



PRESENTACIÓN

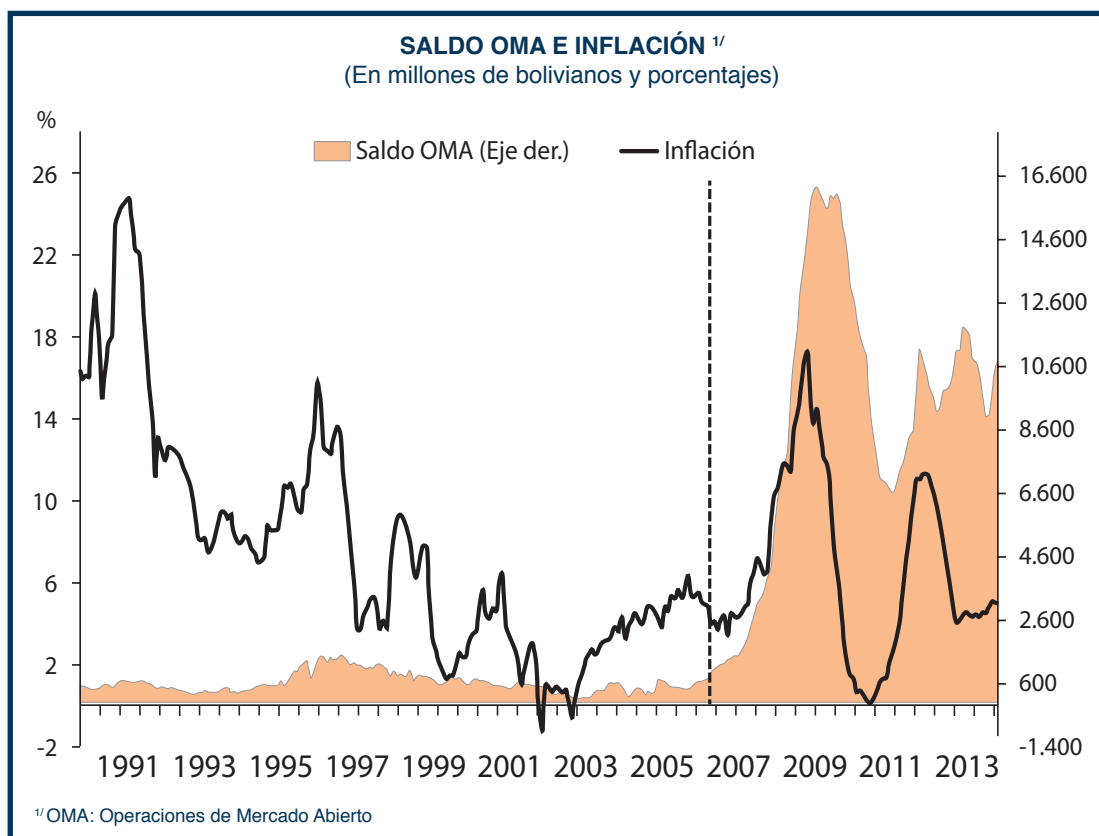
El Boletín Informativo del Banco Central de Bolivia (BCB) es una publicación mensual especializada en temas de política monetaria y cambiaria, reservas internacionales, bolivianización, ley de servicios financieros, crecimiento económico, inflación y otros temas relevantes para la economía nacional.

El Boletín Informativo del BCB pretende mantener actualizada e informada a la población sobre temas de interés en el ámbito del manejo económico del país.

Luego de noviembre de la gestión 2008, el Boletín Informativo del BCB vuelve a circulación con la publicación del presente número, marcando así una Nueva Época que tiene como principal objetivo el de coadyuvar al desarrollo económico y social del país a través de la investigación científica y el análisis.

El régimen monetario boliviano y las metas cuantitativas

El mecanismo de cantidades con el que se instrumenta la política monetaria actualmente en Bolivia permite una eficiente coordinación con la política fiscal y tiene en cuenta el desempeño del sector externo.



El régimen monetario actual permite al BCB inyectar fuertes cantidades de recursos cuando la economía lo requiere o recoger fuertes cantidades de liquidez sin afectar de forma sustancial a las tasas de interés y a la actividad económica.

