



BANCO CENTRAL DE BOLIVIA

Volumen I

**SOBERANÍA MONETARIA,
ESTABILIDAD MACROECONÓMICA Y
DESARROLLO ECONÓMICO Y SOCIAL**

El BCB 90 años
contribuyendo al desarrollo económico del país



**Soberanía Monetaria, Estabilidad Macroeconómica
y Desarrollo Económico y Social**

Volumen I:

Soberanía Monetaria, Estabilidad Macroeconómica
y Desarrollo Económico y Social

**Soberanía Monetaria,
Estabilidad Macroeconómica y
Desarrollo Económico y Social**

Banco Central de Bolivia
Asesoría de Política Económica

Prólogo

Tengo el agrado de presentar los tres volúmenes que forman parte del Libro “Soberanía Monetaria, Estabilidad Macroeconómica y Desarrollo Económico y Social”. Se trata de una publicación dedicada al noventa aniversario del Banco Central de Bolivia (BCB) y autorizada por nuestro Directorio.

Constituye un libro de texto, elaborado por profesionales de la Asesoría de Política Económica del BCB, que explica las profundas transformaciones en la concepción, diseño y ejecución de las políticas económicas adoptadas por el ente emisor desde la vigencia del Nuevo Modelo Económico Social Comunitario Productivo en Bolivia a partir del año 2006. El Nuevo Modelo determinó profundas modificaciones en la vida política, económica, social e institucional de Bolivia, destacándose los alcances de un Nuevo Estado con mayor participación en los procesos de planificación, regulación, producción, distribución y promoción de la actividad económica.

Las políticas del BCB estuvieron a la altura de estos cambios, destacándose por su contraciclicidad al contrarrestar adecuadamente los efectos adversos de los ciclos económicos, su heterodoxia al emplear una instrumentación que difiere de los esquemas convencionales pero se ajusta de mejor manera a nuestra realidad económica y por su efectividad al haber alcanzado resultados sobresalientes respecto a lo hecho en Bolivia en el pasado y a lo alcanzado por otros países de la región en el periodo de análisis. Adicionalmente, se destaca que la estabilidad de precios dejó de ser un fin en sí mismo para convertirse de forma explícita en un medio que permite alcanzar el desarrollo económico y social; además, la coordinación estrecha de políticas entre el órgano ejecutivo y el ente emisor, constituye también una característica distintiva de los últimos años; en esa línea, otro cambio trascendental fue la formulación y ejecución soberana de políticas, eliminando la injerencia externa prevaleciente hasta antes de 2006. De este modo, la coordinación soberana de las políticas monetaria, cambiaria y fiscal, alineada con los objetivos de crecimiento económico, estabilidad de precios y desarrollo social lograron resultados destacables que son importantes de documentar.

Por tanto, esta publicación se constituye en un importante aporte que documenta las políticas implementadas y los resultados alcanzados, con un análisis riguroso, empleando instrumental cuantitativo y amplia información estadística. El esfuerzo realizado por los autores para sustentar el análisis con ejercicios econométricos y una rigurosa revisión del estado del arte en los temas analizados, hace de estos documentos una referencia útil para el público en general interesado en las temáticas abordadas y, sobre todo, para estudiantes e investigadores económicos. Asimismo,

llena un vacío en la literatura convencional que pregonaba una instrumentación diferente de las políticas monetaria y cambiaria y, al mismo tiempo, destaca los mejores resultados alcanzados en Bolivia, explica las causas para la obtención de dichos resultados, aborda cabalmente las singularidades de la economía boliviana y los desafíos a los que se enfrentó en los últimos años.

En este sentido, el lector encontrará en estos libros un importante aporte al análisis serio y actualizado en temas económicos, elemento necesario para un verdadero debate reflexivo, no solo sobre la coyuntura actual del país, sino también sobre el crecimiento y desarrollo económico y social de largo plazo.

Pablo Ramos Sánchez
PRESIDENTE
BANCO CENTRAL DE BOLIVIA

1. Introducción

El año 2006 marcó el inicio de un cambio profundo en la vida política, económica, social e institucional de Bolivia, estableciéndose las bases del nuevo Modelo Económico Social Comunitario Productivo, el mismo que se consolidaría en los siguientes años. Se llevó a cabo una serie de transformaciones importantes en todos los ámbitos y, en particular, en las políticas económicas del Estado, incluidas las del Banco Central de Bolivia (BCB).

La Constitución Política del Estado (CPE) de 2009 formalizó los alcances de un Nuevo Estado, determinándose para el conjunto de instituciones del país y para el ente emisor en particular, un nuevo marco referencial y desafíos por asumir. El texto constitucional marcó una nueva etapa en la vida institucional del BCB; ratificó el nuevo objetivo del BCB que ya había sido definido con anterioridad en el Plan Estratégico Institucional (PEI) de la autoridad monetaria: “(...) *En el marco de la política económica del Estado, es función del Banco Central de Bolivia mantener la estabilidad del poder adquisitivo interno de la moneda, para contribuir al desarrollo económico y social.*” Es decir, la estabilidad de precios dejó de ser un objetivo en sí mismo y se convirtió en un medio para el desarrollo económico y social.

Concordante con lo anterior, el BCB realizó importantes transformaciones desde 2006. Una de ellas fue la instauración del principio de soberanía en el diseño y ejecución de políticas económicas que, bajo la nueva Constitución, eliminó la injerencia externa prevaleciente hasta antes de 2006. Otro aspecto fue la coordinación estrecha de políticas con el órgano ejecutivo, a fin de que la autoridad monetaria acompañe las directrices nacionales y proporcione un impulso adicional a éstas, generándose también retroalimentaciones a sus propias acciones.

Aspectos adicionales de trascendencia fueron la orientación contracíclica y el enfoque heterodoxo de sus políticas, siendo un aspecto de relevancia el que las políticas mitiguen los efectos adversos de los ciclos económicos y, con ese fin, empleen un conjunto amplio de instrumentos que posibilitaron un mayor alcance y efectividad de las mismas. Finalmente, otro elemento importante fue el transformar al BCB en una entidad más inclusiva y transparente, haciendo partícipe a la población de las acciones ejecutadas por el ente emisor.

Bajo el nuevo mandato, las políticas del BCB tuvieron importantes modificaciones que trajeron consigo ganancias sustanciales en diferentes dimensiones. Se introdujeron cambios conceptuales en la orientación de las políticas monetaria y cambiaria respecto al esquema seguido en los años previos a 2006. Se creó nuevos instrumentos, con los cuales dichas políticas ganaron espacios de acción y, entre otros aspectos, se

democratizó el acceso a los instrumentos ofrecidos por el Banco Central. Asimismo, se logró desdolarizar a la economía con resultados excepcionales, que superaron a los de otros países y se obtuvieron en un plazo menor. Al mismo tiempo, se dieron importantes avances sociales, con reducciones significativas de la pobreza y la desigualdad.

En tal sentido, en este marco de contrastes y profundas transformaciones experimentadas, el objetivo de esta publicación es describir y evaluar las políticas monetaria y cambiaria del BCB, la desdolarización de la economía y los logros sociales alcanzados a partir del año 2006. Para ello, la serie *Soberanía Monetaria, Estabilidad Macroeconómica y Desarrollo Económico y Social: El aporte de las Políticas Monetaria y Cambiaria en el período 2006 -2017*, cuenta con tres volúmenes que engloban el análisis de dichos aspectos.

En inicio, el primer volumen presenta una perspectiva general, que resume los principales aspectos del análisis de la política monetaria, cambiaria, la desdolarización y el desarrollo económico y social en los últimos doce años.

A su vez, en el segundo volumen, referente a las políticas del BCB, se analizan en detalle la configuración del régimen monetario del ente emisor y los resultados alcanzados en virtud a la aplicación de una política monetaria con un enfoque heterodoxo y orientación contracíclica. Asimismo, se evalúa la política cambiaria del BCB, examinando pormenorizadamente el régimen cambiario vigente en Bolivia a partir de 2006, el cambio de orientación experimentado y la incorporación de nuevos objetivos, además de los resultados a los que pudo arribarse. Esta evaluación tiene lugar comparando dichos resultados con los obtenidos en otros países durante el periodo de análisis y, también, contrastándolos con los alcanzados por Bolivia en los años previos a 2006.

Por su parte, el tercer volumen explica el proceso de bolivianización (desdolarización) de la economía nacional, que se ha constituido en un nuevo paradigma de la política económica de Bolivia y que fue instaurado a través de la implementación sistemática de una serie de medidas combinadas por parte del ente emisor y del órgano ejecutivo para fomentar el uso de la moneda nacional dentro del sistema financiero y la economía en su conjunto. Como fuera manifestado, los resultados alcanzados superaron con creces a los de otras economías con dolarización parcial de la región y fueron destacados por diferentes organismos internacionales y analistas en el país y el resto del mundo. Finalmente, como parte del tercer volumen, se emprende también un análisis sobre el desarrollo económico y social, aspectos sustanciales en la evaluación de cualquier política económica.

El segundo y tercer volumen abordan dichos aspectos con un amplio detalle y respaldos bibliográficos, teóricos y econométricos que, se espera, puedan aportar elementos de utilidad y relevancia para una discusión exhaustiva de estas temáticas en diferentes ámbitos académicos. En lo que sigue de este primer volumen, se presenta un resumen de los temas antes indicados, para una lectura más rápida dirigida al público en general.

Los resultados permiten afirmar que las políticas implementadas en Bolivia durante el periodo de análisis fueron las adecuadas. Sin embargo, no se puede concluir que lo seguirán siendo en el futuro, en un entorno macroeconómico que puede presentar condiciones diferentes.

Concordante con la crítica que se hace a algunos organismos internacionales que consideran equivocadamente que sus recetas y recomendaciones son adecuadas en todo tiempo y lugar, es importante reconocer que la instrumentación de las políticas debe adecuarse a los diferentes contextos económicos internos y externos; aunque ello no implica cambiar el propósito de las mismas, el cual es el desarrollo económico y social.

En este sentido, me complace presentar esta serie de publicaciones que permiten contar, no solo con una memoria de las políticas implementadas y los logros alcanzados en estos doce años, sino también con un referente literario acerca de la importancia de implementar políticas adecuadas a la realidad nacional y orientadas a mejorar las condiciones de vida de nuestro pueblo, las mismas que nacen del aporte de profesionales bolivianos y sin la injerencia de organismos internacionales. Se constituye, por tanto, en un aporte significativo para la consulta y reflexión académica acerca del pensamiento, enfoque y la praxis de la política económica, así como de los resultados económicos y sociales en el periodo 2006-2017, e invito a su lectura a los estudiantes, investigadores y público en general interesados en las temáticas abordadas.

Raúl Mendoza Patiño
**ASESOR PRINCIPAL
DE POLÍTICA ECONÓMICA**

2. La política monetaria del Banco Central de Bolivia

Con el fin de caracterizar la política monetaria en el periodo 2006-2017 es importante hacer mención también al periodo 1985-2005, como un referente que permita facilitar la comprensión de los cambios experimentados en los últimos doce años.

1.1. La política monetaria entre 1985-2005: la condicionalidad de los acuerdos con el FMI

Entre 1985-2005 la política monetaria giró en torno a las condicionalidades establecidas por los acuerdos que el país suscribía con el FMI. Los programas de ajuste del FMI apuntaron al objetivo de evitar desequilibrios en la balanza de pagos y repuntes en la inflación, asignándose preponderancia a la meta de alcanzar niveles determinados de reservas internacionales. El cumplimiento de los programas era un requisito que el FMI imponía a países para acceder a sus créditos y a los de la banca internacional, por lo que acceder a sus condicionalidades era fundamental para obtener financiamiento.

Los programas de ajuste del FMI incluían medidas profundas y radicales de reformas estructurales que, enmarcadas en el denominado “Consenso de Washington”, tenían como piedra angular un modelo económico y social basado en aspectos como: la disciplina y reforma fiscal; la reorientación de prioridades del gasto público; la liberalización de las tasas de interés; la competitividad de los tipos de cambio; la liberalización y apertura comercial; la liberalización de los flujos de inversión extranjera directa y de capitales; la privatización y desregulación, entre otros.

En esencia, las políticas recomendadas por el FMI tendían en la dirección de reducir el gasto público, lo que condujo a un empequeñecimiento del sector estatal en la economía. Concordantemente, dichas políticas se instrumentaban con límites a la expansión del crédito del BCB, principalmente del Crédito al Sector Público No Financiero (SPNF). La manera más expedita de controlar las expansiones del crédito interno era regulando el déficit del sector público y, dado este objetivo, la forma más sencilla de alcanzarlo era conteniendo la inversión pública, aunque en muchas ocasiones se limitaba también el gasto corriente, con implicaciones negativas en los salarios y niveles de empleo del sector gubernamental.

Como fuera señalado, un objetivo fundamental del FMI era limitar el déficit en las cuentas externas, antes que fomentar el crecimiento, por lo que era ineludible la imposición de metas sobre niveles de reservas internacionales. En esa línea, los programas no consideraban como objetivos prioritarios la reducción de la pobreza, la redistribución del ingreso o al aumento del gasto social, en la medida que se

contraponían al objetivo de reducir el gasto gubernamental. Una característica adicional de los programas era su confidencialidad, ya que los acuerdos suscritos con el FMI eran tratados con estricta reserva; denotando una falta de transparencia en las recomendaciones de política económica que emergían de este organismo.

Dicho proceder se contrapone a las propias recomendaciones del FMI en la actualidad, en las que se destaca a la comunicación y transparencia como atributos deseables en la gestión de política monetaria de los Bancos Centrales¹. Ello denota un reconocimiento por parte del propio organismo sobre lo inadecuado de sus recomendaciones implementadas durante la vigencia de los acuerdos con el gobierno nacional.

A lo largo de dicho período, el FMI extendió sus programas desde los apoyos de balanza de pagos (iniciados a mediados de la década de los cincuenta) hasta los programas de ajuste estructural para la reducción de pobreza, introducidos a mediados de los ochenta, dando un giro con respecto a sus recomendaciones previas, pero con magros resultados.

En efecto, a lo largo de la historia, Bolivia acudió sucesivamente a diversos acuerdos con el FMI. Entre 1956 y 2005, hizo uso de tres tipos de programas existentes al interior de dicho organismo: *Stand-By*, *Extended Credit Facility* y *Structural Adjustment Facility Commitment*. De esta manera, el país estuvo sujeto a fuertes condicionalidades cuyo grado de exigencia dependía del tipo de acuerdo suscrito. Por ejemplo, el programa aplicado entre 1994 y 1998 incluía reformas controversiales que generaron resistencia en la población, como ser: la reforma de pensiones; la capitalización de las cinco mayores empresas estatales del país; la descentralización fiscal; así como reformas en educación y salud, entre otros.

Lamentablemente, las condicionalidades impuestas por el FMI generaron costos sociales y económicos elevados para el país. Proliferaron requisitos que implicaron reformas de política económica controversiales, como la privatización de servicios esenciales. Éstas traían consigo efectos adversos sobre los grupos poblacionales de menores ingresos ya que, al dificultarles el acceso a servicios vitales, se exacerbaba su nivel de pobreza en lugar de reducirlo. Las condicionalidades impuestas por los programas del FMI fueron creciendo en número y diversidad. Con grandes esfuerzos el país fue cumpliendo las metas establecidas, aunque sin que ello le haya permitido alcanzar el crecimiento esperado y, menos aún, la reducción de sus indicadores de pobreza.

1 IMF (2018). *Regional Economic Outlook. Western Hemisphere: Seizing the momentum*. International Monetary Fund, April 2018.

En efecto, el país fue inducido a asumir los cuantiosos costos de las medidas impulsadas por el FMI, bajo el supuesto que éstas garantizarían el crecimiento económico, el equilibrio externo y la estabilidad de precios. Empero, como refleja la evidencia empírica, los resultados obtenidos distaron mucho de los esperados. Fue así que el crecimiento económico previsto por el FMI en el marco de sus programas de ajuste, distó mucho de efectivizarse. Al evaluar las proyecciones de crecimiento hechas por el FMI puede observarse que, en buena parte del período de vigencia de los acuerdos, éstas sobreestimaron el ritmo de expansión de la actividad. Es decir, el crecimiento observado fue menor al que el organismo proyectaba que podría alcanzarse con la aplicación de las medidas recomendadas. Por el contrario, a partir del año 2006 (período cuando ya no estaban vigentes los acuerdos), las proyecciones del FMI exhibieron subestimaciones sistemáticas respecto a los resultados efectivamente alcanzados por la economía boliviana.

Asimismo, durante la vigencia de los acuerdos se observó déficits recurrentes en la cuenta corriente de la balanza de pagos; mientras las Reservas Internacionales Netas (RIN) se mantuvieron en niveles sumamente bajos, determinando la necesidad del país de acudir permanentemente a los programas con el FMI para obtener financiamiento externo. Con relación a la deuda externa, si bien ésta descendió de las cifras inusitadas de los ochenta (con un ratio del 99% del PIB en 1987), gracias a condonaciones antes que a mejoras de ingresos, aún se mantuvo en niveles elevados, observándose entre 2000 y 2005 una deuda promedio por encima del 55% del PIB. Es claro que la sostenibilidad externa estuvo lejos de alcanzarse en el marco de los programas acordados con el FMI.

La estabilidad de precios tampoco fue una característica de este período. Si bien las medidas de 1985 lograron contener la hiperinflación (con una tasa que pasó de 8.170,5% al cierre de la gestión, a 64,6% en 1986 y 10,7% en 1987), se advirtieron nuevos brotes inflacionarios los años siguientes, alcanzando una inflación anual promedio de dos dígitos (18%) entre 1988 y 1996. Recién a partir de este último año, tuvo lugar un descenso de la variación de precios hasta situarse en 0,9% en 2001. A partir de 2002 se observó un ascenso de la inflación hasta alcanzar a 4,9% en 2005, sin que se logre en contrapartida una recuperación del dinamismo del crédito ni de la actividad económica.

En el marco de las condicionalidades impuestas por el FMI y la orientación de las políticas macroeconómicas, el alcance de la política monetaria durante estos años era muy limitado; tanto en la cantidad de instrumentos disponibles, como en el efecto cuantitativo que podían tener sobre la inflación y la actividad económica. Las frecuentes devaluaciones de la moneda nacional en el marco de los programas de ajuste, habían exacerbado la dolarización al punto que la moneda doméstica no

cumplía ninguna de las funciones de dinero. El ahorro, la fijación de precios, e incluso las transacciones se realizaban en dólares. En este contexto, la política monetaria era prácticamente inexistente.

