



Recuadro I: Políticas Macropрудenciales

Introducción

En julio de 2024, la agencia calificadora de riesgo Moody's anunció la mejora en la calificación crediticia de Paraguay, pasando de Ba1 a Baa3, con perspectiva estable, con lo que se alcanzó el grado de inversión por primera vez en la historia. Este logro podría significar condiciones de acceso y tasas de interés más favorables para el financiamiento del sector público y privado, como así también, una mayor inversión extranjera. Sin embargo, un crecimiento excesivo y volátil de estos flujos podría eventualmente generar vulnerabilidades en el sistema financiero. En este sentido, las medidas macropрудenciales han sido clave para mitigar los riesgos asociados a la volatilidad de los flujos de capitales.

La política macropрудencial es aquella que utiliza instrumentos prudenciales para limitar el riesgo sistémico, el cual podría interrumpir la prestación de servicios financieros debido a un deterioro del sistema financiero, lo que puede incidir negativamente en la economía real. Al mitigar los riesgos sistémicos, la política macropрудencial busca reducir, en última instancia, la frecuencia y la gravedad de las crisis financieras.

El objetivo de este recuadro es analizar el marco conceptual de las políticas macropрудenciales y su relación con otras políticas. Luego, se estudia su tipología, la experiencia regional y la efectividad de las medidas aplicadas para contener las vulnerabilidades externas. Finalmente, se analizan las medidas aplicadas en Paraguay y los desafíos que enfrenta el país ante la posibilidad de mayores in-flujos de capitales en un contexto de país con grado de inversión.

Marco conceptual y su relación con otras políticas regulatorias

En el diseño del marco de políticas para la estabilidad financiera, las medidas macropрудenciales se establecen como herramientas complementarias, no sustitutas, de otras políticas económicas. Su objetivo principal es mitigar los riesgos sistémicos que amenazan la estabilidad del sistema financiero, a diferencia de la política microprudencial, que se centra en la solidez individual de las instituciones financieras.

Por otra parte, los controles de capital están diseñados para limitar, en la escala o composición, los flujos de capitales externos, pudiendo superponerse con las medidas macropрудenciales, cuando estos flujos generan vulnerabilidades sistémicas. La aplicación de estas herramientas exige una coordinación precisa para evitar tensiones y mejorar la efectividad regulatoria.

Política microprudencial y macropрудencial

La supervisión microprudencial se centra en proteger a cada institución financiera limitando su exposición excesiva al riesgo. Sin embargo, la crisis financiera del 2008 ha revelado que la estabilidad de las instituciones individuales no basta para asegurar la estabilidad general del sistema financiero. En respuesta, tanto los formuladores de políticas como los académicos han desarrollado un enfoque complementario de supervisión macropрудencial para abordar esta limitación.

Las políticas macropрудencial y microprudencial desempeñan roles complementarios en la estabilidad del sistema financiero. Mientras la política microprudencial se enfoca en la solidez de cada institución financiera (monitoreo de abajo hacia arriba), gestionando riesgos individuales como crédito, liquidez y descalses de plazos, con regulaciones específicas y supervisión especializada. Por su parte, el enfoque macropрудencial busca la estabilidad del sistema financiero en su conjunto (monitoreo de arriba hacia abajo), previniendo crisis sistémicas derivadas de contagios o de shocks externos -como fluctuaciones abruptas en los flujos de capitales- con regulaciones adicionales para entidades clave y coordinación entre autoridades (tabla I.1).

En cuanto a la gobernanza, la política macropрудencial tiene la capacidad de controlar el riesgo sistémico mediante la emisión de alertas a las autoridades correspondientes o incentivando la adopción de medidas adecuadas. Si se logra este objetivo, el entorno en el que operan las distintas entidades financieras se vuelve más estable, lo cual, a su vez, facilita la implementación de las políticas por parte del supervisor microprudencial. Por ejemplo, en países como Chile y México se crearon Consejos de Estabilidad Financiera,

los cuales reúnen a los principales actores, como los bancos centrales, los ministerios de hacienda y los supervisores financieros, con el objetivo de identificar y analizar riesgos para la estabilidad financiera, coordinar a las autoridades supervisoras y reguladoras, y promover políticas públicas que fortalezcan el sistema financiero.