“El régimen de metas de inflación no previno la crisis financiera, ni menos proveyó estímulos suficientes a la economía para salir de la crisis”

(Bini Smaghi).

En el caso de Bolivia, la instrumentación de la política monetaria se realiza vía cantidades. Se establecen metas cuantitativas que constituyen un elemento central de la prudencia de la autoridad fiscal y su compromiso de preservar la estabilidad macroeconómica.

Las proyecciones y metas se establecen en un trabajo coordinado entre el BCB y Ministerio de Economía y Finanzas Públicas que culmina con la firma de un acuerdo en el que se explicitan los objetivos de crecimiento e inflación para una determinada gestión, junto con las metas intermedias de cantidad.

Las metas cuantitativas en la política monetaria de Bolivia

En el caso de Bolivia, la instrumentación de la política monetaria se realiza vía cantidades. Es decir, se establecen metas cuantitativas que constituyen un elemento central de la prudencia de la autoridad fiscal y su compromiso de preservar la estabilidad macroeconómica, lo que es muy relevante sobre todo en un contexto de ingresos elevados. Esto permite al BCB inyectar fuertes cantidades de recursos cuando la economía lo requiere o recoger fuertes cantidades de liquidez sin afectar de forma sustancial a las tasas de interés y a la actividad económica. Este régimen contrasta al de metas explícitas de inflación que según varios analistas no previno la crisis financiera, ni menos proveyó estímulos suficientes a la economía para salir de la crisis, lo que implicó que varios países en el mundo abandonaron el régimen de metas de inflación y optaron por migrar a metas cuantitativas.

La instrumentación de la política monetaria a través del enfoque de Metas Explícitas de Inflación (MEI) sostiene que, con tipos de cambio y otros precios libremente determinados por el mercado, es suficiente la fijación de las tasas de política monetaria por parte del banco central para que la economía se mueva en la dirección adecuada. Este enfoque ganó consenso hasta mediados de la década pasada, atribuyéndole el descenso de la inflación, sin considerar que ésta disminuyó en casi todos los países incluyendo los que utilizaban regímenes monetarios distintos.

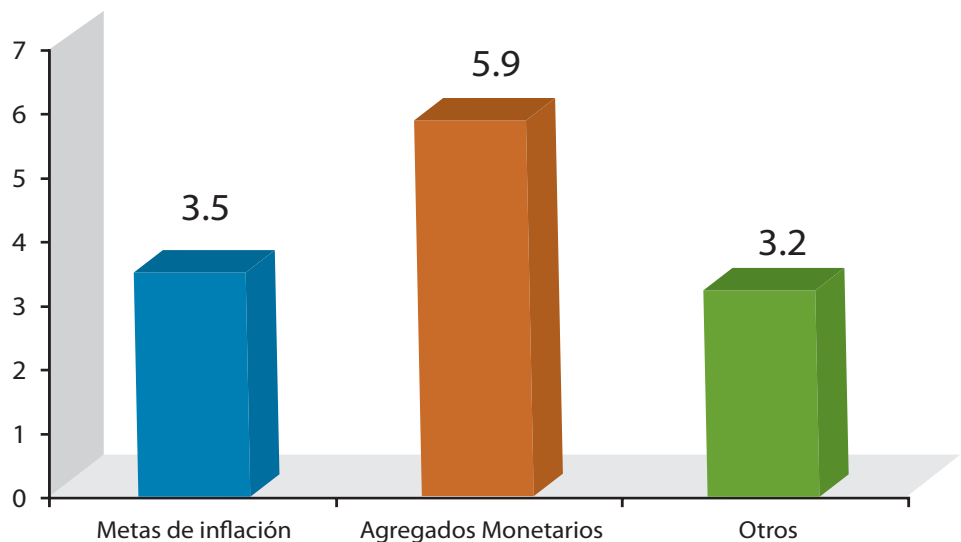
Las recientes crisis han puesto de manifiesto las debilidades que tienen los regímenes con MEI para dinamizar la actividad económica a través de su principal instrumento, la tasa de interés de política monetaria.