1.2. El régimen monetario del BCB a partir de 2006

Desde 2006, el régimen monetario en Bolivia tuvo un desempeño destacable, en términos de los objetivos alcanzados como en el comportamiento de las principales variables macroeconómicas. Ello resulta evidente al compararlo respecto al régimen prevaleciente hasta entonces, así como al contrastarlo con los adoptados en otros países en gestiones recientes.

Un régimen monetario comprende los objetivos de política monetaria, los instrumentos empleados para alcanzarlos y, en el entendido que un Banco Central no puede ejercer influencia directa y control absoluto sobre las variables macro objetivo, engloba también a las metas intermedias y operativas. En ese marco, si bien se mantuvieron metas intermedias y operativas de cantidad, la instrumentación, el direccionamiento y la efectividad de la política monetaria tuvieron cambios sustanciales desde 2006.

En efecto, el régimen fija metas monetarias cuantitativas a la evolución de un agregado monetario, el crédito otorgado por el Banco Central. Parte sustancial de este corresponde al crédito del BCB al SPNF, sobre el cual la autoridad monetaria tiene un razonable grado de control que se ve fortalecido (y complementado) por la coordinación formal con el Ministerio de Economía y Finanzas Públicas (MEFP), en la que se establece metas a la expansión fiscal. Mientras que las operaciones con el sector financiero son reguladas, empleando un conjunto amplio de instrumentos que actúan sobre una meta operativa consistente en la liquidez del sistema financiero. De esta forma, controlando por una parte la expansión fiscal mediante acuerdos suscritos con el MEFP y, por otra, regulando la liquidez del sistema financiero haciendo uso de un enfoque heterodoxo, se limita o promueve la expansión del crédito según la orientación contractiva o expansiva de la política monetaria.

Como fuera señalado, desde 2006 mediante el plan estratégico del BCB y a partir de 2009 con lo dispuesto en la Constitución Política del Estado (CPE), la estabilidad de precios dejó de ser un objetivo en sí mismo y se convirtió en un medio para alcanzar el desarrollo económico y social. En efecto, el objetivo de la política monetaria y el mandato asignado al Banco Central fue establecido en el Artículo 327 de la CPE que señala: *“(...) En el marco de la política económica del Estado, es función del Banco Central de Bolivia mantener la estabilidad del poder adquisitivo interno de la moneda, para contribuir al desarrollo económico y social.”*

Concordantemente, el control del crédito del BCB apunta al cumplimiento de dichos objetivos.² Por ello, el Banco Central limita la expansión del crédito en ciclos de auge y promueve su crecimiento en ciclos recesivos, configurando el carácter contracíclico de su política monetaria que propicia la estabilidad de precios y el dinamismo de la actividad económica.

En este sentido, la variación de precios dejó de constituirse en un fin en sí mismo y se convirtió en un medio para la consecución de un bien mayor, el desarrollo económico y social, aspecto que permeó las metas planteadas por el BCB y los instrumentos empleados para su consecución. Ello contrasta con el enfoque más reducido que se poseía anteriormente, enfocado únicamente en la variación de precios, como refleja el objetivo asignado al BCB en el marco de la Ley 1670 de octubre de 1995 de “(...) *procurar la estabilidad del poder adquisitivo interno de la moneda nacional*”.

La coordinación entre las políticas monetaria y fiscal es un aspecto crucial en la orientación contracíclica actual, ya que la responsabilidad sobre promover el crecimiento y preservar la estabilidad de precios es compartida, facilitando la instrumentación señalada y limitando los dilemas a los que suelen enfrentarse las autoridades monetaria y fiscal cuando, a título de independencia, cada una procura alcanzar objetivos individuales, sin internalizar que ello puede ir en desmedro de los objetivos perseguidos por la otra autoridad, incidiendo en una baja efectividad de las políticas y prociclicidades que terminan afectando a la población en su conjunto.

En esta línea, las decisiones sobre el curso de las políticas macroeconómicas más importantes (monetaria y fiscal), se plasman en un acuerdo anual firmado por las máximas autoridades del MEFP y del BCB. Éstos, lejos de ser acuerdos confidenciales, como los que suscribía el país con el FMI, se suscriben públicamente lo que refuerza la transparencia y el control social. De esta forma, las autoridades ahora rinden cuentas a la población sobre las acciones implementadas para el logro de los objetivos comprometidos. En esa línea, otro rasgo distintivo del régimen monetario actual es la soberanía en el diseño, formulación y ejecución de políticas, contrastando con la injerencia externa de años anteriores.

Este documento se denomina *Decisión de Ejecución del Programa Fiscal-Financiero*, haciéndose explícito en su contenido no sólo la fijación coordinada y soberana de los objetivos de crecimiento y estabilidad de precios, sino también el compromiso de las Autoridades Monetaria y Fiscal de actuar de forma coordinada para alcanzar dichos objetivos. Además, incluye objetivos cualitativos para cada una de las políticas (monetaria, cambiaria y fiscal) y metas cuantitativas específicas para variables monetarias, financieras y fiscales. Dicho acuerdo reconoce también la importancia de

2 Se establecen también metas indicativas para el comportamiento de las reservas internacionales, pero ellas son referenciales y no el principal objetivo como ocurría en la instrumentación anterior a 2006.

la inversión pública, ya que en la medida que ésta excede a la inversión programada, las metas se ajustan por la diferencia existente.

El acuerdo va en línea con lo dispuesto por la CPE promulgada en 2009, que establece la necesidad de coordinación de las políticas monetaria y cambiaria con el órgano ejecutivo, siendo éste otro de los rasgos constitutivos del nuevo régimen. En este sentido, la CPE dio un soporte institucional a los mecanismos de coordinación que ya venían poniéndose en práctica desde 2006, por ejemplo, con reuniones frecuentes entre los decisores de las políticas monetaria y fiscal para evaluar permanentemente el curso de las metas operativas e intermedias conducentes al objetivo final, e implementar las medidas necesarias para corregir los desvíos no deseados.

Asimismo, en ese ámbito de coordinación se define conjuntamente los objetivos de inflación y crecimiento, junto a las metas cuantitativas y cualitativas del Programa Financiero, mediante un proceso de iteración en el cual se analiza la coherencia de las proyecciones macroeconómicas. En términos de la estructura del régimen monetario, éstos vendrían a ser los objetivos y las metas intermedias que lo constituyen. Este programa representa un elemento central de prudencia y compromiso para preservar la estabilidad macroeconómica y el desarrollo económico y social con el concurso de ambas entidades.

Complementan a dichas metas intermedias, la meta operativa, los instrumentos de regulación monetaria y las variables macroeconómicas indicativas. Si bien la evolución del Crédito Interno Neto (CIN) no es controlada directamente por la autoridad monetaria, la coordinación con el MEFP posibilita un mayor grado de control sobre esta variable, ya que el acuerdo sobre un límite a la expansión fiscal implica un control al Crédito Neto al SPNF. En tanto que el otro componente importante del CIN, el crédito neto al sector financiero, es controlado por el BCB regulando la meta operativa de corto plazo, dada por la liquidez del sistema financiero y que se define como el excedente de encaje legal de las entidades. La meta operativa es una variable de cantidad (al igual que la meta intermedia) sobre la que el BCB puede ejercer mayor grado de control en el corto plazo y cuyas variaciones tienen impacto directo en el CIN e indirecto sobre los objetivos finales de estabilidad de precios y crecimiento de la actividad.

En aras a dicho propósito, la liquidez del sistema financiero se analiza día a día, proyectándose también su evolución futura para intervenir y corregir deficiencias o excesos de sus niveles que puedan afectar al cumplimiento de las metas intermedias y de los objetivos finales. A su vez, dicha labor prospectiva implica estimaciones y proyecciones de un conjunto amplio de variables que determinan el comportamiento futuro de la liquidez. Con base en dicho pronóstico, el Banco Central calcula la liquidez *ex-ante* y, mediante el empleo de diversos instrumentos, encausa el comportamiento

de esta variable en una trayectoria deseable a la que se denomina liquidez *ex-post*; es decir, compensa los cambios no deseados de la liquidez utilizando diversos instrumentos. En este sentido, la respuesta del BCB influye en las condiciones del mercado de dinero y las tasas de interés, e incentiva el uso del mercado interbancario como fuente de recursos de los bancos.

Heterodoxia y efectividad de la política monetaria en Bolivia

El régimen monetario en Bolivia experimentó transformaciones sustanciales desde 2006. Éstas constituyeron un enfoque heterodoxo en lo referente a la praxis de la política monetaria, con una orientación contracíclica que puso énfasis en facilitar el mejor desempeño de la economía, minimizando los efectos adversos de los ciclos económicos.

Varios Bancos Centrales de la región y el mundo emplean un enfoque más conservador, adoptando un régimen monetario de metas de inflación,³ basado en premisas como: la focalización en un solo objetivo (control de la variación de precios), el uso de tasas de interés como instrumento principal de política, la flexibilidad cambiaria, la independencia de los Bancos Centrales, y la existencia de una gran dependencia del mercado. El uso de dichos elementos demostró limitaciones, en particular luego de la crisis financiera internacional, que se vieron reflejadas en un modesto desempeño en términos del control de la inflación y crecimiento de la actividad.

En gran medida, estos resultados fueron también consecuencia de una orientación procíclica de la política monetaria, direccionamiento al que fue pasible ésta por aspectos intrínsecos a los regímenes de metas de inflación. Un aspecto interesante es que incluso el FMI, uno de los que más aboga por el uso de dichos esquemas, realizó un reconocimiento sobre la proclicidad de la política monetaria en economías que operan con dichos regímenes en su publicación *Perspectivas Económicas Regionales: Las Américas* de abril de 2018 (REO, por sus siglas en inglés).

En dicha publicación se señala que la política monetaria en países con metas de inflación fue procíclica, lo que deviene de las fuertes depreciaciones que experimentaron sus monedas, cuyo efecto traspaso sesgó al alza los indicadores de inflación doméstica. Más específicamente se afirma que “*Los episodios de fuertes depreciaciones han conducido a posturas de política monetaria procíclicas (...)*”, añadiéndose luego que “*El impacto inflacionario de la depreciación demanda un reexamen de la respuesta de la política monetaria de los bancos centrales de la región frente a grandes shocks externos (...)*”.

3 Es importante señalar que, en todos los esquemas de instrumentación de la política monetaria, incluso en el esquema actual del BCB, es importante la estabilidad de precios. El esquema de “Metas Explícitas de Inflación” constituye la denominación que se dio a la instrumentación cuya meta intermedia es la proyección de la inflación, que las autoridades buscan que se dirija al objetivo de inflación en el mediano plazo (alrededor de veinticuatro meses), empleando instrumentos de mercado formulados independientemente por el Banco Central.

Este mensaje resulta, cuando menos, sugerente en tanto que se contrapone completamente a las recomendaciones vertidas anteriormente por el FMI, que sugerían más bien un direccionamiento procíclico. Así, en el REO de abril de 2015 se afirmaba que: *“Con niveles de inflación superiores a las metas, en parte a raíz de la fuerte depreciación reciente de las monedas, es apropiada la decisión de aplicar una política monetaria más restrictiva desde fines de 2014.”* A su vez el REO de abril de 2016 puntualizaba: *“La flexibilidad del tipo de cambio sigue facilitando el necesario ajuste a los menores términos de intercambio. El traspaso del tipo de cambio a la inflación ha sido relativamente moderado, dado el tamaño y la persistencia de la depreciación”*.

Mientras en el REO de abril de 2017 se indicaba: *“En 2015 y a fines de 2016, muchos Bancos Centrales de la región elevaron preventivamente sus tasas de política monetaria en respuesta al aumento de la inflación. Desde una perspectiva histórica, los aumentos de tasas necesarios para mantener ancladas las expectativas de inflación a mediano plazo fueron más moderados y el efecto traspaso de las depreciaciones a la inflación ha sido reducido”*.

En síntesis, puede observarse que en 2015 se recomienda subir las tasas de interés, mientras en 2016 y 2017 se habla de un moderado efecto traspaso del tipo de cambio a la inflación y que las alzas de tasas también fueron acotadas. Finalmente, en 2018 se concluye que las políticas de las gestiones precedentes fueron procíclicas; es decir que acentuaron la caída del producto y la actividad en estos países. La lectura de los acontecimientos por parte del Fondo Monetario, junto a las conclusiones y recomendaciones de política formuladas, fue cambiante en estos últimos años.

Ciertamente, este tipo de dilemas no se experimentaron en el caso de Bolivia, que adoptó de forma consistente en dicho período una orientación contracíclica de su política monetaria. Asimismo, aspectos como la consideración explícita del desarrollo económico y social como parte de los objetivos de política monetaria, la coordinación de políticas entre el BCB y el órgano ejecutivo y, como se explica más adelante, la regulación monetaria exclusivamente en moneda nacional, junto a la estabilidad de la demanda de dinero, son parte de los rasgos distintivos que configuran el régimen monetario actual en Bolivia. Asimismo, la heterodoxia, que contempla el uso de un conjunto amplio e innovador de instrumentos para alcanzar los objetivos, es también un rasgo del régimen vigente.

Respecto a la instrumentación de la política monetaria, una característica central de la regulación monetaria actual es que la colocación de títulos en las Operaciones de Mercado Abierto (OMA) se realiza mediante un mecanismo en el que los montos de los títulos son fijados y se subastan las tasas de interés. Es decir, el BCB fija cantidades y deja al mercado la determinación de las tasas. La transmisión ha sido

efectiva debido a que el mercado en el que se determinan las tasas es homogéneo, concentrado en pocas entidades financieras que son agentes económicos más informados. Por tanto, el tiempo de respuesta a una política contractiva/expansiva es más corto. A modo de ejemplo, puede citarse lo acontecido el cuarto trimestre de 2008 (en los inicios de la crisis financiera internacional), cuando el BCB, en virtud de una reducción de la oferta de títulos, logró bajar las tasas monetarias desde cifras cercanas a 12%, hasta niveles prácticamente de cero; lo que se constituyó en la respuesta contracíclica más rápida de la región.

Esta instrumentación de la política monetaria es complementada con un régimen cambiario *crawling peg*, administrado por el BCB y en el que existen pequeñas variaciones no anunciadas de la paridad. En este caso, la racionalidad es que los mercados cambiarios son heterogéneos, menos informados y más amplios (toda la economía); por tanto, más proclives a mayor volatilidad y sobrerreacción en la determinación de la paridad cambiaria. Esto se ha observado en varias economías de la región y fue reconocido por organismos internacionales y las propias autoridades de los países con flexibilidad cambiaria. La sobrerreacción y volatilidad cambiaria podría haber sido mayor en Bolivia bajo un esquema de flexibilidad, puesto que las expectativas en el mercado cambiario son particularmente sensibles dado un pasado, no muy distante, de elevada dolarización. En este contexto, la política monetaria se habría visto forzada a ser procíclica, llegando a profundizar la desaceleración en lugar de apoyar al dinamismo de la actividad económica.

En efecto, el mercado cambiario en Bolivia tiene un gran número de participantes, en el que la población en general está atenta a la cotización de la divisa, a diferencia de otros países donde estas cotizaciones son observadas sólo por quienes realizan transacciones con el exterior. La amplitud de los agentes existentes, se traduce también en un elevado grado de asimetría de información debido a que los participantes del mercado cambiario, desde instituciones hasta familias, tienen información heterogénea acerca de las características y tendencias sobre la evolución del tipo de cambio.

En estas circunstancias las expectativas sobre el tipo de cambio nominal son muy sensibles, aspecto que se exagera por la histéresis generada con el proceso hiperinflacionario de los ochenta y la todavía existente dolarización, principalmente en los precios de activos inmobiliarios que, al constituirse en la principal forma de riqueza de las familias, origina una elevada sensibilidad frente a las variaciones cambiarias. Ello sugiere la conveniencia de operar con una administración del tipo de cambio nominal por parte del Banco Central, evitándose volatilidades y sobrerreacciones en la paridad cambiaria como las observadas en economías vecinas entre 2014 y 2016 y que fueron enfrentadas con políticas monetarias procíclicas.

En síntesis, las particularidades de la instrumentación de las políticas monetaria y cambiaria en Bolivia son muy importantes y contrastan con, por ejemplo, el régimen de metas de inflación, en el cual se fijan las tasas de interés y se deja a las fuerzas del mercado la determinación del tipo de cambio y las cantidades inyectadas o retiradas de liquidez a la economía. La racionalidad empleada en el caso boliviano ha permitido que las subastas en el mercado monetario generen volatilidades muy acotadas de las tasas de interés, dadas sus características; mientras que, como fuera señalado, en otras economías los mercados cambiarios suelen presentar enormes volatilidades con sobrereacciones adversas para el desempeño de sus economías.

En gran medida, el enfoque heterodoxo se refiere a los diversos instrumentos que fueron empleados para regular e inyectar liquidez en un contexto de rápida desdolarización, que fue resultado también de políticas implementadas para el efecto (que se explican más adelante). De acuerdo a la experiencia reciente de Bolivia, se advierte claramente que dicho enfoque produjo mejores resultados; a diferencia del período 1985-2005 que se caracterizó por una baja efectividad de la política monetaria y una baja contribución al dinamismo del PIB. En efecto, entre 1985 y 2005, cuando la economía estaba dolarizada y las OMA se efectuaban en moneda extranjera, la decisión de inyectar liquidez implicaba una pérdida de las escasas reservas internacionales disponibles en un contexto en que los programas con el FMI buscaban minimizar dicha pérdida. Por tanto, los escasos instrumentos disponibles, que además eran en moneda extranjera, y las limitaciones impuestas señaladas, reducían enormemente la efectividad de la política monetaria, no sólo para contrarrestar los efectos adversos de los ciclos económicos en el PIB, sino también para el control de la inflación.

En cuanto a los instrumentos, las OMA tradicionales dejaron de ser en dólares y se realizaron exclusivamente en moneda nacional. Con la aceptación de la moneda nacional por parte de la población en sus diferentes funciones de dinero, las OMA se vieron incrementadas en su magnitud de forma considerable y también registraron innovaciones. Fue así que se introdujeron los títulos de venta directa al público, a la par de otros instrumentos que otorgaron gran margen de maniobra y flexibilidad a la política monetaria, como los certificados de depósito, reservas complementarias, depósitos especiales de regulación monetaria y títulos rescatables, entre otros. También se hizo un uso innovador del encaje legal, cuya aplicación fue más allá de los fines macroprudenciales convencionales, siendo empleado de modo activo para regular la liquidez, dinamizar el crédito y bolivianizar la economía.