Tabla I.1
Perspectivas microprudenciales, macroprudenciales, y controles de capital

	Micro prudencial	Macro prudencial	Controles de Capital
Objetivo	Resiliencia individual de entidades financieras	Estabilidad del sistema financiero	Limitar los flujos de capital externo
Riesgos y vulnerabilidades	Idiosincráticos: Riesgo de crédito, de liquidez, operacional, descalces excesivos de plazos y monedas	Sistémicos: Riesgo de contagio, shocks externos, desbalances de liquidez, crecimiento del crédito excesivo	Externo: Exposición a reversiones súbitas de flujos, burbujas en activos locales y desbalances cambiarios.
Monitoreo	De abajo hacia arriba, en términos de instituciones individuales	De arriba hacia abajo, en términos de una visión sistémica	
Instrumentos prudenciales	Requerimientos específicos para cada entidad financiera	Requerimientos adicionales para grupos sistémicos o de relevancia	Impuestos a los flujos de capitales,
Gobernanza	Supervisor especializado	Coordinación entre autoridades macroprudenciales (principalmente bancos centrales y supervisores)	Coordinación entre banco central, reguladores financieros y autoridades fiscales.

Fuente: ESRB (2014), FMI (2012).

Nota: Moneda extranjera (ME)

Política de control de capitales

Las medidas macroprudenciales y los controles de capital comparten el objetivo de estabilizar el sistema financiero, pero difieren en su enfoque y herramientas. Los controles de capital son medidas que regulan las transacciones financieras entre residentes y no residentes, limitando por ejemplo la entrada o salida masiva de capitales. En cambio, las políticas macroprudenciales restringen el endeudamiento de los agentes nacionales sin importar si el crédito proviene del exterior o del país (Korinek & Sandri, 2015).

Los controles de capital tienen como objetivo limitar o modificar la composición de los flujos de capital para reducir riesgos externos, con el fin de controlar la volatilidad del tipo de cambio, y minimizar el impacto de interrupciones o reversiones abruptas de estos flujos de capitales sobre la estabilidad financiera. En tanto, las políticas macroprudenciales se centran generalmente en gestionar el rápido crecimiento del crédito (una consecuencia común de los grandes flujos de capital), que, si no se atiende adecuadamente o si se vuelve excesivo, puede poner en peligro la estabilidad tanto de la macroeconomía como del sistema financiero.

Medidas macroprudenciales y experiencia regional

Las vulnerabilidades externas se refieren a condiciones económicas y financieras que incrementan la exposición del sistema financiero a riesgos sistémicos originados fuera de su ámbito directo, como crisis globales, shocks geopolíticos, volatilidad en los mercados internacionales o contagio financiero proveniente del exterior. Para hacer frente a estos riesgos, las autoridades implementan medidas macroprudenciales, con el objetivo de proteger la solidez del sistema financiero en su conjunto.

Por un lado, las medidas macroprudenciales utilizadas para reducir la exposición cambiaria y la dolarización incluyen límites al descalce de monedas y a la posición en derivados, encajes más elevados para depósitos en moneda extranjera, mayores requisitos de liquidez a corto plazo en divisas, entre otros. Estas medidas han sido aplicadas por varios países de la región con el objetivo de desincentivar la dolarización financiera y lograr reducir la exposición a la volatilidad del tipo de cambio (ver Recuadro II).

Por otro lado, las medidas macroprudenciales adoptadas para moderar la exposición a la volatilidad de los flujos de capital incluyen mayores encajes a depósitos de no residentes para desincentivar entradas especulativas de capitales, límites a pasivos externos de corto plazo para reducir el endeudamiento volátil, límites a inversiones de no residentes en determinados instrumentos (por ejemplo, compra-venta de títulos de los bancos centrales) y restricciones para acceder al mercado de divisas, de modo a controlar presiones sobre el tipo de cambio.

Los países de la región han implementado diversas medidas macroprudenciales para mitigar los riesgos



provenientes del exterior, específicamente para moderar la volatilidad de los flujos de capitales.

Tabla I.2
Medidas macroprudenciales aplicadas por países de la región

Objetivo General	Objetivos específicos	Medidas
Reducir las vulnerabilidades externas	Reducción de la exposición cambiaria y de la dolarización	Límites al descalce de monedas
		Mayores encajes a pasivos externos de corto plazo
		Ponderación más alta para créditos en ME a agentes no generadores
		Límites a las posiciones netas en derivados en ME
	Moderar la exposición a la volatilidad de los flujos de capitales	Mayores requisitos de liquidez a corto plazo en ME
		Mayores encajes a depósitos de no residentes
		Encaje no remunerado y límites a los préstamos externos de corto plazo
		Límites a la inversión de los no residentes en determinados instrumentos y mercados
Reducir las vulnerabilidades internas (Basilea III)	Cobertura y gestión de riesgos	Límites para acceder al mercado de divisas
		Provisión dinámica o anticíclica para préstamos incobrables
		Coefficiente de cobertura de liquidez (LCR)
		Colchón de conservación de capital
		Coefficiente de financiación estable neta (NSFR)
Coefficiente de apalancamiento		

Fuente: Bortz, P. (2023). Choy, M. & Chang, G. (2014).