En efecto, durante la crisis de 2008-2009, varios bancos centrales situaron sus tasas

cercanas a cero pero no lograron alcanzar su objetivo, por lo que tuvieron que recurrir a impulsos cuantitativos que no se ajustaban a las directrices establecidas por el régimen de MEI.

Además, el crecimiento promedio alcanzado en el periodo 2006- 2012 por los países con MEI fue menor respecto de aquellos que empleaban agregados monetarios (Gráfico 1).

GRÁFICO 1: CRECIMIENTO PROMEDIO DEL PIB 2005-2012 SEGÚN REGÍMEN MONETARIO (En porcentaje)



Fuente: FMI
Elaboración: BCB

Estos resultados menoscaban la hipótesis sobre la superioridad de la instrumentación vía MEI y respaldan la efectividad de la utilización de instrumentos no convencionales. Por otra parte, la evidencia empírica muestra que en un régimen de MEI la transmisión de la política monetaria a la actividad económica toma al menos 18 meses, tiempo que no ayuda a mitigar y/o contrarrestar choques negativos de corto plazo en la economía.

Bini Smaghi (2013) señala que “el régimen de metas de inflación no previno la crisis financiera, ni menos proveyó estímulos suficientes a la economía para salir de la crisis”. En este sentido, varios países en el mundo abandonaron el régimen de metas de inflación y optaron por migrar a metas cuantitativas, comportamiento que no fue ajeno a los países de la región.¹ Asimismo,

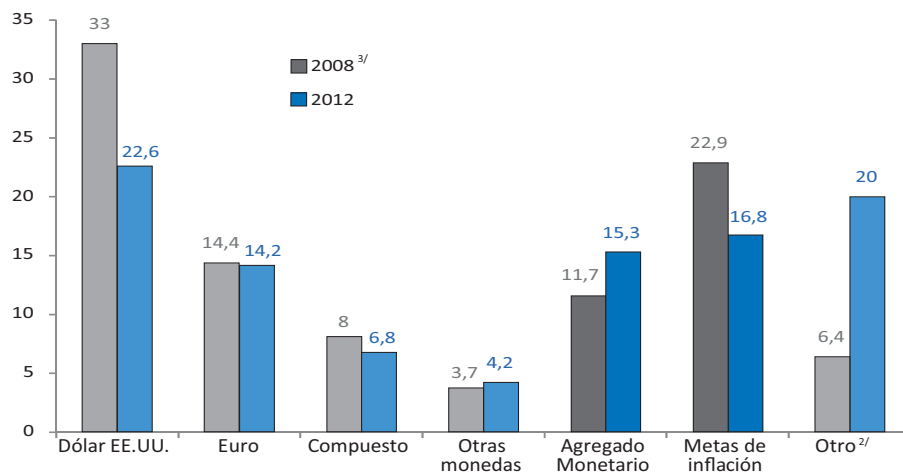
según el informe anual del FMI de clasificación de regímenes cambiarios de 2012, entre 2008 y 2012, el porcentaje de países que usaron metas de inflación bajó de 23% a 17%, mientras que el porcentaje de países con metas cuantitativas aumentó de 12% a 15% (Gráfico 2). De esta manera, el enfoque cuantitativo parece ser, en la actualidad, la dirección que varios países están siguiendo en procura de mejorar la eficiencia de las políticas macroeconómicas.

En el caso de Bolivia, la instrumentación se realiza vía cantidades, empero con modificaciones importantes a partir de 2006, por lo que está muy lejos de la concepción teórica y práctica que impulsaron los ajustes que el FMI diseñó para el país en el pasado. Recordemos que los programas con el FMI eran condición insalvable para obtener

financiamiento externo concesional, por lo que eliminar el exceso de gasto público sobre los ingresos para mejorar la posición de las reservas internacionales era una recomendación que siempre estaba presente en los programas con este Organismo.

En la actualidad, Bolivia dispone de uno de los niveles de reservas en porcentaje del PIB más alto a nivel mundial, además el sector público no requiere de estas ventanillas de financiamiento por los sucesivos superávits que acumuló.