En este sentido, a partir de 2006, con el cambio a un enfoque de carácter contracíclico y heterodoxo, se alcanzaron tanto un control efectivo de la inflación como un mayor crecimiento, al mismo tiempo que la soberanía monetaria fue profundizándose con

el mayor uso de la moneda nacional. En la actualidad, la autoridad monetaria puede inyectar cantidades significativas de recursos cuando la economía lo precisa, como ocurrió entre finales de 2008 y durante 2009, y en el período comprendido entre el segundo semestre de 2014 y finales de 2017, cuando choques externos desfavorables afectaron significativamente a los ingresos y al dinamismo económico. En esos años, Bolivia sufrió choques negativos a los términos de intercambio con una adversidad mayor que cualquier otro país de América del Sur; sin embargo, anecdóticamente, fue el país con mayor crecimiento en la región, indicando la relevancia del conjunto de políticas económicas implementadas. En esos periodos, la orientación de la política monetaria propició un descenso pronunciado de las tasas de interés e incrementos notables de la liquidez del sistema financiero.⁴

En sentido contrario, cuando se requiere llevar adelante un retiro de liquidez, el régimen también resulta muy efectivo haciendo un uso complementario de diversos instrumentos como las OMA, certificados de depósitos, reservas complementarias, encaje legal, comisiones por flujos de capitales externos, posición de cambios, provisiones, OMA directas, entre otros. En la práctica, el régimen y su gama de instrumentos permitieron recoger fuertes cantidades de liquidez en un plazo relativamente corto, sin afectar de forma sustancial a las tasas de interés ni la actividad económica.

De no tener lugar los cambios hechos al régimen monetario y de no haberse llevado adelante el proceso de desdolarización (en virtud a medidas de política implementadas), los espacios de acción de la política monetaria se hubieran mantenido restringidos; consiguientemente, los aportes de las políticas del BCB a los favorables resultados macroeconómicos obtenidos en los últimos doce años, en términos del control de la inflación y el crecimiento de la actividad, no se habrían visto alcanzados.

A diferencia de las políticas basadas en el enfoque anterior, el éxito en los resultados alcanzados desde 2006 puede atribuirse a factores como ser: la incorporación de un objetivo dual, como la estabilidad de precios y el desarrollo económico y social; la coordinación entre el BCB y el órgano ejecutivo que hace de ambos objetivos una responsabilidad compartida; la soberanía en la implementación de políticas; la transparencia y rendición de cuentas a la población sobre los objetivos alcanzados y las políticas implementadas; la orientación contracíclica de las políticas; y el enfoque heterodoxo, con el uso de una cantidad importante de instrumentos de forma consistente con los objetivos propuestos.

⁴ Estos aspectos explican en gran parte los registros de crecimiento de Bolivia en 2009, 2014, 2015, 2016 y 2017, años en los que se alcanzó la mayor expansión de la región, en medio de un contexto regional y global caracterizado por desaceleraciones e incluso recesiones de economías importantes, principalmente exportadoras de materias primas. Es de destacar que, justamente en esos años, Bolivia absorbió la caída más pronunciada de términos de intercambio en la región.

Cumplimiento de los objetivos y metas del Programa Monetario

La evaluación del régimen monetario vigente desde 2006 es positiva en cuanto ha contribuido a la estabilidad de precios y al dinamismo de la actividad económica. Asimismo, es posible evaluar al régimen monetario en función al cumplimiento de las metas de cada gestión. En varios años, la inflación observada estuvo en torno a los objetivos establecidos en los acuerdos firmados en cada gestión, a pesar de los fuertes choques que tuvo que enfrentar la economía. En otros casos se observó divergencias, las cuales se explicaron principalmente por efectos de *shocks* externos (alza de precios internacionales de *commodities* en 2010-2011 y crisis financiera internacional en 2009) y también internos (choques de oferta en 2013). De la misma manera, existió un buen grado de cumplimiento de los objetivos de crecimiento del producto estipulados en los acuerdos.

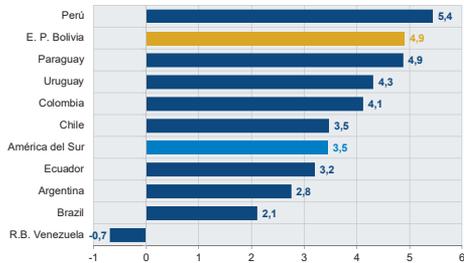
Las metas del Programa Monetario fueron cumplidas todos los años, con excepción del período 2015-2017, cuando la economía tuvo que enfrentar un contexto externo poco favorable y las políticas monetaria y fiscal se orientaron a garantizar una expansión más pronunciada del crédito. En efecto, los impulsos monetarios y fiscales contribuyeron a mantener el dinamismo de la actividad, coadyuvando al logro de los objetivos de crecimiento y estabilidad de precios.

En el contexto regional, las cifras de inflación y crecimiento alcanzadas por la economía boliviana han sido destacables, a pesar de los significativos choques internos y externos experimentados. En gran medida, ello respondió a las políticas contracíclicas implementadas de modo coordinado entre el BCB y el órgano ejecutivo.

En el caso de la inflación, las tasas de variación de precios se caracterizaron por mantenerse en cifras acotadas, entre las menores de la región, llegando a constituirse en la más baja de América del Sur en 2015. Mientras que, en términos del crecimiento, los registros obtenidos se posicionaron entre los más elevados, sobresaliendo el hecho que, en 2009, 2014, 2015, 2016 y 2017, Bolivia tuvo el crecimiento más alto de la región (Gráfico 1). Ciertamente, de haberse mantenido el régimen monetario anterior, hubiera resultado en extremo complicado sobrellevar los efectos adversos de los *shocks* experimentados en los últimos doce años; en este escenario contrafactual difícilmente Bolivia podría haber alcanzado los indicadores de crecimiento y estabilidad macro que fueron observados.

Gráfico 1: Desempeño de la economía boliviana en el contexto regional
(En porcentaje)

Crecimiento económico promedio
(2006-2017)



Inflación promedio(*)
(2006-2017)



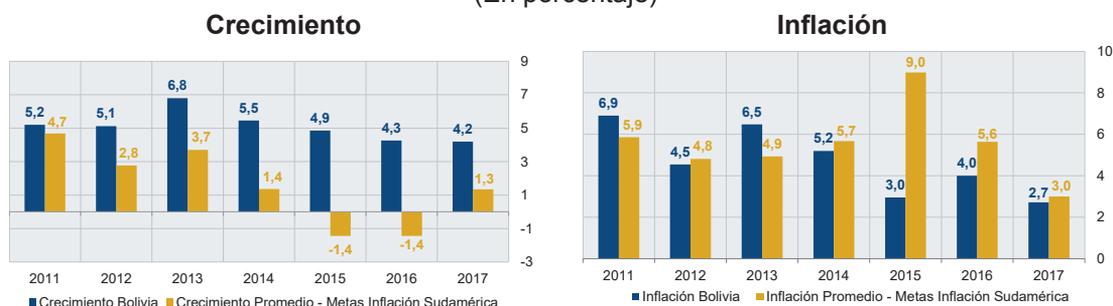
Fuente: Fondo Monetario Internacional, WEO octubre 2017. Para el E.P. Bolivia, se reporta las cifras oficiales
Notas: (*) Para el promedio no se considera a la R.B. Venezuela

Un balance cuidadoso entre los objetivos de estabilidad de precios y crecimiento de la actividad permitió los resultados de la economía boliviana, reflejando que es posible precautelar la estabilidad macro sin generar costos excesivos en términos de expansión de la actividad. La flexibilidad del régimen monetario actual y la mayor amplitud de sus objetivos, que no sólo se focalizan en la inflación, permitieron dicho accionar y los resultados subsiguientes.

Ello a diferencia de las economías con regímenes de metas de inflación de la región que, dado su mandato de focalizarse en el control de la variación de precios (sesgo inherente a su régimen monetario), vieron comprometidos sus márgenes de acción para impulsar el dinamismo económico y revertir la ralentización observada, en una etapa particularmente desfavorable del contexto internacional. Muestra de ello es que desde 2014 Bolivia pudo alcanzar, de forma simultánea, mayores tasas de crecimiento (Gráfico 2a) y menores tasas de inflación (Gráfico 2b) respecto a las economías con metas de inflación de la región.

Gráfico 2: Crecimiento e inflación promedio de países con metas de inflación de América del Sur y de Bolivia 2011-2017

(En porcentaje)

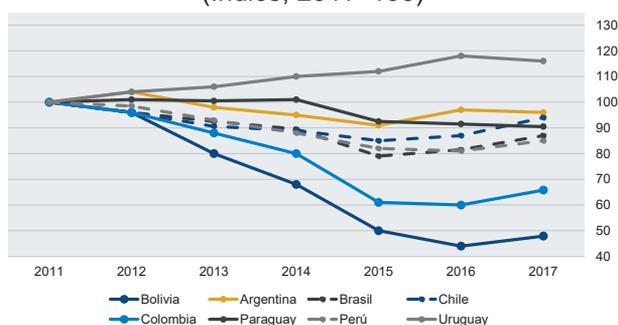


Fuente: Instituto Nacional de Estadística - FMI, WEO abril de 2018.

Notas: El promedio de inflación y crecimiento de los países con metas de inflación de América del Sur corresponde a un promedio ponderado por el tamaño de las economías. Los países considerados son Brasil Chile, Colombia, Paraguay, Perú y Uruguay
A partir del año 2015, los datos del PIB de Bolivia son preliminares

Es importante acotar que, en virtud a la implementación de sus políticas económicas, Bolivia logró alcanzar resultados de los más destacados en la región a pesar de ser la economía que, como ya fue puntualizado, experimentó la mayor caída de términos de intercambio en los últimos años (Gráfico 3), episodio que afectó en particular a los países exportadores de materias primas y que exacerbó el dilema de política monetaria al que se hacía referencia anteriormente.

Gráfico 3: Términos de intercambio en países seleccionados de la región
(Índice, 2011=100)

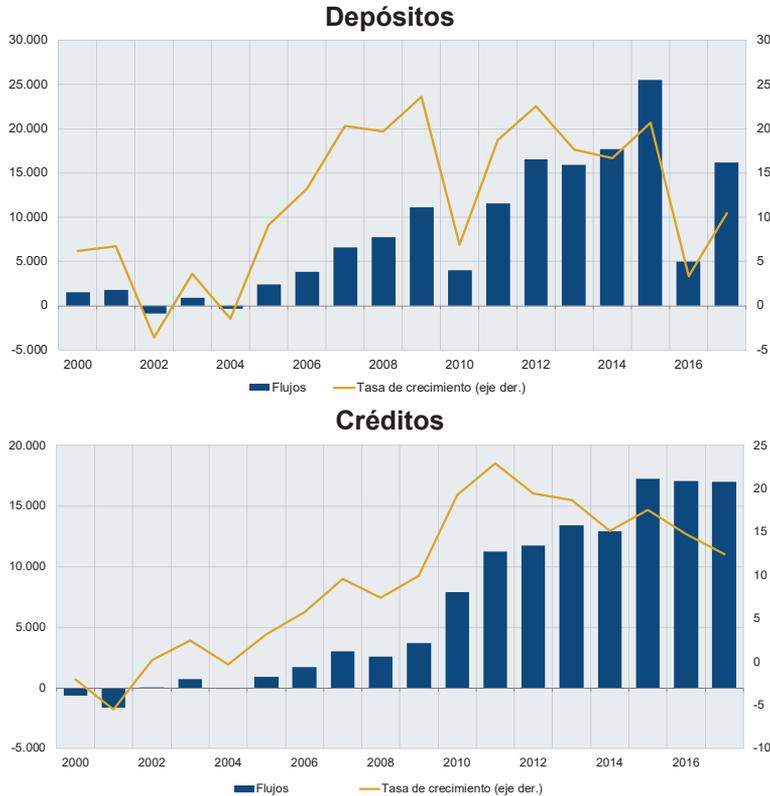


Fuente: CEPAL, Balance Preliminar de las Economías de América Latina y el Caribe (2017)

Otro aspecto a resaltar es el crecimiento notable de la intermediación financiera. En los últimos años fue destacable el efecto positivo que el crecimiento de la actividad, la estabilidad macroeconómica y las políticas tuvieron sobre el sistema financiero, generándose una expansión importante de depósitos y créditos. Las tasas de crecimiento han sido elevadas y los flujos anuales alcanzaron cifras récord en varias gestiones (Gráfico 4). Asimismo, destacó el crecimiento del crédito dirigido al sector productivo y de vivienda de interés social, en virtud a los incentivos generados por la Ley de Servicios Financieros promulgada en agosto de 2013. Este crecimiento se dio

en un marco de estabilidad, con indicadores de mora que se mantuvieron en niveles bajos, entre los menores de la región y el mundo.

Gráfico 4: Flujos y tasas de crecimiento de depósitos y créditos del sistema financiero
(En millones de bolivianos y porcentaje)



Fuente: Banco Central de Bolivia

Orientación de la política monetaria del BCB entre 2006 y 2017

Como se ha señalado, a partir de 2006, la política monetaria adoptó una orientación contracíclica en dirección a contrarrestar las presiones inflacionarias y, también, atenuar los efectos recesivos en la actividad que los ciclos económicos podrían implicar. De esta forma, el BCB colocó títulos en momentos en los que surgían presiones inflacionarias y los redimió en coyunturas en las que había que afianzar la actividad y la inflación cedía. Antes de 2006 esta relación era prácticamente inexistente con el agravante de que el volumen de OMA era muy reducido y se realizaba casi en su integridad en dólares. Además, estas medidas fueron acompañadas por instrumentos como el encaje legal, el tipo de cambio y otros. Para ilustrar este direccionamiento, es conveniente efectuar un análisis por sub-periodos.

Con el incremento de los niveles de bolivianización, en virtud a políticas diseñadas para el efecto, entre 2006 y 2008 las operaciones con títulos en moneda nacional

(MN) sustituyeron rápidamente a las operaciones en moneda extranjera (ME) y el saldo de títulos de regulación monetaria creció significativamente, alcanzando niveles sin precedentes. A la vez de incrementarse el grado de intervención del BCB en el mercado monetario, también se hizo evidente la mayor asociación entre el saldo de títulos del BCB y la inflación, reflejando la orientación contracíclica de la política monetaria observada a partir de entonces (Gráfico 5).

Gráfico 5: Saldo de títulos de regulación monetaria e inflación interanual
(En millones de bolivianos y porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística – Banco Central de Bolivia

Nota: Datos al 15 de diciembre de 2017

Entre mediados de 2006 y fines del 2008 la inflación registró incrementos importantes y, acorde con este comportamiento, el BCB realizó colocaciones sustanciales de títulos en MN que permitieron regular la liquidez para hacer frente al repunte de los precios internos. El incremento de la liquidez se había originado en aspectos como la nacionalización y mejora en los términos de intercambio, que generaron mayores recursos para el país; la expansión de la economía y el mayor volumen de transacciones inherente; el desarrollo del sistema financiero; la ascendente bolivianización, entre otros. Por su parte la inflación repuntó con el alza de los precios internacionales de alimentos.

En este sentido, mayor liquidez y alzas de precios resultaba una combinación amenazadora a la que el BCB hizo frente adecuadamente. En el marco de la orientación contracíclica, se retiraron considerables cantidades de liquidez generando colchones significativos que se utilizaron posteriormente, en etapas en las cuales ameritaba la dinamización de la economía. El saldo de regulación monetaria pasó de menos de Bs5 mil millones a finales de 2005 a cerca de Bs23 mil millones en marzo de 2009⁵. Consecuentemente, las tasas de estos instrumentos aumentaron sostenidamente hasta situarse en niveles cercanos a 12%.

5 Este saldo incluye a las colocaciones en subasta en MN y ME, colocaciones a personas naturales, encaje requerido en efectivo y en títulos en MN y ME, depósitos especiales de regulación monetaria, reservas complementarias y certificados de depósito.

Durante este periodo, también se apreció la moneda nacional y se incrementó el Encaje Legal en ME, medidas que más adelante profundizarían la bolivianización. Además, se establecieron comisiones a las transferencias del exterior a fin de evitar el ingreso de capitales especulativos que podrían haber limitado el impacto de la regulación monetaria. Adicionalmente se amplió el acceso a la subasta de títulos a entidades no bancarias y se introdujo la venta directa de valores al público; esta última medida permitió que el sector privado no financiero (entre ellos las familias) pueda adquirir estos títulos del BCB como una forma de ahorro. Se destaca también que durante este periodo el BCB dejó de emitir títulos en dólares estadounidenses y pasó a regular la liquidez en su propia moneda; incluyendo durante la fase de alta inflación, la colocación de títulos en UFV con el fin de mantener rendimientos reales positivos de los instrumentos de regulación monetaria.

Una vez controlada la inflación de manera exitosa y habiéndose acumulado importantes pasivos monetarios, el BCB contaba con una enorme capacidad de inyectar liquidez. Así lo hizo cuando la crisis financiera internacional de finales de 2008 se tradujo en una caída de los términos de intercambio para países exportadores de materias primas, con los consiguientes efectos adversos sobre sus ingresos, desaceleración y posterior caída de sus niveles de producción y empleo.

En este contexto, totalmente opuesto al anterior, la política monetaria en Bolivia cambió de una orientación contractiva a una dirección expansiva. Se redimieron títulos, propiciando descensos en las tasas del mercado monetario a niveles cercanos a cero y, con ello, se inyectaron enormes cantidades de recursos a la economía generando las condiciones para expandir el crédito y apuntalar la recuperación de la actividad económica. Asimismo, se amplió la oferta diaria de divisas en el Bolsín de \$us15 millones a \$us50 millones diarios, se redujo el ritmo de apreciación y se incrementó la comisión por transferencias al exterior, a la vez que se disminuyó la correspondiente a las transferencias procedentes del exterior.