Nota: Moneda Extranjera (ME).

Por un lado, algunos países aplicaron límites para créditos a no residentes. En el caso de *Uruguay*, se resolvió que las instituciones financieras podrían asumir riesgos crediticios a corto plazo (hasta 30 días) con cada entidad financiera no residente o conjunto económico, según estos límites: a) hasta el 35% del patrimonio neto para instituciones calificadas en categorías A-, A y A+ o equivalentes; b) hasta el 50% para instituciones en categorías AA-, AA, AA+ y AAA o equivalentes.

De igual manera, *Chile* implementó límites a los créditos a no residentes y a otros tipos de inversiones en el extranjero. Las empresas bancarias podrían efectuar inversiones financieras en el exterior hasta un monto equivalente al: a) 70% del Patrimonio Efectivo (PE) para la suma de inversiones en instrumentos de alta calidad más créditos al exterior; b) 20% del PE para la suma de inversiones en instrumentos de menor calidad crediticia

más créditos a no residentes con mayor riesgo relativo de incumplimiento.

Respecto a los límites al financiamiento externo, en *Chile*, donde se recibieron fuertes flujos de capitales a mediano y largo plazo en el periodo 1990-1997, se implementó un encaje a la entrada de capitales externos. Desde el 2020, la tasa es del 3,6% (igual al de los depósitos) a las obligaciones con el exterior pactadas hasta 1 año de plazo, y de 0% a las de mayor plazo.

Por su parte, *Colombia* recibió una fuerte entrada de capitales en el periodo 2006-2007, razón por la cual se aplicó un encaje a los bonos en ME emitidos en el exterior. Actualmente, el encaje es del 2,5% para plazos menores a 1,5 años.

Por otra parte, *Perú* aplicó encajes progresivos a pasivos externos de corto plazo distintos a los depósitos (hasta 75% en 2010) para desincentivar el financiamiento volátil, logrando reducir la proporción de estas obligaciones a corto plazo. Además, como medida adicional, Perú implementó un encaje diferenciado para depósitos de no residentes, con la finalidad de desincentivar el ingreso de capitales especulativos de corto plazo. La adopción de políticas macroeconómicas y las medidas macroprudenciales aplicadas en Perú lograron reducir de manera significativa la dolarización tanto de los depósitos como de los créditos. Como resultado, el país pasó de registrar un grado de dolarización de los créditos del 82% a finales de los años noventa a un 23% en febrero de 2025.

Medidas aplicadas en Paraguay

En el caso de Paraguay, se han aplicado algunas medidas prudenciales para contener las vulnerabilidades externas. Por un lado, el BCP ha venido aplicando un límite a la exposición cambiaria de los bancos desde el año 2007. La posición neta en moneda extranjera se mide respecto al patrimonio efectivo, que no puede superar ciertos porcentajes en base a categorías (tabla I.3).

Además, la posición operacional neta diaria de divisas¹ cuenta con un límite de hasta USD 10 millones, tanto para la sobrecompra como para la sobreventa.

¹ Esta posición se define como la variación de la posición agregada neta en ME experimentada de un día a otro.



Por otra parte, las operaciones *forward* de divisas² se encuentran limitadas para residentes y no residentes. En el primer caso, no puede superar el menor valor entre dos veces el promedio diario del volumen de operaciones cambiarias de los últimos tres meses, ni el 80% del patrimonio efectivo (PE) del mes anterior. Para no residentes, el límite no puede superar el 10% del PE del mes anterior arbitrado a dólares, y no se permiten operaciones con sucursales extranjeras de la misma entidad en el extranjero.

Tabla I.3
Límites a la posición neta en ME

Categoría	Rango de Posición Neta
A	Pasiva de 10% hasta activa de 15%
B	Activa de 40% hasta activa de 50%
C	Activa de 90% hasta activa de 100%

Fuente: Resolución N°23, Acta N° 62 del 26/12/24.

Otra medida que ha sido implementada en Paraguay es el límite a créditos a no residentes de manera individual. Los créditos otorgados por un banco o financiera a otra entidad bancaria o financiera del exterior, así como los depósitos constituidos en alguna de ellas, no podrán exceder el 20% del PE. Además, los créditos, contingentes y arrendamientos financieros que un banco otorgue a una persona física o jurídica residente en el exterior, excluyendo a las entidades financieras mencionadas, no pueden exceder una suma equivalente al 5% de su PE por cada cliente.

Tabla I.4
Encaje diferenciado por tipo de moneda

Depósitos	Tasas de encaje legal (en %)			
	Vista	De 2 hasta 360 días	De 361 hasta 540 días	De 541 días y más
Guaraníes	18	18	0	0
Dólares	24	24	16,5	0

Fuente: Resolución N°30 y N°31, del 28/09/12.