GRÁFICO 2: MARCO DE POLÍTICA MONETARIA Y ANCLA DE TIPO DE CAMBIO 2008 y 2012
(Porcentaje de países a finales de abril de cada año)^{1/}



Fuente: FMI, *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*, 2012.

Elaboración: BCB – Asesoría de Política Económica

Notas: ^{1/} Incluye a 187 países miembros y 3 territorios

^{2/} Incluye a países que explícitamente no han adoptado un ancla nominal

^{3/} No incluye a Kosovo y Tuvalu

Las identidades contables cuantitativas permiten clarificar las relaciones entre los diferentes sectores de la economía, son el principio de la compilación estadística a nivel internacional y ponen de manifiesto la importancia de la coordinación. En efecto, la coordinación de las políticas monetaria, cambiaria y fiscal en un programa macroeconómico coherente es fundamental para la estabilidad macroeconómica y el desarrollo económico y social. En este sentido, la Constitución Política del Estado (CPE) aprobada en 2009 dispone en varios artículos la necesidad de la coordinación de las políticas monetaria y cambiaria con el Órgano Ejecutivo.

A continuación, se resumen los aspectos

más relevantes de la instrumentación en Bolivia con metas cuantitativas:

- Se establecen metas cuantitativas expresadas en límites máximos (mínimos) al déficit (superávit) fiscal, a la expansión (contracción) del financiamiento interno total al Sector Público No Financiero (SPNF), del Crédito Interno Neto del Banco Central de Bolivia (BCB) al SPNF (CIN al SPNF) y del Crédito Interno Neto Total del BCB (CIN).
- Las tres primeras metas constituyen un elemento central de la prudencia de la autoridad fiscal y su compromiso de preservar la estabilidad macroeconómica, lo que es muy

relevante sobre todo en un contexto de ingresos elevados.

- Considerando la importancia del crecimiento de la inversión, se incluyen ajustes a las metas permitiendo una mayor expansión del sector público cuando se debe a incrementos en la inversión pública.
- El CIN incorpora además el crédito neto al resto del sistema financiero, por lo que la meta establecida para esta variable se constituye en una guía para regular la liquidez en circunstancias de fuerte crecimiento de la actividad económica, de los ingresos y del ahorro privado.
- Con carácter referencial se establecen metas para las reservas internacionales netas (RIN), lo que sirve para anclar el CIN permitiendo la flexibilidad necesaria en el crecimiento de la emisión monetaria que en los últimos años ha estado explicado en gran parte por el proceso de bolivianización de la economía.
- En las actuales circunstancias en que la política monetaria cuenta con un espacio cada vez más importante gracias a la profundización del proceso de bolivianización, el régimen de metas cuantitativas es muy efectivo como mecanismo contracíclico. En efecto, cuando la economía estaba dolarizada y las Operaciones de Mercado Abierto (OMA) se hacían en dólares, la decisión de inyectar liquidez implicaba perder las escasas RIN que entonces se disponían, lo que limitaba su uso para contrarrestar los efectos adversos de los ciclos económicos. En la actualidad, esta capacidad se ha recuperado y el BCB puede inyectar fuertes cantidades de recursos cuando la economía lo requiere, como ocurrió a fines de 2008 y en 2009 generando el descenso

INDICADORES ECONÓMICOS

	Jul 2012	Jul 2013		Jul 2012	Jul 2013
Inflación acumulada (%)	2,35	2,86	Reservas internacionales netas BCB (millones de US\$)	12.748	14.311
Tipo de cambio oficial de venta	6,96	6,96	Emisión monetaria (en millones de Bs)	28.506	31.888
Tipo de cambio oficial de compra	6,86	6,86	Depósitos Sistema Financiero (en millones de Bs)	79.666	94.715
Tasa de interés activa en MN (%)	12,41	12,33	Créditos Sistema Financiero (en millones de Bs)	66.776	79.965
Tasa de interés pasiva en MN (%)	1,94	2,06	Bolivianización de depósitos (%)	68,30	73,83
Tasa Libor a 6 meses (%)	0,73	0,40	Bolivianización de créditos (%)	75,18	84,81

pronunciado de las tasas y el fuerte incremento del crédito. Estos aspectos explican en gran parte el crecimiento de Bolivia en 2009, el más alto de la región en medio de la recesión en la mayor parte del mundo como resultado de la crisis financiera internacional.