En esta fase, la inflación disminuyó de 17,3% en junio de 2008 a 0,3% al cierre de 2009, escenario propicio para mantener los impulsos monetarios que, junto a los impulsos fiscales, contribuyeron a dinamizar la actividad económica. De esta forma, en 2009 Bolivia alcanzó un crecimiento económico de 3,4% que se constituyó en la tasa de expansión más alta en América del Sur.

En 2010, los mercados advirtieron una recuperación de los precios internacionales de las materias primas; lo que generó ingresos de recursos para el país y mayores niveles de liquidez. Al mismo tiempo que la inflación externa mostraba una inflexión en su trayectoria descendente, eventos climáticos adversos incidieron en nuevas alzas de los precios domésticos. En este contexto, la orientación de la política monetaria

sufrió una modificación, ingresando en una fase contractiva, previniendo alzas de la variación de precios. Se inició el retiro gradual de los estímulos monetarios sin generar incrementos significativos de las tasas de interés. La orientación contractiva de la política monetaria fue acompañada por el aumento del Encaje Legal en ME, permitiendo captar liquidez y fomentar la bolivianización. A su vez, se llevó a cabo nuevas apreciaciones de la MN contribuyendo a contener la inflación importada. Las gestiones 2010 y 2011 cerraron con tasas de inflación de 7,2% y 6,9%, respectivamente; mientras que el crecimiento se aceleró a 4,1% y 5,2% en dichos años.

En el segundo semestre de 2011 se manifestó la crisis de deuda soberana en países de Europa y, al igual que en la crisis anterior, se observaron salidas de capitales de las economías emergentes y en desarrollo; los precios de las materias primas exhibieron nuevos descensos y la liquidez se resintió. Nuevamente, la política monetaria tuvo que orientarse a contener los efectos adversos que este contexto pudo generar en la actividad económica doméstica, realizando un balance cuidadoso entre contener la inflación y apoyar a la actividad económica. De esta forma, en 2012 la inflación se redujo a 4,5% sin afectar al crecimiento que alcanzó una tasa de 5,1%.

En el segundo semestre de 2013 y primer trimestre de 2014, frente al repunte de la inflación, se dinamizaron las colocaciones de títulos dando como resultado incrementos en las tasas de interés, con el propósito de prevenir efectos inflacionarios de segunda vuelta. Las medidas adoptadas lograron atenuar el incremento de precios internos sin afectar el dinamismo de la actividad económica. Al cierre de 2013 la inflación alcanzó a 6,5% y el crecimiento económico a 6,8%; este último fue el registro más alto del periodo 2006-2017.

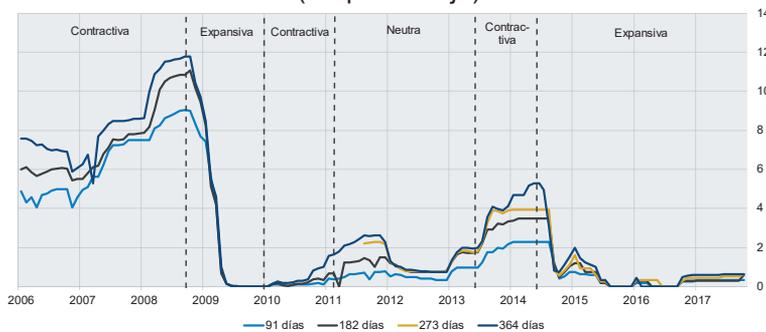
A mediados de 2014, el contexto de debilidad económica global y el incremento de la producción de petróleo no convencional en Estados Unidos determinaron un nuevo declive de los precios de las materias primas. La caída en los términos de intercambio determinó una disminución sustancial del ahorro nacional y efectos adversos en las cuentas externas y fiscales. En este contexto, se decidió sostener el dinamismo de la actividad económica y preservar los programas de protección social, por lo que nuevamente se implementaron impulsos monetarios y fiscales significativos.

La orientación expansiva de la política monetaria, en un contexto de menor inflación, fue implementada con vencimientos de los títulos, redención anticipada de estos instrumentos y reducción de las tasas de encaje legal. Consecuentemente, la liquidez del sistema financiero aumentó, mientras las tasas de títulos públicos descendieron hasta situarse en cifras próximas a cero, influyendo favorablemente en la colocación de créditos al sector privado, complementando los incentivos generados por la Ley de Servicios Financieros. Durante este periodo (2014-2017) se mantuvo controlada

la inflación que registró un promedio anual de 3,7%, situándose en todos los años por debajo de la media regional y alcanzando en 2015 la tasa más baja de América del Sur. Por su parte, el crecimiento fue destacable y los registros anuales se ubicaron entre las cifras más altas del continente.

En este sentido, en el marco de una orientación contracíclica, en los últimos doce años la política monetaria se empleó para hacer frente a periodos inflacionarios y épocas de menor crecimiento, con tasas de regulación monetaria que se incrementaron durante las fases contractivas y disminuyeron en las expansivas (Gráfico 6).

Gráfico 6: Tasas de títulos de regulación monetaria del BCB
(En porcentaje)



Fuente: Banco Central de Bolivia

Implementación de la política monetaria del BCB entre 2006 y 2017

Junto con la orientación contracíclica, a partir de 2006 la política monetaria adoptó un enfoque heterodoxo caracterizado por el uso de varios instrumentos. Esta característica contribuyó a que la política monetaria tenga más efectividad, a la vez de otorgarle mayor margen de maniobra, flexibilidad y capacidad de ajuste a las condiciones imperantes de la economía. Fueron mejorados los instrumentos existentes y se introdujeron nuevos con diversas ventajas entre las que destacan: mayor capacidad para retirar o inyectar volúmenes importantes de liquidez; reducción de los tiempos necesarios para el ajuste de la masa monetaria; y la focalización en ciertos estratos poblacionales, entre otros. En este sentido; la heterodoxia en la instrumentación de la política monetaria permitió responder adecuadamente a los crecientes desafíos originados por la volatilidad de la liquidez y la frecuencia de las crisis económicas internacionales, sumados a los choques internos que se originaron principalmente por factores climáticos adversos.

En efecto, durante este periodo se realizaron esfuerzos significativos en la innovación de instrumentos de regulación monetaria. Además de las OMA tradicionales, se emitió Certificados de Depósito dirigidos a las administradoras del sistema integral de pensiones, se introdujo las Reservas Complementarias a las entidades de

intermediación financiera, se incrementó los requerimientos de encaje en ME, a la vez que se realizaron colocaciones directas al público. En conjunto, esta gama de herramientas posibilitó un fortalecimiento de la transmisión de la política monetaria, reduciendo los costos financieros y acortando los rezagos entre las decisiones de política y los efectos que ésta tiene sobre la economía. A continuación se detallan los principales instrumentos utilizados durante este periodo.

i) Títulos en subasta y mesa de dinero

La política monetaria comenzó a ejercer mayor grado de influencia a través de las OMA, con la colocación de títulos en subasta y mesa de dinero. Si bien el instrumento como tal fue empleado con anterioridad, a partir de 2006 se incrementó significativamente la magnitud de las colocaciones. Otra particularidad es que, de forma creciente, las colocaciones fueron principalmente en MN, extinguiéndose aquellas en ME algunos años después. Cabe recordar que antes de 2006 las operaciones de regulación monetaria se realizaban casi exclusivamente en dólares estadounidenses, lo que imposibilitaba a la política monetaria actuar con una orientación contracíclica.

A partir de 2006, las mejoras introducidas a la instrumentación a través de la colocación de títulos en OMA fueron diversas. En términos de las mejoras efectuadas en gestiones más recientes, en 2013 se ampliaron las facultades del Comité de Operaciones de Mercado Abierto (COMA) para incrementar la oferta semanal por encima de los lineamientos aprobados por el Directorio. Mientras que en 2015, a fin de incrementar la liquidez y dada la orientación expansiva, se autorizó la participación del BCB en compras de valores públicos en el mercado secundario de la Bolsa Boliviana de Valores a través de agencias de bolsa. Asimismo, a finales de 2015 se introdujeron letras y bonos rescatables, que pueden ser redimidos por el BCB antes del vencimiento, cuando es necesario inyectar liquidez.

ii) Régimen de Encaje Legal

El BCB está facultado para establecer encajes legales de obligatorio cumplimiento por parte de las Entidades de Intermediación Financiera (EIF); los requerimientos de encaje inciden en la disponibilidad de recursos del sistema y, consiguientemente, en el nivel de liquidez. Además, son mantenidos con fines prudenciales y sirven de respaldo para los créditos de liquidez otorgados por el BCB al sistema financiero.

En los últimos años, la nueva orientación dada al encaje legal contribuyó a preservar la estabilidad financiera para cubrir retiros no previstos de depósitos; también coadyuvó a profundizar el proceso de bolivianización, incentivando a las EIF a usar la MN mediante una diferenciación del encaje a favor de esta moneda.

En efecto, con un mayor énfasis a partir de 2006, se aplicó innovaciones importantes al encaje legal consistentes en: i) un encaje diferenciado por monedas, estableciendo tasas más altas a los depósitos en ME; y ii) mayor intensidad en el uso del encaje adicional en títulos en ME, acompañado de un mecanismo mediante el cual se compensa dicho encaje en función al crecimiento de la cartera en MN.

Estas medidas tuvieron el propósito de internalizar el costo del uso de ME e impulsar el ahorro en MN. También contribuyeron a dinamizar la cartera al sector productivo en respaldo a lo dispuesto por la Ley de Servicios Financieros. Asimismo, se orientaron a mejorar la capacidad de prestamista de última instancia del BCB.

iii) Títulos directos dirigidos a personas naturales

A finales de 2007, el BCB inició la venta del *Bono BCB-Directo* a personas naturales y jurídicas. Esta innovación permitió regular la liquidez, profundizar la cultura del ahorro en Bolivia, incentivar la bancarización, e inducir una reacción más rápida de las entidades financieras frente a cambios de la tasa de política del BCB. Las tasas de los Bonos fluctuaron según la orientación de la política monetaria; no obstante, fueron más estables que las tasas de los títulos de OMA y superiores a las tasas pasivas del sector financiero.

Desde su introducción, la demanda de bonos por parte de la población registró un notable crecimiento lo que incentivó al BCB a ampliar su oferta y cobertura. A finales de 2011, se creó el *Bono BCB-Navideño*; luego, en mayo de 2013, conmemorando el 85° aniversario del BCB, se introdujo el *Bono BCB-Aniversario*; y, a su turno, en 2014 el BCB puso a disposición del público el *Bono BCB-Plus*. Los cuatro tipos de Bonos ofertados por el BCB tuvieron amplia aceptación por parte de la población y sus objetivos inicialmente trazados fueron alcanzados. Una propiedad adicional del Bono Navideño es que permite trasladar el consumo de bienes importados hacia bienes de origen nacional, ya que promueve el ahorro en épocas en que la demanda por bienes importados es mayor.

iv) Certificados de depósito

En 2013, se introdujo un nuevo instrumento para la regulación monetaria; éste correspondió a los Certificados de Depósitos (CD) dirigidos a las administradoras del sistema integral de pensiones y compañías de seguros y reaseguros. Al ser ofertado directamente a inversionistas institucionales, con elevada disponibilidad de recursos, el instrumento permitió tener mayor impacto por los volúmenes con los que opera y, al reducir el tiempo involucrado en su colocación, facilitó la regulación sin recurrir a alzas pronunciadas de las tasas de interés.

Las características del instrumento (plazo, tasa, oferta y otros) fueron definidas por el Directorio del BCB en atención a la orientación de la política monetaria. La primera emisión realizada en 2013 tuvo una oferta de Bs2.200 millones, efectuándose posteriormente cinco emisiones adicionales. La tasa de rendimiento fluctuó entre 2,1% y 5,0%, y, a excepción de la última emisión (con un plazo de 182 días), el plazo de colocación fue de 364 días. Los montos ofertados fueron colocados rápidamente, sin incurrir en las alzas de tasas que implican las subastas semanales, constituyéndose ésta en una de las mayores virtudes de este instrumento; los CD se redimieron en su totalidad en noviembre de 2015.

v) Reservas complementarias

Otro instrumento, introducido en 2013, fueron las Reservas Complementarias (RC), siendo dirigidas a las EIF. Las RC se determinaron con base en los recursos del excedente de encaje legal superiores a un nivel de liquidez referencial que se consideraba adecuado; dichos recursos fueron depositados por las EIF en el BCB, a un plazo y una tasa de interés anual definidas de acuerdo a las condiciones de liquidez de la economía. El nivel de liquidez referencial fue estimado mediante procedimientos estadísticos y econométricos, considerando para el efecto un período de varios años.

Al aplicarse sobre el excedente, la medida permitió regular la liquidez de forma inmediata, sin ocasionar un impacto adverso en las entidades que carecían de la liquidez necesaria. El costo para el BCB fue menor que el de las OMA y tuvo un impacto mayor e inmediato. Además, el mecanismo tuvo la flexibilidad suficiente para permitir la reinyección de liquidez en un momento oportuno. Las RC fueron aplicadas en el mercado por única vez el 18 de septiembre de 2013, alcanzando un monto de Bs1.924 millones, con un plazo de 224 días calendario y una tasa de interés anual de 1,8%.

vi) Depósitos especiales de regulación monetaria

Con el propósito de regular la liquidez de forma inmediata y evitar efectos inflacionarios, se introdujo en 2015 los Depósitos Especiales de Regulación Monetaria (DERM), que consisten en depósitos remunerados a corto plazo que las EIF pueden realizar voluntariamente en el BCB. Estos depósitos no podían ser utilizados para el cumplimiento de los requerimientos de Encaje Legal, ni para garantizar o realizar otro tipo de operaciones. El BCB definía la tasa y el plazo de estos depósitos y determinaba un monto límite de oferta que se adjudicaba de acuerdo a las solicitudes de los participantes (modalidad “primero llegado, primero servido”).

Este instrumento fue utilizado por primera vez por la autoridad monetaria en febrero de 2015. En aquella oportunidad, se emitió una oferta de Bs2.000 millones en MN de la cual se colocó aproximadamente el 70% y tuvo como plazo de vencimiento el 6 de abril del mismo año a una tasa de 1,2%; las fechas de colocación y vencimiento coincidieron con periodos de alta y baja liquidez, respectivamente. Posteriormente, se realizó una segunda oferta de DERM por un monto similar al de la primera ocasión (Bs2.000 millones en MN) adjudicándose el 63% del total ofertado. La oferta fue habilitada entre el 12 de marzo y 3 de abril de 2015 con un vencimiento previsto para el 10 de junio del mismo año a una tasa de 2%.

vii) Reportos y créditos de Liquidez

Las operaciones de reporto y los créditos con garantía del Fondo RAL⁶ en MN son los principales mecanismos de financiamiento a través de los cuales el BCB proporciona a las EIF liquidez cuando se presenta un requerimiento de efectivo en el corto plazo, cumpliendo su rol de prestamista de última instancia.

Los reportos consisten en la compra de valores públicos por parte de la autoridad monetaria a agentes autorizados con el compromiso de efectuar la operación inversa al cabo de un plazo no mayor a quince días, a un precio definido al concretar la operación. A su turno, se cuenta con otro mecanismo de financiamiento a través de créditos garantizados por los activos que mantienen las EIF en el Fondo RAL, administrado por el BCB.

Ambos instrumentos tienen como objetivo proporcionar liquidez de corto plazo y suministran información relevante al BCB sobre la tenencia de efectivo y requerimientos de corto plazo de las EIF. En la última década, el uso de ambos instrumentos fue reducido, con excepción de las gestiones 2008, 2014 y 2017, cuando (junto a otros instrumentos no convencionales del BCB) coadyuvaron a restaurar rápidamente los niveles de liquidez de los intermediarios financieros.

viii) Apoyo del BCB a la inversión productiva

Otro instrumento importante del BCB, empleado en los últimos años en el marco de la heterodoxia de sus políticas, el cumplimiento de su mandato constitucional y la coordinación de políticas con el órgano ejecutivo, fue la otorgación de créditos a las Empresas Productivas Nacionales Estratégicas (EPNE). Este financiamiento implica un rol directo del Banco Central en la promoción del desarrollo económico y social del país.

6 El Fondo RAL es un fondo de inversión constituido por los requerimientos de encaje legal en títulos de las entidades financieras en moneda nacional y extranjera. De acuerdo a lo establecido en el Reglamento de Encaje, el manejo del Fondo RAL en ME se otorga a entidades externas especializadas en administración delegada. Mientras, el Fondo RAL en MN es administrado por el BCB y sus inversiones se restringen a la compra de valores públicos soberanos nacionales.

Los créditos se destinaron a Yacimientos Petrolíferos Fiscales Bolivianos (YPFB); Empresa Boliviana de Industrialización de Hidrocarburos (EBIH); Yacimientos de Litio Bolivianos (YLB);⁷ Empresa Nacional de Electricidad (ENDE); y Empresa Azucarera San Buenaventura (EASBA).

El financiamiento fue otorgado en el marco de los montos autorizados por las Leyes de Presupuesto General del Estado de los periodos 2009 a 2017 y sus respectivas modificaciones; el uso de los recursos se encuentra bajo tuición y fiscalización de los Ministerios responsables de cada sector y los Directorios de cada empresa, no contándose con intervención del BCB en ninguna de las etapas de ejecución de los proyectos respectivos.

Según información proporcionada por las EPNE, los recursos fueron solicitados para el financiamiento de proyectos destinados a garantizar la soberanía energética, seguridad alimentaria y la industrialización de los recursos naturales.

ix) Política comunicacional y transparencia en las políticas del BCB

La política comunicacional es otro instrumento de importancia que el BCB empleó de forma activa desde 2006. Dado su rol en la formación de expectativas y la elevada sensibilidad de éstas, la comunicación oportuna puede mejorar la eficacia de la política monetaria (Issing, 2004; Blinder *et al*, 2008); en este sentido, el BCB realizó innovaciones importantes en términos de su política comunicacional, acciones que fueron exitosas y se vieron reflejadas en una mayor credibilidad del Banco Central y un mayor anclaje de las expectativas de inflación durante los últimos años.

El primer paso para la profundización de la interacción social fue la creación del *Informe de Política Monetaria* (IPM) en 2006, publicación semestral en la que se describe el comportamiento económico de la gestión previa y además se señala los objetivos que se propone la autoridad monetaria en materia de inflación y crecimiento económico en un horizonte de política de dos años. El IPM se ha convertido en un documento de acceso masivo y ha permitido alianzas que coadyuvan en el cumplimiento de los objetivos del Banco Central. A través de esta relación con la ciudadanía se logró recopilar las percepciones y retroalimentaciones de quienes participaron en las presentaciones del Informe en todos los departamentos del país; las cuales son de utilidad para la formulación de políticas.

