximo riesgo)



Fuente: cálculos Anif/FLAR con base en FMI, SECMCA y agencias estadísticas de cada país.

Posterior al momento de máxima tensión (2008), siguieron años de estabilización macro-financiera, descendiendo el ITMF simplificado el rango de “riesgo moderado” en 2009-2011 y al de “riesgo bajo” en 2012-2016 (aunque con algunos ligeros repuntes hacia el rango de “riesgo moderado” en 2014). Estos menores niveles de tensión se explican en gran medida por el acuerdo de *Stand-By* con el FMI, posterior a la crisis de 2008. De esta manera, la economía costarricense logró estabilizarse en los siguientes años, reduciendo los descalces al interior de las entidades bancarias (llegando a diferencias cuasi-nulas entre el activo y el pasivo en moneda extranjera en 2016) y el déficit de cuenta corriente (a niveles del -2.3% del PIB en 2016 vs. los máximos históricos del -8.4% del PIB de 2008).

Al margen de la menor tensión macro-financiera de 2009-2016, se presentaron algunas alarmas principalmente por parte de: i) la volatilidad del PIB-real (desviándose en +/- 0.25pp de su promedio quinquenal); ii) los faltantes fiscales, con déficits promedio del -5% del PIB en el período de referencia; y iii) las sobre-expansiones crediticias (exceptuando el año 2010), con crecimientos promedio del 8.5% real anual en 2009-2016 (+6pp frente al crecimiento del PIB-real).

En el año 2017 se presentó el segundo episodio de mayor tensión en la historia reciente de Costa Rica. En efecto, el ITMF simplificado se elevó hacia el techo del rango de “riesgo moderado”. Allí confluyeron nuevos elementos de alerta por parte de: i) deterioros fiscales, llegando a déficits del -6.3% del PIB en 2017 (vs. -5.3% del PIB en 2016), con una deuda externa escalando del 43% del

PIB hasta el 49% del PIB entre 2016-2017; ii) deterioros externos, con déficits en la cuenta corriente del -2.9% del PIB en 2017 (vs. -2.3% del PIB en 2016), a pesar de las presiones devaluacionistas y una política monetaria contractiva (elementos que llevaron al Banco Central de Costa Rica a emitir una solicitud de apoyo al FLAR por US\$1.000 millones para subsanar el déficit de la balanza de pagos); y iii) el menor premio por ahorrar en moneda local, descendiendo al -0.3% en 2017 (vs. +0.7% en 2016), en línea con las devaluaciones anteriormente mencionadas.

Para 2018, el índice simplificado mostró un ligero descenso, aunque

se mantuvo en el rango de “riesgo moderado”. Ello gracias a que: i) el crecimiento económico convergió a sus niveles potenciales (3.3% en 2018 vs. 3.4% en el promedio quinquenal); y ii) la expansión de la cartera crediticia se moderó hacia el 2.8% real anual en 2018 (-0.5pp frente al PIB-real). No obstante, se empezaron a observar visos de riesgos por cuenta de: i) deterioro de la calidad crediticia, aunque aún ubicándose la relación cartera vencida/cartera total en niveles del 3.1% en 2018 (vs. 2.4% en 2017); y ii) descalces cambiarios en los balances de las entidades financieras (39% de los créditos en moneda extranjera vs. 44% de los depósitos en moneda extranjera). 

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Calvo G. (2001), “Capital Markets and the Exchange Rate, with Special Reference to the Dollarization Debate in Latin America”, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 33, No. 2, Part 2.
- FMI (2018a), “Guatemala: Article IV Consultation”, IMF Country Report No. 18/154, junio de 2018.
- FMI (2018b), “Costa Rica: Financial Sector Stability Review”, IMF Country Report No. 18/80, abril de 2018.
- FMI (2019a), “Credit Cycle and Capital Buffers in Central America, Panama, and the Dominican Republic”, IMF Working Paper No. 19/39, febrero de 2019.
- FMI (2019b), “Panama: Article IV Consultation”, IMF Country Report No. 19/11, enero de 2019.
- Perry G. (2014), “Introducción”, *Construyendo un Fondo Latinoamericano de Reservas: Los 35 años del FLAR*, FLAR.