- En el sentido inverso, cuando se requiere retirar liquidez, el mecanismo también es muy efectivo en complementariedad con el encaje legal, comisiones por flujos de capitales externos, posición de cambios, previsiones, OMA directas y otros instrumentos. En la práctica ha permitido recoger fuertes cantidades de liquidez sin afectar de forma sustancial a las tasas de interés y a la actividad económica.
- Asimismo, permite formalizar la coordinación entre las autoridades fiscal y monetaria. En efecto, las proyecciones y metas se establecen en un trabajo coordinado entre el BCB y Ministerio de Economía y Finanzas Públicas (MEFP) que culmina con la firma de un acuerdo en el que se explicitan los objetivos de crecimiento e inflación para una determinada gestión, junto con las metas intermedias de cantidad,

En la actualidad, el BCB puede inyectar fuertes cantidades de recursos cuando la economía lo requiere, como ocurrió a fines de 2008 y en 2009 generando el descenso pronunciado de las tasas y el fuerte incremento del crédito.

en cuya dirección suman esfuerzos las mencionadas autoridades.²

- Se destaca la soberanía en el diseño de políticas macroeconómicas. Además, este acuerdo se firma en presencia de la prensa y es divulgado a la población. La subordinación con Organismos Internacionales y los acuerdos confidenciales con éstos han quedado en el pasado.

Esta forma de instrumentar la política macroeconómica en Bolivia ha permitido implementar medidas monetarias, cambiarias y fiscales contracíclicas, así como fortalecer la economía para enfrentar con solvencia choques internos y externos. Otro aspecto destacable es que permite la complementariedad con herramientas heterodoxas. Por ejemplo, la diferenciación del encaje legal por monedas y la compensación por colocación de crédito productivo logró efectos positivos en la economía al permitir la profundización de la bolivianización y el mayor dinamismo del crédito, al mismo tiempo que coadyuvó a regular la liquidez.

En síntesis, el mecanismo de cantidades con el que se instrumenta la política monetaria actualmente en Bolivia permite una eficiente

coordinación con la política fiscal y tiene en cuenta el desempeño del sector externo, lo que es relevante en toda circunstancia, pero sobre todo cuando el SPNF ha adquirido un rol más importante en la economía -como ocurre hoy en día en Bolivia- y cuando las crisis económicas internacionales se han vuelto más recurrentes y persistentes. Blanchard et al. (2013) mencionan que después de la crisis económica-financiera internacional de 2008 – 2009, que afectó marcadamente a la actividad real, es necesario reformular la política macroeconómica. En lo que concierne a la política monetaria, ésta no sólo debería fijar un objetivo de inflación, sino también debe tomar en cuenta la consistencia con la política fiscal y las condiciones externas.

Bibliografía

- Bini Smaghi, L. (2013). "Who killed the inflation target?". En "Is inflation targeting dead? Central Banking after the Crisis" Editado por Reichlin, Lucrezia y Baldwin. Centre for Economic Policy Research, 2013.
- Blanchard, O.; Dell'Ariccia, G. y Mauro, P. (2013). "Rethinking Macro Policy II: Getting Granular". IMF Staff Discussion Note N°13/03.

Notas

1. Por ejemplo, en julio de 2013 Uruguay adoptó una instrumentación vía cantidades en lugar de tasas.
2. El acuerdo se denomina Decisión de Ejecución del Programa Fiscal Financiero y es suscrito entre el MEFP y BCB a principios de cada año.



6^{to} encuentro de

ECONOMISTAS DE BOLIVIA

Tarija, 24 y 25 de octubre de 2013

“Nuevos paradigmas de la política económica”



www.bcb.gov.bo

Línea gratuita: 800-10-2023

Calle Ayacucho esquina Mercado
Tel: (591-2) 2409090 • Fax: (591-2) 2406614 • Casilla: 3118 • bancocentraldebolivia@bcb.gov.bo
La Paz - Bolivia