⁷ Empresa creada mediante Ley N° 928 del 27 de abril de 2017 y que se encuentra a cargo de los proyectos relativos al desarrollo de productos de litio, reemplazando en dicho rol a la Corporación Minera de Bolivia.

Además de la divulgación del IPM, el BCB llevó adelante diversas actividades orientadas a promover mayor transparencia sobre sus acciones de política, facilitar la comprensión de éstas por parte de la población e incentivar una mayor participación de la ciudadanía. Asimismo, cualitativamente, estas actividades han tenido impacto en la generación de conocimiento, el cual proporcionó insumos relevantes para la toma de decisiones y el diseño de políticas. En este contexto, el BCB inició también la publicación del *Informe de Estabilidad Financiera* y otras publicaciones dirigidas a ampliar el conocimiento de la población sobre las políticas del BCB.

Entre otras actividades que promueven el conocimiento y la interacción del BCB con la población se encuentran, las *Jornadas Monetarias* (desde 2007), el *Encuentro de Economistas de Bolivia* (desde 2008), el *Concurso de Ensayo Escolar* (desde 2008), el *Concurso de Teatro* (desde 2011), el *Control Social y Rendición Pública de Cuentas* (audiencias públicas realizadas desde 2009), entre otras actividades.

1.3. Profundizando el análisis sobre el desempeño de la política monetaria reciente

En esta sección se presenta un resumen sobre cuatro aspectos relevantes al momento de analizar la instrumentación de la política monetaria en general y que, además, forman parte de las discusiones de actualidad sobre los regímenes monetarios: i) independencia versus coordinación de las políticas monetaria y fiscal; ii) la demanda de dinero y la política monetaria; iii) la contraciclicidad de la política monetaria; y iv) los mecanismos de transmisión de la política monetaria.

i) Independencia versus coordinación de las políticas monetaria y fiscal

Independencia de los Bancos Centrales

Un componente central de un régimen monetario ortodoxo es la independencia del Banco Central como mecanismo que, según este enfoque, garantizaría su buen funcionamiento y el logro del objetivo de control de inflación. Según Carrière-Swallow *et al* (2016) la independencia permite alcanzar una estabilidad de precios duradera y aislar las decisiones de política de influencias de corto plazo del ciclo político que podrían originar un “sesgo inflacionario”.

De acuerdo a estos enfoques, un argumento para la independencia de los Bancos Centrales es que el Gobierno es proclive a emitir dinero en exceso para obtener mayor empleo y financiar el déficit fiscal, existiendo varios motivos que lo conducen a aumentar la oferta monetaria por encima de las necesidades que surgen del crecimiento de la economía (Kalmanovitz, 2000).

Sin embargo, algunos autores cuestionan las bondades de la independencia de la autoridad monetaria; entre las desventajas de un Banco Central independiente se citan las siguientes:

- Los agentes a cargo de un Banco Central independiente pueden tener una aversión exagerada a la inflación, existiendo el riesgo de someter a la economía a una pérdida significativa de producto innecesariamente (Gonzales, 2016).
- La independencia de un Banco Central no es una condición necesaria ni suficiente para la estabilidad monetaria (Hayo & Hefeker, 2002).
- La independencia del Banco Central puede ser un aspecto de *jure*, existiendo diferentes mecanismos *de facto* que someten a la autoridad monetaria a controles gubernamentales (Wray, 2014).
- La independencia por sí sola no garantiza la credibilidad de la política monetaria; es necesario también un conjunto de arreglos institucionales (Gonzales, 2016).

Es más, la independencia (*de jure*) de los Bancos Centrales fue puesta en entredicho en los últimos años, en la medida que tuvieron que generar estímulos monetarios para sortear los efectos adversos ocasionados por la crisis financiera internacional. En efecto, en un contexto de tasas históricamente bajas, los Bancos Centrales tuvieron una actitud intervencionista cada vez más acorde con las necesidades políticas. La Reserva Federal en EE.UU., el Banco de Inglaterra y el Banco Central Europeo, entre otros, procuraron estimular la economía y apuntalar a los bancos privados con diversas medidas, entre ellas la flexibilización cuantitativa.

La coordinación como estrategia más eficiente para el logro de metas

Fuera de una autoridad monetaria independiente, otra posibilidad es la de contar con un Banco Central que coordine estrechamente sus políticas con la Autoridad Fiscal. Conceptualmente, la “coordinación” significa concertar objetivos, medios y otros, para llevar a cabo una acción común; ello bajo la premisa que, al compartir una misma dirección y poseer un sentido de comunidad, dos instancias pueden lograr sus objetivos propuestos de manera más eficiente, rápida y eficaz en virtud a sinergias existentes. La literatura económica proporciona referencias relevantes que ilustran las bondades de adoptar dicho tipo de relación.

Un campo en el que puede apreciarse de forma explícita las ventajas de la coordinación es el de la teoría de juegos; en este ámbito, un resultado observado es que la independencia del Banco Central puede conducir a escenarios subóptimos, inferiores a los que podrían alcanzarse de existir coordinación entre las autoridades monetarias y fiscales (Nordhaus, 1994).

La conveniencia de la coordinación también está vinculada con aspectos de credibilidad de la política monetaria. En efecto, la falta de coordinación entre la autoridad monetaria y Fiscal resultará en un performance económico inferior, en la medida que una postura de política débil en una de las dimensiones erosiona la postura de la otra y se torna insostenible a largo plazo. En contraste, la coordinación asegura el compromiso de los decisores de las políticas monetaria y fiscal de aceptar mutuamente los objetivos propuestos, lo que contribuye a eliminar el problema de inconsistencia temporal (Laurens & de la Piedra, 1998).

Después de la crisis financiera del 2008-2009, numerosas voces se manifestaron a favor de una coordinación de las políticas. Blanchard *et al* (2013) afirman que es necesario reformular la política macroeconómica de modo que la política monetaria no sólo fije un objetivo de inflación sino también tome en cuenta la consistencia con la política fiscal.

Instancias actuales de coordinación de las políticas macroeconómicas en Bolivia

En la experiencia reciente de Bolivia la coordinación de las políticas monetaria y fiscal ha propiciado resultados positivos. La política monetaria requiere de una aplicación coherente de la política fiscal para cumplir su rol de mantener el poder adquisitivo de la MN; por otra parte, para garantizar los objetivos de la política fiscal asociados a dinamizar la actividad económica, es fundamental una política monetaria que acompañe este propósito.

En este marco, desde 2006 se generó diferentes instancias tendientes a la coordinación de las políticas monetaria y fiscal. El mecanismo principal de coordinación, corresponde a la *Decisión de Ejecución del Programa Fiscal-Financiero*, en el que se describe los principales objetivos de la gestión respectiva, en términos de inflación y crecimiento económico, junto a las metas intermedias de variables monetarias, fiscales y financieras. Este acuerdo, suscrito a principios de cada año y de forma pública entre las principales autoridades del BCB y dZel MEFP, compromete a ambas entidades a trabajar coordinadamente para alcanzar los objetivos de crecimiento y estabilidad de precios.

Otras instancias de coordinación corresponden a: i) *Grupo Macroeconómico*, reunión semanal entre el BCB, MEFP y otras entidades, con el propósito de realizar un seguimiento a las metas plasmadas en la *Decisión de Ejecución*, a la vez de un seguimiento y análisis del contexto macro; ii) Reuniones técnicas relacionadas al *Cierre Macroeconómico*, ejercicio de programación financiera en el que se realizan proyecciones que guardan consistencia entre los distintos sectores de la economía; iii) *Consejo de Estabilidad Financiera*, que se compone por las principales autoridades

del MEFP, Ministerio de Planificación del Desarrollo (MPD), BCB, ASFI y Autoridad de Fiscalización y Control de Pensiones y Seguros (APS); y iv) *Consejo Interministerial de Deuda Pública* (COIDEP) conformado por autoridades del MEFP, MPD, Ministerio de Relaciones Exteriores y del BCB.

ii) La demanda de dinero y la política monetaria

Un aspecto importante en regímenes monetarios basados en metas de cantidades como el de Bolivia, es el concerniente a la estabilidad de la demanda de dinero, que se constituye en una condicionante principal de la efectividad de la política monetaria del Banco Central bajo un esquema de estas características.

En efecto, la estabilidad de la demanda de dinero tiene implicaciones sobre la elección de instrumentos y objetivos intermedios adecuados, de modo que sea posible alcanzar la estabilidad de precios. Como puntualizó Poole (1970), los hacedores de política deben usar como instrumento la oferta de dinero cuando la demanda del mismo es estable; mientras que ante su inestabilidad el instrumento adecuado para controlar la inflación es la tasa de interés.

En este sentido, los cambios macro en años recientes, tales como el acelerado proceso de desdolarización (bolivianización), mayor crecimiento de la economía, desarrollo importante del sistema financiero e innovaciones en el Sistema de Pagos, pudieron afectar la existencia de una relación estable entre la cantidad demandada de dinero y sus determinantes. Por tanto, resulta importante evaluar las propiedades de estabilidad de la demanda de dinero en Bolivia.

Análisis de la demanda de dinero

El análisis de la demanda de dinero, debe ser congruente con los determinantes que dicta la teoría económica. La literatura cuenta con diversas teorías sobre la demanda de dinero, abordadas en los trabajos de Keynes (1936), Friedman (1956), Baumol (1952), Tobin (1956 y 1958), Sargent *et al* (1982), entre otros. Estas formulaciones alternativas contienen determinantes comunes, postulándose en general una relación que puede representarse como:

$$\frac{M_t}{P_t} = f(Y_t, i_t, s_t, \dots) \quad (1)$$

Donde los saldos monetarios reales (denotando M_t a los saldos nominales y P_t al nivel de precios) son función de una variable de escala Y^r que representa las transacciones asociadas al nivel de actividad económica (e.g. el ingreso, riqueza), una variable (o vector) it que cuantifica el costo de oportunidad de mantener dinero, equivalente a la diferencia de su rendimiento frente al de otros activos alternativos. En economías abiertas el portafolio de los agentes incorpora también activos en ME, cuyo costo de

oportunidad depende de variaciones cambiarias, aspecto relevante en economías con dolarización parcial.

Algunos trabajos teóricos incluyen también como argumento de la función de demanda a variables (s_t) que sustituyen al dinero en algunas de sus funciones y afectan su velocidad de circulación; en este grupo puede incluirse a medios de pago alternativos, como el dinero electrónico, tarjetas de crédito y débito, entre otros, cuyo uso tendió a extenderse en las economías de forma importante a medida que se introdujeron dichas innovaciones financieras.

Por lo común, en las aplicaciones empíricas esta formulación teórica desemboca en una ecuación como la siguiente, que representa la relación de largo plazo de la demanda de dinero:

$$m_t = \beta_0 + \beta_1 y_t + \beta_2 i_t^h + \beta_3 i_t^f + \beta_4 \ln fin_t + \varepsilon_t \quad (2)$$

Al efectuarse una estimación econométrica de una ecuación de este tipo, pudo verificarse que la demanda de dinero de largo plazo tiene una relación estable.⁸ Ello a pesar de la existencia de quiebres estructurales observados en algunos de los determinantes de la demanda de dinero alrededor de mediados de la década anterior.

La implicación principal de estos resultados es que el modo de instrumentación de la política monetaria en Bolivia fue adecuado durante el periodo de estudio, aspecto favorable para una mayor efectividad de la política monetaria del BCB.

iii) Análisis de contraciclicidad de la política monetaria a través de la construcción de un Índice de Condiciones Monetarias

El análisis de la orientación de la política monetaria es un aspecto de importancia para fines de instrumentación e implementación de medidas por parte del Banco Central. En tal sentido, un indicador habitualmente empleado por las Autoridades Monetarias para analizar dicha orientación (expansiva o contractiva) es el Índice de Condiciones Monetarias (ICM).

El ICM es una medida sintética que engloba los instrumentos disponibles de política monetaria (y cambiaria), con el fin de definir la postura conjunta de éstos con relación a la inflación y/o a la brecha del producto. Como se recordará, en el caso boliviano y en el marco de la heterodoxia adoptada, la política monetaria hace uso de diferentes instrumentos. Asimismo, el BCB también hace un uso activo de su política cambiaria en el marco del régimen administrado tipo *crawling peg* con el que opera; dos de las principales herramientas de política cambiaria empleadas corresponden al tipo de cambio nominal y al *spread* cambiario.⁹

8 Se realizó una estimación econométrica de la relación de largo plazo con técnicas de cointegración robustas a la presencia de quiebres estructurales. El detalle de las variables empleadas y las técnicas utilizadas se encuentra en la primera parte del volumen dos de la serie, referente a la política monetaria del BCB.

9 El *spread* cambiario está dado por la diferencia entre el tipo de cambio nominal de venta y compra.

Bajo esa línea, es relevante para la evaluación de la postura de política monetaria en Bolivia contar con un ICM que señale la orientación del ente emisor en la búsqueda de sus objetivos, sintetizando la postura de un grupo de los principales instrumentos de política monetaria y cambiaria empleados por el Banco Central.

En línea con lo señalado y en términos generales, un ICM suele calcularse del siguiente modo:

$$ICM_t = \sum_i^n \beta_i (\Lambda_{i,t} - \Lambda_{i,b}) \text{ donde } \sum_{i=1}^N \beta_i = 1 \quad (3)$$

Donde β_i representa la ponderación del instrumento i , $\Lambda_{i,t}$, el valor del instrumento i en el período t y $\Lambda_{i,b}$ el valor del instrumento en el período de referencia (o nivel base - b). La suma de los ponderadores es uno y el ratio β_i / β_j (para cada $i \neq j$) refleja el peso relativo del instrumento i sobre el instrumento j .

El Índice de Condiciones Monetarias para Bolivia

La elaboración del ICM para el caso boliviano representa un desafío teórico y empírico, efectuándose una propuesta metodológica para la construcción de un ICM que no necesariamente contiene instrumentos convencionales (tasas de interés y tipo de cambio), sino que se adapta a un régimen monetario heterodoxo y a una economía parcialmente dolarizada.

En este sentido, el ICM se construyó utilizando los siguientes instrumentos:

- *La OMA en MN*:¹⁰ Principal instrumento de regulación monetaria que se fortaleció gracias al proceso de bolivianización de la economía.
- *Encaje legal diferenciado por monedas*: Que favorece el uso del boliviano y el retiro de excedentes de liquidez de la economía.
- *Administración cambiaria*: Caracterizada por apreciación en periodos de elevada inflación importada, así como la ampliación del *spread* cambiario para coadyuvar con la desdolarización de la economía.

Con base a dichos instrumentos, se realizó la estimación del ICM para el período 2000-2016. Al contrastar la evolución del ICM con el componente cíclico de la inflación, se advierte que la postura de política monetaria fue contracíclica respecto a la inflación; esto a su vez implica que la implementación de las políticas para hacer frente a presiones inflacionarias fue la adecuada. Se observa con claridad que en periodos inflacionarios (2007-2008 y 2011) los instrumentos del BCB actuaron de manera oportuna y contracíclica; mientras que en periodos de baja inflación, se inyectó recursos a la economía con la finalidad de apuntalar el dinamismo de la actividad; esto ocurrió en 2009, 2010 y el periodo desde mediados de 2014 a 2016 (Gráfico 7).

¹⁰ Incluye títulos del BCB vendidos a entidades financieras en subasta y mesa de dinero, a personas naturales y CD.

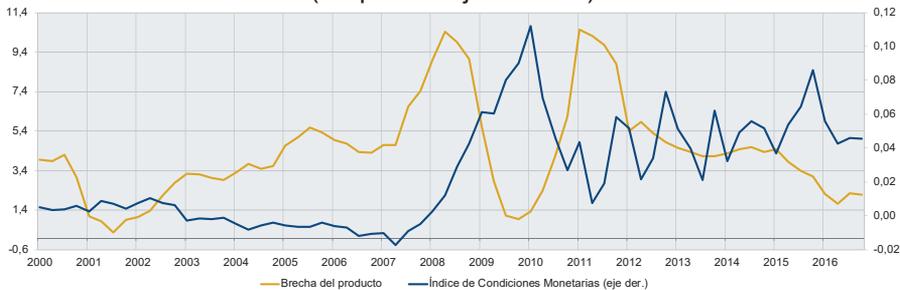
Gráfico 7: Evolución de la inflación e ICM
(En porcentaje e índice)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística – Banco Central de Bolivia

Por otro lado, si se compara el ICM con la brecha del producto, se observa una postura de la política monetaria contracíclica con relación a *shocks* de demanda coincidentes con el periodo 2007-2008, inyectando recursos cuando el crecimiento de la economía se desaceleró, como en la gestión 2009 (Gráfico 8). En el reciente periodo 2014-2016, la política monetaria fue expansiva, implementando políticas contracíclicas mediante instrumentos heterodoxos para elevar la liquidez y apoyar al dinamismo del crédito del sistema financiero al sector privado.

Gráfico 8: Evolución de la brecha del producto e ICM
(En porcentaje e índice)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística – Banco Central de Bolivia

iv) Evaluación de los mecanismos de transmisión de la política monetaria

Luego de caracterizar la instrumentación de la política monetaria antes y después de 2006, resulta importante evaluar su desempeño en términos de los mecanismos de transmisión de la política monetaria del BCB.

Los mecanismos de transmisión son uno de los temas centrales en la teoría y práctica de la banca central. Éstos se refieren al proceso o canal a través del cual las acciones de la autoridad monetaria ejercen influencia sobre el producto (demanda agregada) y la variación de precios. Este proceso abarca desde el inicio de las acciones del

Banco Central en el mercado monetario (cuando se registran efectos sobre las tasas de corto plazo y sobre los agregados monetarios) y concluye con los efectos sobre las variables objetivo (actividad económica e inflación).

Según Mies et. al. (2003), existen cinco canales de transmisión de la política monetaria, a través de los cuales ésta podría afectar al sector real de la economía y la evolución de la variación de precios.