El encaje diferenciado por tipo de moneda es otra medida aplicada en Paraguay. En moneda nacional, se establece un encaje de 18% para los depósitos a la vista y hasta 360 días, mientras que en moneda extranjera se

fija en 24%. Para mayores plazos, la tasa de encaje en dólares se reduce y se vuelve nula desde 541 días o más.

Consideraciones finales

El logro de Paraguay de alcanzar el grado de inversión refleja la estabilidad económica del país y su compromiso con una gestión macroeconómica responsable. Paraguay ha logrado avances significativos gracias al crecimiento sostenido, la diversificación económica, la inversión en infraestructura y las reformas estructurales. El Banco Central ha desempeñado un papel clave con la implementación exitosa del esquema de metas de inflación y una regulación y supervisión financiera eficaz.

En el periodo reciente, el BCP ha actualizado las normas del mercado financiero para alinearlas con el nuevo estatus de grado de inversión del país. Entre los cambios, se menciona el ajuste de las regulaciones sobre la emisión, custodia y negociación de títulos de deuda pública, que permitirá a inversores no residentes adquirir títulos de deuda pública a través de bancos custodios globales o locales (bancos, financieras y casas de bolsa), lo que facilitará el acceso al mercado local y fortalecerá su liquidez considerando que los títulos pueden ser negociados en el mercado secundario.

Por otro lado, se modificaron los límites para ciertas operaciones cambiarias, lo cual permitirá a las entidades financieras ofrecer una mayor cobertura a sus clientes frente a las fluctuaciones del tipo de cambio. Otra medida muy importante es la incorporación del *forward de commodities*³, que consiste en una herramienta que ayudará a las empresas a reducir el impacto de la volatilidad en los precios de productos agrícolas, energéticos y metales.

Con estas actualizaciones, el BCP busca fortalecer la estabilidad y competitividad del mercado financiero, adaptándolo a los estándares internacionales y generando un entorno más sólido y atractivo para los flujos de capitales externos. Sin embargo, sería conveniente considerar otros tipos de medidas macroprudenciales que, en caso de necesidad, ayuden a mitigar los riesgos derivados de flujos volátiles de capitales externos.

² Esta medida consiste en un contrato entre dos partes que se comprometen a intercambiar una cantidad específica de monedas en una fecha futura, utilizando un tipo de cambio previamente acordado. Su finalidad es gestionar el riesgo asociado a las variaciones del tipo de cambio: quien vende en ME se protege ante una posible

apreciación de la MN, mientras que quien los compra se resguarda frente a una eventual depreciación de dicha moneda.

³ Esta operación fue autorizada por Resolución N° 26, Acta N° 62 del 26/12/24.



Referencias bibliográficas

Banco Central Europeo (2014). Micro- versus macro-prudential supervision: Potential differences, tensions and complementarities. Financial Stability Review.

Banco Central de Reserva de Perú (2007). Reporte de Inflación, septiembre. La cobertura cambiaria: los *forwards* de divisas. Recuadro 10.

Borio, C. (2003). Towards a macroprudential framework for financial supervision and regulation. BIS Working Paper N° 128.

Bortz, P. (2023). Políticas macroprudenciales en América Latina. CEPAL. Del libro: Apertura financiera, fragilidad financiera y políticas para la estabilidad económica: un análisis comparativo entre regiones del mundo en desarrollo.

Choy M. y Chang G. (2014). Medidas macroprudenciales aplicadas en el Perú. Revista Estudios Económicos. Banco Central de la Reserva de Perú.

European Systemic Risk Board – ESRB (2014). Flagship Report on Macro-prudential policy in the banking sector.

Habermeier, K., Kokenyne, A., & Baba, C. (2011). The effectiveness of capital control and prudential policies in managing large inflows. IMF Staff Discussion Note No. SDN/11/14. Fondo Monetario Internacional.

IMF (2011). Macroprudential policy: and organizing framework.

IMF (2012) “The Liberalization and Management of Capital Flows—An Institutional View,” IMF Policy Paper.

IMF (2014). Staff guidance note on macroprudential policy.

Jácome, L. (2013). Política Macroprudencial: en qué consiste y cómo ponerla en práctica. Boletín del CEMLA. Abril-junio de 2013.

Korinek, A. & Sandri, D. (2015). Capital Controls or Macroprudential Regulation? IMF Working Paper.

Osinski, J., Seal, K., & Hoogduin, L. (2013). Macroprudential and microprudential policies: Toward cohabitation. Staff Discussion Note No. SDN/13/05. IMF.

Warwick Commission (2009). Macro-prudential and MicroPrudential Regulation. University of Warwick.