1. *Canal de las tasas de interés*: que se fundamenta en la transmisión de tasas de los instrumentos del Banco Central a las tasas del mercado monetario, con efectos sobre la inversión y consumo; y posteriormente sobre la demanda agregada y precios. La efectividad de la política monetaria depende de la sensibilidad del consumo e inversión respecto a las tasas de interés.
2. *Canal del crédito*: Existen dos mecanismos. El primero es el de las hojas de balance (el valor de las firmas depende de su valor futuro y sus activos, que son afectados por la tasa de interés); el otro se refiere a los préstamos bancarios (una política contractiva limita la capacidad de préstamo del sistema financiero). Este último es bastante relevante en economías en desarrollo con preeminencia del sistema bancario como fuente de financiamiento para los agentes.
3. *Canal del tipo de cambio*: Puede afectar a la economía de dos formas. Primero tiene un efecto directo sobre la inflación (afecta los precios de bienes transables e importados). Segundo, puede afectar las hojas de balances de las empresas, aunque este efecto es heterogéneo.
4. *Canal de activos*: La política monetaria afecta los precios de los activos, lo cual genera un efecto riqueza, ocasionando variaciones sobre el consumo, inversión y trabajo.
5. *Canal de expectativas*: Está presente en los demás canales, ya que los cambios de la política monetaria pueden afectar el comportamiento futuro de los agentes (expectativas racionales).

Los canales anteriores no actúan de forma aislada, tendiendo más bien a complementarse e interactuar entre sí. Asimismo, la fortaleza de la transmisión de la política monetaria depende de diversos factores como el desarrollo del sistema financiero, los avances tecnológicos en las transacciones y, un aspecto bastante importante, el grado de dolarización de una economía.

Comprender los canales de transmisión, la intensidad y rezago de los efectos de las medidas, es necesario para un diseño e implementación eficaz de las políticas en procura de obtener efectos sensibles sobre la inflación y el producto.

Análisis de los mecanismos de transmisión

En línea con ejercicios recientes de la literatura, se efectuó un análisis econométrico de los mecanismos de transmisión con la metodología de Vectores Autoregresivos Estructurales (SVAR). Se estimó dos modelos, examinándose en ambos casos los canales de tasas y crédito. Se utilizó información trimestral para el periodo 1998-2015.¹¹

Entre otros, se analiza los efectos de los siguientes *shocks*:

- i) El efecto de un aumento de la liquidez en la economía.
- ii) El impacto de un aumento de la Tasa de Política Monetaria (TPM).

Los resultados de ambos modelos sugieren lo siguiente:

- Un aumento de la emisión tendría un efecto positivo sobre el crecimiento (PIB), la inflación (núcleo) y el crédito.
- En el caso de la TPM, un incremento de ésta tendría un efecto negativo sobre el crecimiento; dicha alza tendría también un efecto negativo e inmediato sobre la inflación, emisión y crédito.

Los efectos son estadísticamente significativos y reflejan un importante grado de transmisión de la política monetaria en Bolivia.

¹¹ La metodología econométrica y los datos empleados se describen en detalle en el primera parte del volumen dos de la serie, referente a la política monetaria del BCB.

3. La política cambiaria del Banco Central de Bolivia

Con el fin de caracterizar la política cambiaria en el periodo 2006-2017 también se hace mención a periodos anteriores como referentes que permitan facilitar la comprensión de los cambios experimentados en los últimos doce años.

3.1. La política cambiaria en Bolivia entre 1950 y 2005

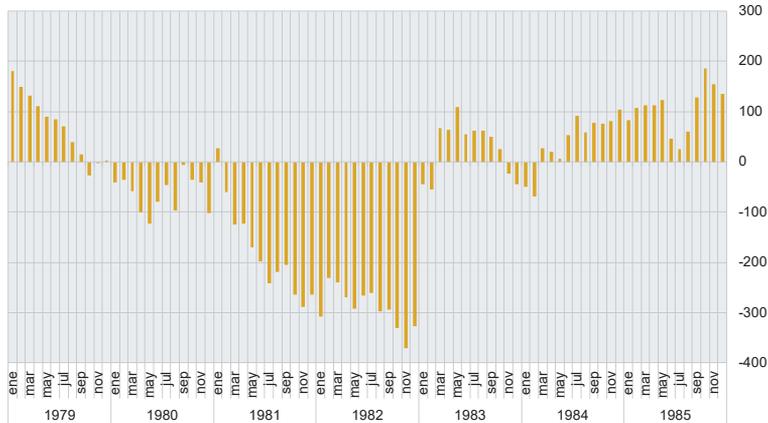
La crisis de los años ochenta

Como consecuencia de la Revolución Nacional de 1952 y de las corrientes de pensamiento económico vigentes en esa época, se fue gestando en Bolivia una tendencia hacia la adopción de lo que posteriormente se denominó capitalismo de estado, la cual estuvo vigente hasta mediados de la década de los años ochenta y estuvo caracterizada, desde el punto de vista económico, por una alta participación del estado en la inversión y en el empleo mediante el control de las empresas más grandes del país, y por un sistema complicado de regulaciones para el sector privado. La inversión pública, financiada con créditos externos, fue uno de los componentes más importantes.

A este contexto interno se sumaron las propicias condiciones externas, caracterizadas por elevados niveles de precios internacionales de materias primas en la década de los años setenta, aspecto que permitió una rápida expansión de las exportaciones.

A pesar de contar con estas condiciones económicas internas y externas favorables, el desarrollo de la estructura productiva del país fue débil e incipiente, lo que junto a déficits fiscales crecientes, dieron lugar a un aumento sostenido de la deuda externa. Este contexto, sumado a las dificultades tanto políticas como sociales, determinó un incremento de la inflación a finales de la década de los setenta, junto con abruptas devaluaciones del peso boliviano. A partir de 1981, con la declaración de mora para el pago de la deuda con la banca comercial internacional, el financiamiento externo empezó a ser sustituido por financiamiento interno, principalmente a través de emisión por parte del Banco Central de Bolivia, agravando el problema de la inflación y la necesidad de divisas (Gráfico 1).

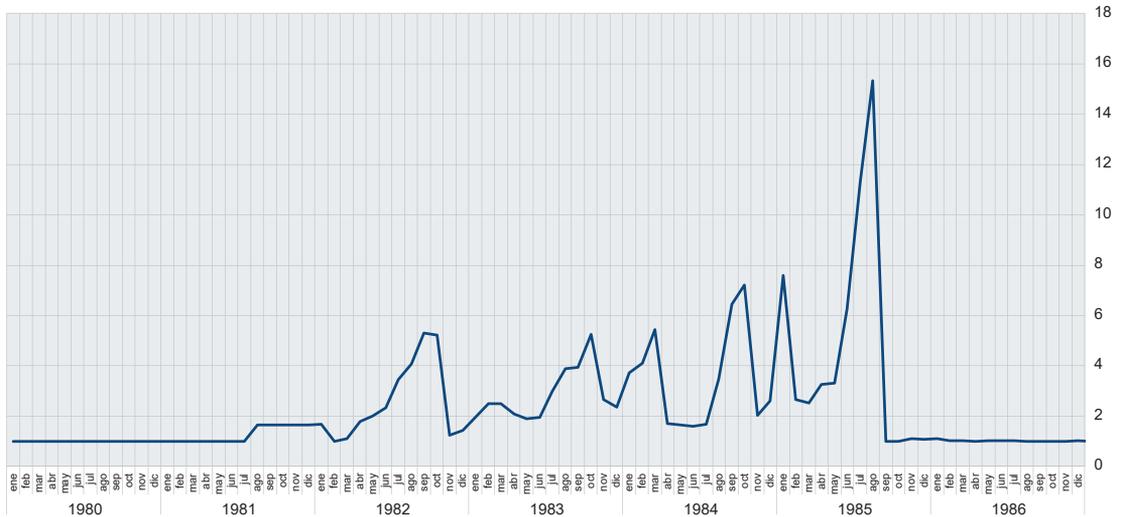
Gráfico 1: Saldo de Reservas Internacional del Banco Central de Bolivia
(En millones de dólares estadounidenses)



Fuente: Banco Central de Bolivia

En ese sentido, con el objeto de restablecer un nivel de reservas internacionales adecuado, en julio de 1981 se estableció un régimen de control de cambios, cuyo principal efecto fue la creación de un mercado paralelo de divisas donde el diferencial con el tipo de cambio oficial ya era del 100% en la primera mitad de 1982 (Gráfico 2).

Gráfico 1: Ratio entre el tipo de cambio paralelo y el tipo de cambio oficial



Fuente: Unidad de Análisis de Políticas Sociales y Económicas (UDAPE) y Banco Central de Bolivia

Nota: El ratio se calcula dividiendo la cotización promedio mensual en el mercado paralelo y la cotización de venta promedio mensual en el mercado oficial

Esta situación llevó a una nueva devaluación del peso y a un posterior régimen dual a partir de agosto de 1982, con un tipo de cambio oficial para el área esencial (ciertos alimentos y deuda externa) y otro para el área complementaria.¹² No obstante, estos esfuerzos fueron insuficientes para contener las expectativas de las personas que intensificaron sus ataques especulativos sobre la moneda nacional, generando la necesidad de mayores devaluaciones, con el consiguiente efecto sobre el incremento de la inflación. Ante este panorama, cada vez más las personas cambiaban sus activos en moneda nacional a activos en dólares, generando una mayor demanda de moneda extranjera y presionando aún más el tipo de cambio.

Ante la ineffectividad de esas políticas, en noviembre de 1982, el gobierno de Siles Zuazo anunció un nuevo paquete de medidas, destacándose la devaluación en más de 300%, hasta alcanzarse un tipo de cambio de 196 pesos bolivianos por dólar; la entrega obligatoria del 100% de las divisas de las exportaciones, junto con un conjunto de controles al comercio exterior; e incrementos de tarifas y salarios del sector público. Respecto a las trabas al comercio, estas fueron tan grandes y complicadas que se produjo un claro desabastecimiento de productos, con el consiguiente efecto en la inflación.

Paralelamente, se anunció un proceso de desdolarización de la economía¹³. Este proceso establecía, entre otros aspectos, que todos los contratos y obligaciones denominados en dólares no tenían ninguna validez y deberían ser convertidos a pesos bolivianos; los depósitos en moneda extranjera en el sistema financiero deberían ser redimidos al tipo de cambio oficial de 196 pesos bolivianos por dólar; y los préstamos vencidos en moneda extranjera, que habían sido otorgados por el sistema bancario debían ser convertidos a pesos al tipo de cambio de 145,5 pesos bolivianos por dólar.

En líneas generales, la medida no logró su cometido, por el contrario, provocó una mayor dolarización. En efecto, determinó una desintermediación financiera, favoreció al sector privado moroso endeudado en moneda extranjera, fortaleció el mercado paralelo de divisas, incentivó la demanda de dólares para las transacciones corrientes y contribuyó significativamente a la inflación. En este contexto, a los dos años de su promulgación, el D.S. de desdolarización fue abrogado en 1984.

Luego del fracaso del paquete de medidas de 1982, el gobierno anunció cinco diferentes paquetes de medidas de políticas entre 1983 y 1985, todos con el mismo común denominador: devaluaciones, incrementos en las tarifas del sector público, ajustes salariales tratando de considerar la inflación y el tipo de cambio, controles

12 De acuerdo a Morales (2012): "El mercado cambiario dual nació de los consejos de expertos del Fondo Monetario Internacional y del Banco Mundial. Nunca explicaron claramente, ni al gobierno ni al público, las razones de sus consejos y aún menos sus implicaciones."

13 Ver D.S. 19249 del 2 de noviembre de 1982.

sobre el sistema bancario, entre otros. Sin embargo, cada vez que se anunciaba un paquete, se observaba un período breve en el que la inflación y el crecimiento del tipo de cambio paralelo se atenuaba, para luego reaparecer con mayor fuerza. De hecho, cada vez que el público percibía la poca efectividad de cada paquete, lo cual era amplificado por la crisis política del gobierno, intensificaban su ataque especulativo sobre la moneda llevando así al fracaso de las medidas.

En resumen, la hiperinflación de los años ochenta se constituyó en uno de los eventos más importantes en la historia económica moderna de Bolivia, que ocasionó el colapso del mercado cambiario, entre otros. El Banco Central de Bolivia, institución encargada de ejecutar la política cambiaria, perdió el control del tipo de cambio, cuyo comportamiento se caracterizó primero por fuertes devaluaciones poco frecuentes y luego por elevadas y constantes movimientos de la paridad, los cuales se transmitieron rápidamente a los precios internos, coadyuvando a generar un proceso hiperinflacionario.

La política cambiaria en el período de estabilización

Ante esta situación, a través del D.S. 21060 de 29 de agosto de 1985, se aplicó un paquete agresivo de medidas conocidas como la Nueva Política Económica (NPE). En este decreto se establecieron los principales lineamientos en materia fiscal, monetaria, cambiaria y arancelaria, necesarios para recomponer la economía boliviana. Entre estas medidas se propuso el establecimiento de un nuevo régimen de tipo de cambio único, real y flexible que en los siguientes años derivaría en un régimen de tipo de cambio reptante (*crawling peg*). De acuerdo con Cariaga (1977), además de buscar la unificación del tipo de cambio oficial y del tipo de cambio del mercado paralelo, este régimen buscaba liberar al gobierno del peso político que significaba tomar decisiones en materia cambiaria, para dejarlas sujetas a las fuerzas del mercado; además, buscaba mejorar los ingresos de las empresas estatales que recibían recursos provenientes del comercio exterior.

En septiembre de 1985, se instaura el Bolsín del BCB, mecanismo para la subasta pública de divisas que viabilizó la flexibilidad cambiaria. Por cuanto, el tipo de cambio no era completamente establecido por la autoridad monetaria, sino que también interactuaban las fuerzas del mercado. Inicialmente, el Comité de Cambio y Reservas del BCB definía un precio mínimo de la divisa y el tipo de cambio oficial se determinaba a partir de un promedio ponderado de los precios ofertados por los demandantes en el Bolsín, cuyo valor era mayor o igual al precio base referencial.

La adopción de un nuevo régimen tuvo la virtud de ordenar el funcionamiento del mercado cambiario. Se acotó de modo significativo las variaciones de la paridad (aspecto que tuvo gran relevancia para el control de la variación de precios), se redujo las brechas entre el mercado oficial y paralelo (convergiendo el último al fijado en el Bolsín) y el tipo de cambio oficial cobró mayor importancia, constituyéndose en el principal referente. En materia de política, el nuevo régimen le permitió al BCB intervenir nuevamente de forma activa en el mercado de divisas, otorgándole un mayor margen de acción para alcanzar sus objetivos de política.

Una medida complementaria fue la reforma monetaria, llevada a cabo mediante Ley 901 del 28 de noviembre de 1986, en la cual se creaba una nueva unidad de cambio: “el boliviano”, equivalente a un millón de pesos bolivianos del antiguo sistema.

Posteriormente, el régimen cambiario evolucionó hacia un sistema de tipo de cambio deslizante o reptante (*crawling peg* por su denominación en inglés), que básicamente se constituye en un régimen intermedio, administrado por el Banco Central y que se caracteriza por movimientos graduales y no anunciados de la paridad frente al dólar. En el marco de este régimen, el BCB pone a disposición del mercado, de forma diaria y a través del Bolsín, un monto fijo de divisas y establece el precio base. Todas las ofertas a dicho precio o por encima son consideradas para comprar los dólares al precio que cada una de ellas ofreció, asignándose los montos a aquellas solicitudes con precio más alto. El tipo de cambio oficial se determinaba como el precio ponderado de la demanda de divisas adjudicadas.

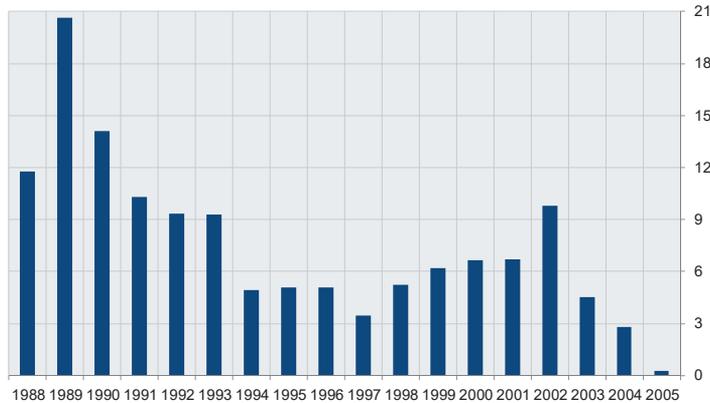
Una vez que se instauró el sistema *crawling peg*, en febrero de 1989, se autorizó al BCB a establecer una comisión de 0,5% sobre el valor de las ventas de moneda extranjera que realizaba (D.S. 22139), lo que se tradujo en el diferencial cambiario de un centavo de boliviano entre las cotizaciones de compra y de venta, representando una comisión real de 0,4%. Posteriormente, dicha comisión se redujo a 0,18% ante los incrementos del tipo de cambio registrados en ese periodo. Como resultado, el BCB incrementó el diferencial de un centavo a dos centavos con el objeto de compensar parcialmente la caída que había sufrido la comisión.

La política cambiaria en los tiempos de la depreciación (1989 – 2005)

Básicamente, el sistema cambiario de *crawling peg* se caracteriza por presentar movimientos graduales y no anunciados de la paridad cambiaria frente al dólar estadounidense, ya sea hacia arriba o abajo.

De manera inicial y hasta junio de 1994, la política cambiaria tuvo como objetivo central mantener un tipo de cambio real bilateral constante respecto al dólar estadounidense, es decir, mantener la competitividad con respecto a este país.

Gráfico 3: Tasas de depreciación nominal anuales
(En porcentaje)



Fuente: Banco Central de Bolivia

Esta estrategia implicó minidevaluaciones constantes que debían permitir, por un lado, reducir las brechas entre la inflación doméstica y la externa (en tal sentido, el tipo de cambio debía variar a un ritmo igual al diferencial entre ambas tasas de inflación) y, por otra parte, contener las expectativas inflacionarias de los agentes económicos. Dada la indexación de la inflación interna al régimen cambiario y viceversa, las altas cifras de variación de precios todavía existentes implicaron tasas elevadas de variación cambiaria durante los años posteriores al ajuste (Gráfico 3).

No obstante, fue en esta fase cuando la dolarización financiera registró un ascenso sostenido y acelerado, pasando de una participación de los depósitos en dólares sobre el total de 55% en 1986 a 93% en 1994. Este comportamiento se explicó principalmente por la tendencia a la depreciación nominal del boliviano respecto al dólar y por las altas tasas de interés reales que los activos en dólares ofrecían, comparativamente superiores a las tasas de interés reales en moneda nacional. Ante esta situación, los agentes económicos formaron expectativas de depreciación continua de la moneda nacional, lo que a su vez los llevó a preferir mantener sus ahorros en moneda extranjera.

A partir de julio de 1994, el BCB introdujo una nueva metodología para el seguimiento del tipo de cambio, denominado el Tipo de Cambio Referencial de la Paridad Central. A pesar del cambio de metodología, la finalidad de la política cambiaria continuó orientada a preservar la competitividad cambiaria, aunque en esta ocasión se consideraba un tipo de cambio real multilateral, alineado con los fundamentos de mercado y la búsqueda de un equilibrio externo de la economía en el mediano plazo. En ese sentido, el seguimiento a la competitividad pasó del cálculo de un Índice de Tipo de Cambio Real bilateral con EE.UU. al cálculo del Índice de Tipo de Cambio

Efectivo Real (ITCER) multilateral.¹⁴ Con este nuevo indicador, las variaciones de tipo de cambio ahora guardaban relación con el comportamiento de la inflación externa y las variaciones cambiarias de un conjunto de países.

A partir de mayo de 1997, el cálculo del ITCER incluyó adicionalmente a dos importantes socios comerciales: Argentina y Perú. Por su parte, se determinó 1996 como año base y los ponderadores empleados estuvieron definidos por el volumen de comercio con estos socios registrados durante los años 1996 y 1997. Asimismo, se adoptó un intervalo de referencia de $\pm 2,5\%$, aspecto que en ningún momento se consideró como un compromiso del BCB.

Cabe destacar que la orientación de la política cambiaria también estuvo afectada por diferentes choques externos. En 1994, por ejemplo, se registró una crisis cambiaria en México, que se expandió a otras economías de la región, que de la noche a la mañana se vieron escasos de fondos y endeudados a corto plazo, destacando el caso de Argentina. Posteriormente, entre 1998 y 2002, tuvo lugar un periodo caracterizado por crisis cambiarias de gran magnitud en América del Sur. A mediados de 1998, Brasil enfrentó continuos ataques especulativos sobre su moneda, que llevaron a una reducción sostenida de sus reservas internacionales y a la adopción de un régimen de flotación en enero de 1999. Por otra parte, en Argentina, la adopción del régimen de Caja de Convertibilidad ocasionó la sobrevaluación de su tipo de cambio, lo cual, junto a crecientes niveles de dolarización, *shocks* externos, acumulación de deuda y crisis de balanza de pagos, llevó a ese país a una profunda crisis cambiaria y financiera, culminando en la caída del régimen a inicios de 2002.

A este contexto de crisis se sumaron los déficits en cuenta corriente de algunos socios comerciales, asociados a un entorno internacional poco favorable. Las depreciaciones de las monedas de Argentina y Brasil fueron significativas, alcanzando en 2002 a tasas de 222% y 53%, respectivamente. Esta coyuntura obligó a los países vecinos a actuar de manera similar, evidenciándose una oleada de depreciaciones en la región.

En este entorno, el BCB aplicó una política más activa de depreciaciones nominales para preservar la competitividad cambiaria, debilitada ante la apreciación real de la moneda nacional; principalmente durante el segundo semestre de 2002. De manera complementaria, el BCB en octubre de 2002 decidió ampliar el *spread* cambiario de 2 a 4 centavos; empero, la medida fue revertida porque se interpretó como una aceleración de la depreciación. Fueron principalmente los deudores al sistema financiero quienes se manifestaron en contra de esta medida, ya que sus pasivos en dólares se verían incrementados en moneda nacional con la supuesta depreciación.

14 Un análisis más completo sobre el ITCER se encuentra en la Segunda Parte del Volumen II de la serie, referente a la Política Cambiaria.

En 2004, se revisó nuevamente la metodología de cálculo del tipo de cambio real, trasladando el periodo base de 1996 a 2003.

Entre 1994 y 2005, la adopción de un enfoque multilateral como referente de la competitividad, permitió mayor estabilidad en la evolución del tipo de cambio, a la vez que permitió capturar de mejor manera las señales del mercado internacional. Sin embargo, la depreciación nominal del boliviano se mantuvo como característica básica del enfoque, hasta alcanzar a mediados de 2005 un valor de Bs8,10 por dólar, el nivel histórico más alto.

En 2005, el ritmo de depreciación disminuyó registrando a finales de ese año la variación más baja desde la adopción del nuevo régimen. Este menor ritmo de depreciación fue consistente con las revaluaciones nominales en países vecinos y una menor demanda de divisas en el Bolsín, en 2004 se anotó la demanda más baja desde su implementación en 1985, hecho asociado a su vez a resultados favorables en el sector externo. Esta situación ocurría en un escenario en el que aún se evidenciaba un rol importante del tipo de cambio como “ancla nominal” en la economía nacional.

En ese sentido, en julio de 2005 se retomó el objetivo de ampliar el *spread* cambiario, pero esta vez disminuyendo el tipo de cambio de compra en lugar del incremento del tipo de cambio de venta, dado el fracaso de la medida de 2002, ampliándose el *spread* de 2 a 4 centavos de boliviano. Posteriormente, en agosto se amplió nuevamente el *spread* a 6 centavos, para luego ampliar nuevamente el diferencial a 8 centavos en octubre.

El régimen cambiario *crawling peg*, entre 1985 y 2005, mantuvo los rasgos principales del régimen establecido en 1985, destacando especialmente las continuas depreciaciones nominales y graduales de la moneda nacional. En este sentido, el régimen cambiario fue instrumentado mediante variaciones del tipo de cambio nominal que permitían mantener creciente o al menos constante el índice de tipo de cambio real (primero con respecto al dólar y luego con respecto a las monedas de los principales socios comerciales), argumentando que con ello se preservaría la competitividad externa del sector transable de la economía boliviana. En la práctica, esta orientación de la política cambiaria se había traducido en mayor inflación y elevada dolarización sin mejorar la competitividad externa del país.

3.2. La política cambiaria en Bolivia a partir de 2006

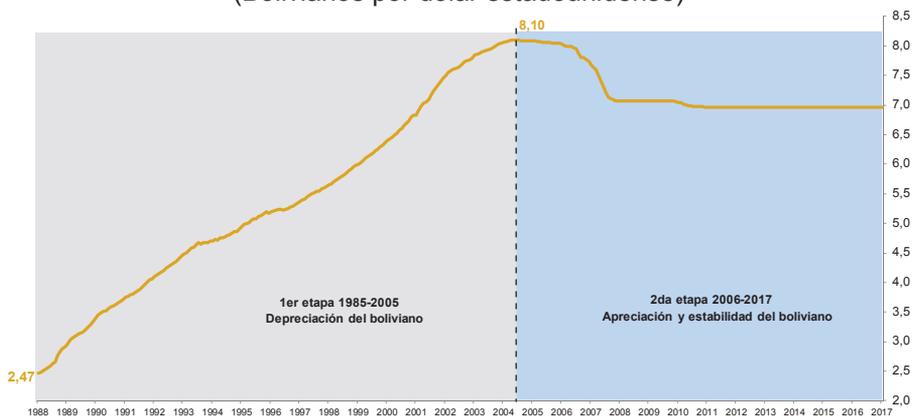
A partir de 2006 con la aplicación de Nuevo Modelo Económico, la política cambiaria se orientó principalmente al mantenimiento de la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional y a la profundización de la bolivianización, sin descuidar la

competitividad externa pero ahora con referencia al nivel del tipo de cambio real de equilibrio.

Este último implica evitar que el índice de Tipo Cambio Real multilateral presente desviaciones persistentes respecto a su nivel de equilibrio, es decir, considerar no sólo las variaciones del tipo de cambio nominal y la inflación de los socios comerciales, sino también el comportamiento de los principales equilibrios macroeconómicos internos (por ejemplo el resultado de la cuenta corriente de la balanza de pagos y de las cuentas fiscales, entre otros).

A partir de 2006, con superávits en la cuenta corriente y en el sector público, el tipo de cambio real de equilibrio se apreció y por tanto era posible apreciar el tipo de cambio real efectivo sin generar pérdida de competitividad. A su vez, la apreciación nominal coadyuvaría al control de la inflación importada que registró fuertes ascensos con el alza de precios internacionales de los alimentos y, adicionalmente, se daría inicio a la desdolarización al inducir una valorización de la moneda nacional con respecto a la moneda extranjera. Esta orientación determinó una nueva trayectoria del tipo de cambio nominal, caracterizada por apreciaciones del boliviano que se alternaron con periodos de estabilidad, en función a las condiciones del contexto externo e interno (Gráfico 4), en contraposición a la tendencia a la depreciación observada sistemáticamente entre 1985 y 2005.

Gráfico 4: Evolución del tipo de cambio oficial de venta
(Bolivianos por dólar estadounidense)



Fuente: Banco Central de Bolivia

El nuevo enfoque de la política cambiaria, contiene rasgos propios que lo distinguen de la ortodoxia convencional en la cual se deja que el mercado determine la paridad. Más específicamente, el esquema contempla la administración del tipo de cambio, determinándose sus movimientos en función a las señales de la inflación importada, el tipo de cambio real de equilibrio, el entorno y la presencia de choques externos, los

cambios en los flujos de capital, las variaciones cambiarias y de precios de los socios comerciales y, principalmente, las expectativas de la población.

Los movimientos del tipo de cambio son graduales, con una volatilidad acotada. Por tanto, se mantiene el régimen cambiario de pequeñas variaciones no anunciadas de la paridad (*crawling peg*); pero con modificaciones sustanciales en los objetivos, la orientación y la referencia de equilibrio. La racionalidad para que el BCB administre las variaciones del tipo de cambio es que los mercados cambiarios son heterogéneos, menos informados y más amplios; por tanto, más proclives a mayor volatilidad y sobre-reacción. Este enfoque se complementa con la instrumentación de la política monetaria que se realiza mediante un mecanismo en el que los montos de los títulos de regulación monetaria son fijados y se subastan las tasas de interés. Es decir, el BCB administra el tipo de cambio nominal y deja al mercado la determinación de las tasas de interés monetarias, ya que este es un mercado homogéneo donde participan pocas entidades financieras que son agentes económicos más informados.¹⁵

Se destaca que en una situación en la que el tipo de cambio habría sido determinado por el mercado, como suelen recomendar algunos analistas y organismos, la sobre-reacción y volatilidad habría sido mayor que la observada en los países con esquemas de flexibilidad cambiaria.¹⁶ Por tanto, puesto que las expectativas en el mercado cambiario boliviano son particularmente sensibles como para dejarlas a las fuerzas del mercado, se ha considerado conveniente operar con una administración del tipo de cambio nominal por parte del BCB, evitándose volatilidades y sobre-reacciones que no sólo habrían implicado elevada inflación, políticas monetarias procíclicas y desaceleración económica como la observada en otros países, sino también una reversión del proceso de bolivianización lo que por sí solo implicaría enormes pérdidas para el país.

La nueva orientación de la política cambiaria permitió sobrellevar diferentes *shocks* que tuvieron lugar a partir de 2006. Por una parte, se observó un marcado ascenso en las cotizaciones internacionales de productos básicos (alimentos y energía) aspecto que, por una parte, permitió mayores ingresos por exportaciones y una mejora de los términos de intercambio; sin embargo, también tuvo efectos sobre los precios domésticos al generar repuntes en la inflación importada, especialmente en 2007-2008 y 2010-2011.

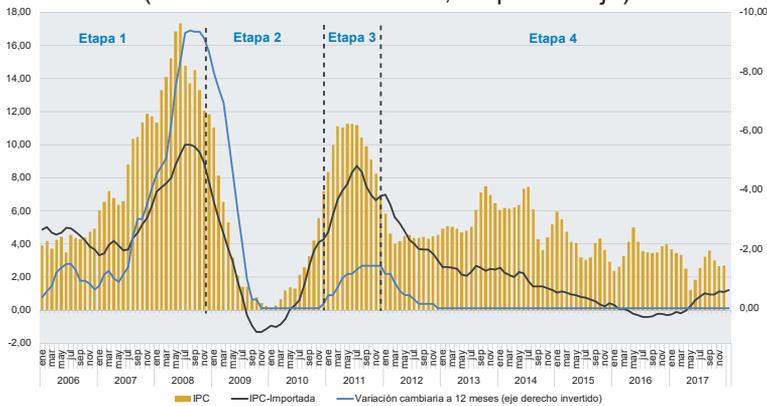
15 La instrumentación de las políticas monetaria y cambiaria en Bolivia contrastan con el régimen de metas de inflación, en el cual se fijan las tasas de interés y se deja que las fuerzas del mercado determinen el tipo de cambio.

16 A diferencia de otros países donde el tipo de cambio es observado sólo por quienes realizan transacciones con el exterior; el mercado cambiario en Bolivia tiene un gran número de participantes, prácticamente toda la población está atenta a la cotización de la divisa con un elevado grado de asimetría de información. Asimismo, la sensibilidad se exacerba debido a un pasado no muy distante de elevada dolarización, la histéresis generada con el proceso hiperinflacionario de los años ochenta y la todavía existente dolarización, principalmente en los precios de activos inmobiliarios que, al constituirse en la principal forma de riqueza de las familias, origina una elevada sensibilidad frente a las variaciones cambiarias.

Ante esta situación la política cambiaria se convirtió en un instrumento efectivo que apoyó al control de la inflación. En efecto, a partir de 2006, las apreciaciones nominales fueron relevantes para el control de la inflación importada, la cual a partir de este periodo, fue menor que la inflación externa relevante, evidenciando la efectividad de la política cambiaria.

En el análisis de la orientación de la política cambiaria a partir de 2006 se puede apreciar su carácter contracíclico, distinguiendo cuatro etapas, dependiendo de si el objetivo era controlar las presiones inflacionarias externas o mantener la estabilidad interna de la economía y anclar las expectativas de la población (Gráfico 5).

Gráfico 5: Inflación total, inflación importada y variación cambiaria
(Variaciones interanuales, en porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística – Banco Central de Bolivia

Etapas 1: Apreciación y mitigación de presiones inflacionarias externas (2006-2008)

Entre 2006 y la primera mitad de 2008, la apreciación del boliviano buscó mitigar las presiones inflacionarias externas que comenzaron a acrecentarse a partir de 2007 por el alza de los precios internacionales de las materias primas y el debilitamiento del dólar estadounidense a nivel mundial.

La apreciación tuvo también el objetivo de recuperar espacios para la política monetaria disminuyendo la dolarización. Al consolidarse la nueva orientación de la política cambiaria, los agentes económicos modificaron sus expectativas respecto al comportamiento futuro del tipo de cambio, lo que, llevó a que el rendimiento de los activos en moneda extranjera disminuya con relación al rendimiento de los activos en moneda nacional. Este efecto se amplificó con la disminución de las tasas de interés en moneda extranjera debido a la aplicación de tasas de encaje legal más altas para este tipo de depósitos.

Etapas 2: Crisis internacional y estabilidad cambiaria (2008-2010)

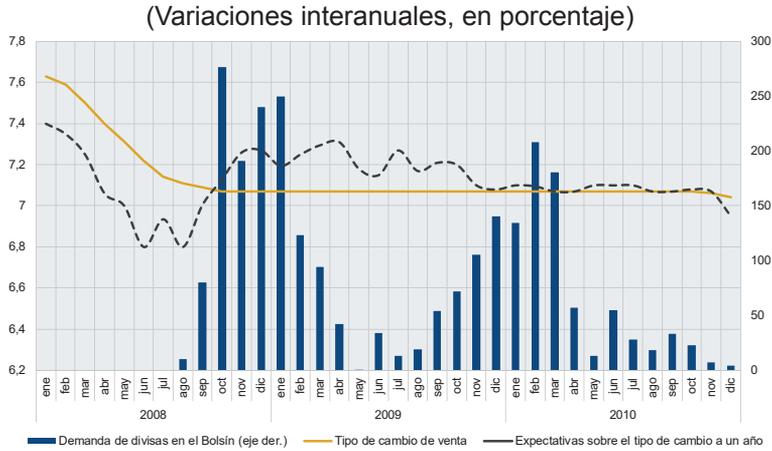
La crisis financiera internacional que se originó en EE.UU. y tiene como epicentro la caída de *Lehman Brothers* en septiembre de 2008, se transformó al poco tiempo en una crisis económica global con caídas en la actividad económica y el comercio mundiales. Esto ocasionó una disminución de los precios internacionales y, por ende, de las presiones inflacionarias de origen externo. Al mismo tiempo, las salidas de capitales de las economías emergentes y en desarrollo generaron depreciaciones de las monedas en países con flexibilidad cambiaria.

En un contexto de fuerte volatilidad cambiaria en la región, se generaron expectativas de depreciación en Bolivia y las ventas netas de divisas al BCB por parte del sistema financiero cesaron, transformándose en demanda de dólares que excedió a la oferta diaria. En este contexto era fundamental anclar las expectativas y, considerando que la inflación importada disminuyó sustancialmente, el BCB decidió mantener estable el tipo de cambio, medida que se extendió hasta finales de noviembre de 2010. A esto se sumó la orientación expansiva de la política monetaria adoptada por el BCB con el objeto de enfrentar el contexto externo adverso, expresada en una enorme inyección de liquidez y una rápida y efectiva disminución de las tasas de interés de política monetaria.

Paralelamente y con el mismo objetivo, la autoridad monetaria amplió de forma importante la oferta diaria de divisas en el Bolsín e impuso el límite de 1 centavo de boliviano (por encima del tipo de cambio de venta y por debajo del tipo de cambio de compra) al margen para las operaciones de cambio en las entidades de intermediación financiera (EIF) y casas de cambio. Adicionalmente, a partir de enero de 2009 se disminuyó la comisión por transferencias del exterior de 1% a 0,6% y se incrementó la comisión por transferencias al exterior de 0,2% a 0,6%

Como resultado de este conjunto de medidas, la venta de dólares en el Bolsín tendió a disminuir en la primera mitad de 2009, al punto de ser prácticamente cero en el mes de mayo; además, las expectativas de los agentes se contuvieron, aspecto que se expresó en la convergencia al nivel del tipo de cambio oficial a finales de 2009 (Gráfico 6).

Gráfico 6: Venta de divisas, variaciones porcentuales del tipo de cambio y expectativas



No obstante, a partir de la segunda mitad de 2009 la demanda de dólares se incrementó nuevamente, por lo que para evitar que las turbulencias financieras internacionales afecten al sistema financiero nacional y desincentivar los movimientos de capitales especulativos se disminuyó el límite de la posición larga en moneda extranjera, MVDOL y otras monedas extranjeras de 70% a 60% del patrimonio contable de las EIF; y se estableció un límite a las inversiones en el exterior de los bancos equivalente al 50% de su patrimonio neto. Estas medidas, junto con el carácter temporal de la demanda de divisas, permitieron su normalización a partir de abril de 2010.

Etapa 3: Nuevas presiones inflacionarias externas y apreciación moderada (2010-2011)

A finales de 2010, se observó una recuperación sustancial de los precios internacionales de materias primas que generaron nuevas presiones inflacionarias. No obstante, estas fueron de menor magnitud comparadas con las observadas entre 2007 y 2008. En ese sentido, el BCB retomó la apreciación cambiaria, aunque a un ritmo menor. Además, el retiro de impulsos monetarios con la orientación contracíclica de la política monetaria también contribuyó a mitigar las presiones inflacionarias de ese momento.

Cabe señalar que este comportamiento dio un nuevo impulso al proceso de bolivianización y a la acumulación de las reservas internacionales, las cuales se incrementaron en un 40% entre enero de 2010 y diciembre de 2011.

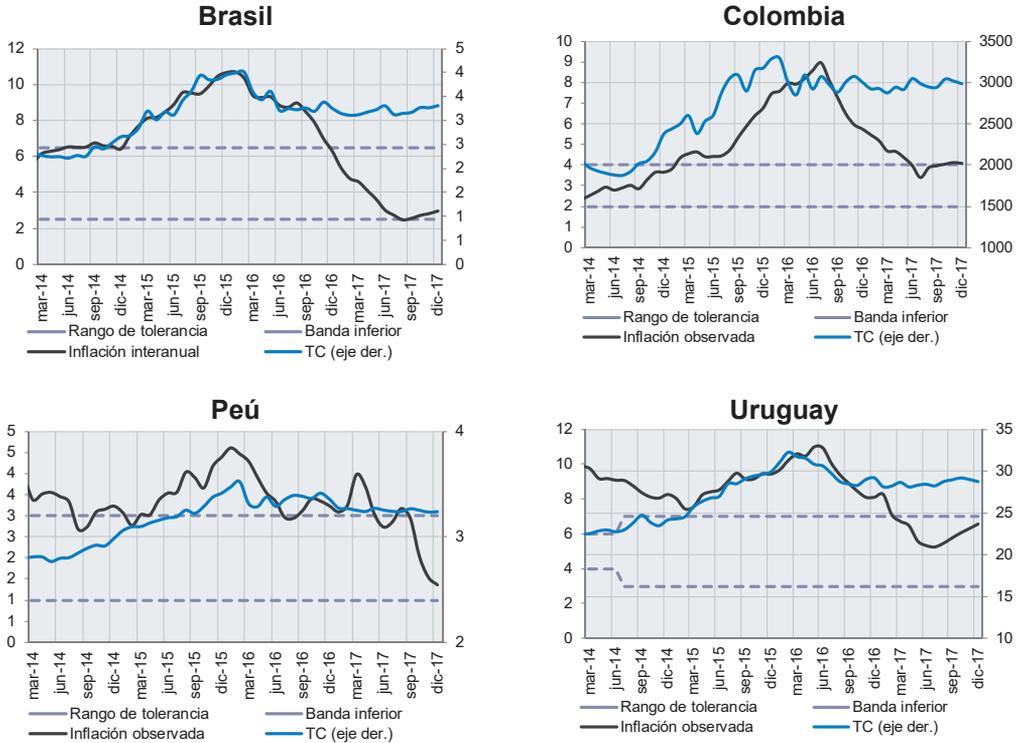
Etapas 4: Estabilidad cambiaria (2011-2017)

A finales de 2011, en línea con el descenso de las presiones inflacionarias externas y la sucesión de diferentes crisis, el ente emisor decidió mantener estable el tipo de cambio de venta en Bs6,96 y el de compra en Bs6,86, niveles que aún están vigentes en la actualidad.

En 2011, en un contexto de débil recuperación de las economías avanzadas luego de la crisis financiera internacional, comenzaron a observarse nuevas señales de desaceleración con la crisis de la deuda soberana en la Zona Euro, dando lugar a descensos de los precios internacionales de las materias primas y la fuga de capitales. Posteriormente, los anuncios de normalización de la política monetaria en Estados Unidos generaron una alta incertidumbre y volatilidad en los mercados financieros internacionales y especialmente en los cambiarios. A mediados de 2014, luego de un periodo leve de recuperación, los precios de las materias primas descendieron de forma sostenida, fenómeno que fue denominado por organismos internacionales como el fin del súper ciclo de las materias primas o el nuevo normal.

Ante este contexto de elevada incertidumbre, las monedas de los países que presentaron los mayores grados de volatilidad correspondían a economías con regímenes cambiarios flexibles. En el caso de los países de América del Sur con esquemas de flexibilidad cambiaria y regímenes monetarios de metas de inflación, sus monedas tendieron a depreciarse especialmente desde la gestión 2014, acelerándose en 2015 y alcanzando niveles máximos en la primera mitad de 2016 (Gráfico 7). Este comportamiento estuvo vinculado fundamentalmente a la sobre-reacción del mercado y de las expectativas de los agentes económicos, ante los anuncios del posible retiro de los estímulos monetarios en EE.UU. Adicionalmente, la caída de la cotización de las materias primas en mercados internacionales a partir de mediados de 2014, también influyó en este comportamiento.

Gráfico 7: Inflación y depreciación de países seleccionados
(En porcentaje)



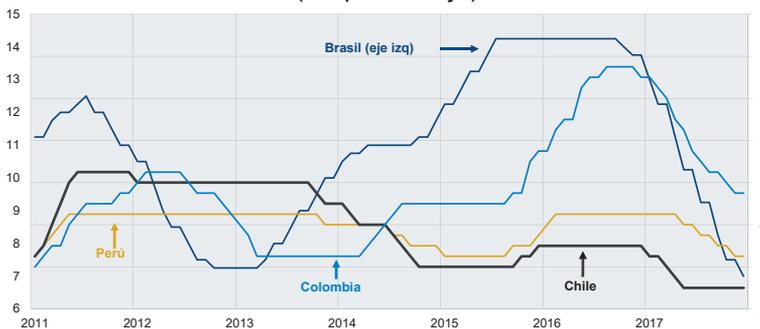
Fuente: *Bloomberg*

Es importante resaltar que estos movimientos fueron el reflejo de una sobreacción del mercado y de las expectativas de sus agentes económicos más que la decisión de sus autoridades de buscar una depreciación de sus monedas, ya que en muchos casos, estas aplicaron diferentes medidas para tratar de contener dichos movimientos, sin lograrlo eficazmente. En efecto, de acuerdo con los datos de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), en los primeros diez meses de 2015, las reservas internacionales de América Latina y el Caribe registraron una contracción de 3,8%, la mayor desde 2003.

Como consecuencia de las elevadas depreciaciones de sus monedas, la inflación en estos países subió sustancialmente, reflejando un elevado coeficiente de traspaso del tipo de cambio a la inflación (efecto *pass-through*), ocasionando que éstas se sitúen incluso por encima de sus metas establecidas, principalmente entre 2015 y 2016.

Como mencionamos previamente, estas economías adoptaron un régimen monetario de metas de inflación, esquema que utiliza la tasa de interés como único instrumento de política para alcanzar el objetivo.¹⁷ En ese sentido, ante el incremento de la inflación por encima de sus metas explícitas de corto plazo, los bancos centrales de estos países decidieron incrementar sus tasas de interés, especialmente en Brasil y Colombia (Gráfico 8).

Gráfico 8: Tasas de interés de política monetaria de economías seleccionadas
(En porcentaje)



Fuente: *Bloomberg*

En efecto, aplicaron una política monetaria contractiva para controlar la inflación, con el consiguiente efecto negativo sobre la actividad económica, resaltando el carácter procíclico de sus políticas. En el marco del análisis del trilema de política económica, estos países decidieron adoptar un esquema de flexibilidad cambiaria, libertad de movimientos de los flujos financieros y una política monetaria autónoma. Posteriormente, dada la orientación contractiva de la política monetaria y a medida que el contexto internacional transitaba a un escenario más favorable, las monedas de los países de la región tendieron a apreciarse, lo cual contribuyó a reducir las presiones inflacionarias.

Ante este contexto de elevada volatilidad de las paridades en los países vecinos, el BCB decidió continuar con la estabilidad del tipo de cambio con el propósito de mantener ancladas las expectativas. En ese sentido, al contrario de lo sucedido en las economías de la región con flexibilidad cambiaria y metas explícitas de inflación, en Bolivia se mantuvo la orientación de la política cambiaria de acuerdo a los objetivos establecidos, se logró una política monetaria autónoma y efectiva en el control de la inflación y en el apoyo al dinamismo de la actividad económica, además de mantener una libertad de movimiento de los flujos financieros. En efecto, las restricciones establecidas en el marco del trilema de política económica pierden validez en el caso de Bolivia, al lograr alcanzar los tres vértices del triángulo con que se representa esta teoría.

17 Para una explicación más detallada sobre este esquema monetario, ver el Recuadro 1 Regímenes monetarios alternativos, del Libro II de esta serie referente a "La Política Monetaria".

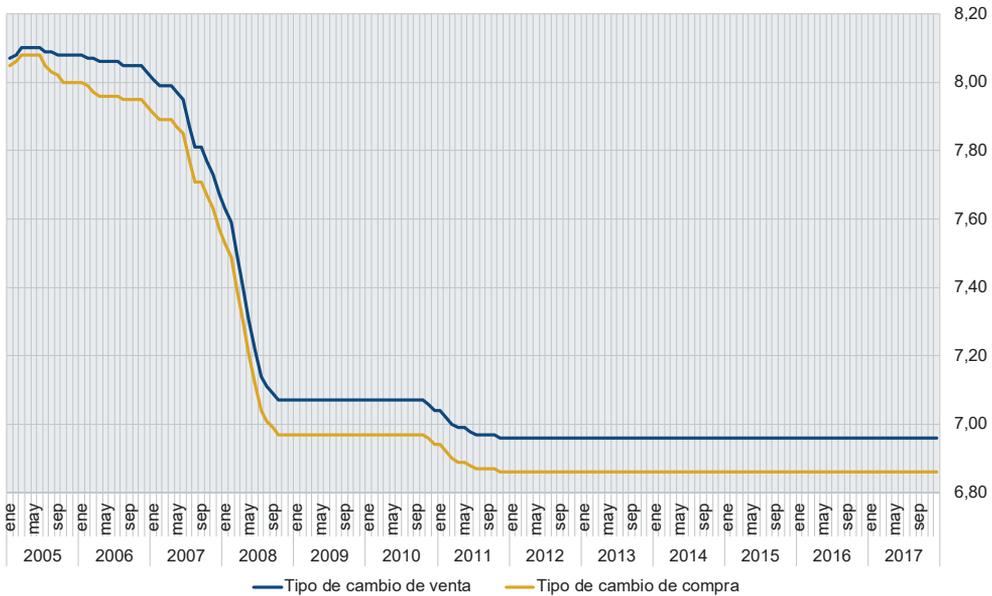
Un enfoque heterodoxo: El uso de varios instrumentos

Una característica importante de la política cambiaria implementada entre 1987–2005 fue el uso del tipo de cambio, como uno de los principales instrumentos. Si bien se implementó el diferencial entre los tipos de cambio de compra y venta, su uso fue esporádico y concentrado en el último año de este período. Por el contrario, a partir de 2006, la política cambiaria se caracterizó por el uso de diferentes instrumentos con el propósito de complementar y coadyuvar la orientación de la política cambiaria y monetaria. Cabe destacar que, de no haberse complementado el uso del tipo de cambio, con el manejo activo de otros instrumentos, rasgo particular del nuevo régimen, el logro de los resultados en bolivianización y control de expectativas no se hubiera alcanzado con la rapidez y contundencia observada. Dentro de estos instrumentos se destacan:

- i) **Diferencial entre los tipos de cambio de compra y venta.** Este instrumento fue introducido por el BCB en marzo de 1989 y era equivalente a 1 centavo de boliviano. Este diferencial se mantuvo invariable por una década, hasta que en febrero de 1999 se amplió de uno a dos centavos. Luego de casi cuatro años de mantenerse sin modificaciones, en octubre de 2002 se amplió el *spread* cambiario de 2 a 4 centavos, incrementando el tipo de cambio de venta a la vez que el de compra se mantuvo invariable. Sin embargo, esta medida fue revertida, puesto que la población lo interpretó como una aceleración de la depreciación.

Posteriormente, en el segundo semestre de 2005, el diferencial tuvo una dinámica importante en su evolución, pasando en pocos meses de 2 a 8 centavos, tras haber estado congelado por años. Finalmente, en marzo de 2006 se lo volvió a ampliar pasando de 8 a 10 centavos, diferencial que se mantiene hasta la actualidad (Gráfico 9). Esta medida, complementada con la apreciación de la moneda nacional, coadyuvaría a impulsar el proceso de bolivianización en los siguientes años, puesto que al encarecer las operaciones de cambio de ida y vuelta desincentiva el uso de la moneda extranjera como reserva temporal de valor e impulsa el uso del boliviano en dicha función y como medio de pago.

Gráfico 9: Spread cambiario
(En bolivianos por unidad de dólar estadounidense)



Fuente: Banco Central de Bolivia

ii) Límites máximos y mínimos a los tipos de cambio de venta y compra.

A finales de 2008, las repercusiones de la crisis financiera internacional comenzaban a sentirse en el mercado cambiario. Se registró un alza de la demanda por dólares que incitó a las EIF a cobrar un tipo de cambio de venta muy por encima del oficial, alimentando aún más las expectativas de depreciación de la moneda nacional. Frente a esta situación, en marzo de 2009 fue aprobado el nuevo Reglamento de Operaciones Cambiarias establecido por el BCB, mediante el cual se fijó un límite máximo al tipo de cambio de venta al público y un límite mínimo para el de compra en aquellas transacciones efectuadas por las entidades de intermediación financieras y no financieras. Tales límites se fijaron simétricamente en un centavo por encima y uno por debajo de los tipos de cambio oficiales de venta y de compra del BCB, respectivamente. Esta medida tuvo el propósito de evitar distorsiones en el mercado cambiario y limitar posiciones discriminatorias por asimetrías de información, lo que coadyuvó a reducir la especulación cambiaria evitando costos adicionales a la población y a anclar las expectativas en torno al tipo de cambio oficial.

iii) Comisiones a las transferencias de fondos desde y hacia el exterior del sistema financiero. En diciembre de 2007 (vigente a partir de 2008), se estableció una comisión de 1,0% a las transferencias de recursos desde el exterior a través del BCB, con el fin de disuadir la entrada de capitales especulativos de corto plazo atraídos por las elevadas tasas de interés de política monetaria establecidas para mitigar la elevada inflación que durante ese periodo se presentó en la economía nacional. En procura de evitar efectos sobre los exportadores y la población receptora de remesas, las operaciones a través del BCB de exportación y remesas por montos menores a \$us1.000 quedaron exentas del pago; al igual que las operaciones para el Cuerpo Diplomático, Agencias de Cooperación y Organismos Internacionales. Paralelamente se mantuvo la comisión de transferencias hacia el exterior en 0,2% para el sector privado y de 0,1% para el sector público.

Posteriormente, ante un cambio en la dirección de los flujos externos con crecientes transferencias hacia mercados de capitales foráneos, el descenso de la liquidez por el choque adverso de términos de intercambio y el descenso de las tasas de interés internas frente a la necesidad de impulsar la actividad económica; en diciembre de 2008 (con vigencia a partir de 2009) se aumentó la comisión por las transferencias hacia el exterior para el sistema financiero de 0,2% a 0,6% y se redujo aquella para transferencias desde el exterior de 1,0% a 0,6%. Profundizando dicha orientación, desde el año 2010 hasta 2015, la comisión de transferencia de fondos al exterior para el sistema financiero se estableció en 1,0%, mientras que la comisión de transferencia de fondos del exterior se mantuvo en 0,6%. En febrero de 2016, se incrementó la comisión por transferencia de fondos al exterior hasta 1,6%, mientras que la comisión por transferencia de fondos del exterior bajó a 0,0%. Posteriormente, en marzo de 2017, se modificó la comisión por transferencia de fondos al exterior, aumentándola hasta 2,0%. Estas modificaciones contribuyeron a desalentar la salida de capitales y divisas al exterior en un contexto de políticas monetarias y fiscales expansivas que sostuvieron el dinamismo de la actividad económica.

iv) Límites a las inversiones en el exterior. En función al mismo objetivo de regular el flujo de salida de recursos hacia otras economías el BCB redujo el límite a las inversiones en el exterior con recursos de las Compañías de Seguros a 10% en 2009 y 2012, dado el contexto externo adverso luego del estallido de la crisis financiera internacional y la crisis de deuda europea, respectivamente; además de la orientación contracíclica de la política monetaria.

Posteriormente, este límite se incrementó a 30% en 2013 y se mantuvo en 2014. Este incremento consideró la necesidad de incrementar el nivel de liquidez interno dada la expectativa de desaceleración de la actividad económica en ese año, junto con un escenario de inflación moderada. En 2015, el límite fue reducido hasta un 10%, considerando que se registraron las mayores caídas de términos de intercambio de los últimos años con la consiguiente desaceleración de nuestros socios comerciales, aspectos que demandaron la implementación de políticas para dinamizar la actividad económica interna. Este límite se mantiene a la fecha.

En el caso de las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP), de acuerdo con el Artículo 41 de la Ley N° 1732 (Ley de Pensiones de 1996): “El Directorio del BCB fijará el límite máximo autorizado para inversiones en títulos valores de emisores constituidos en el extranjero, el cual no podrá ser menor a diez por ciento (10%) ni mayor a cincuenta por ciento (50%) de cada fondo de capitalización individual.”. En ese sentido, el BCB fijó el límite máximo de inversión del Fondo de Capitalización Individual (FCI) en el extranjero para las AFP en 12% de sus recursos de inversión en 2007. Posteriormente, el BCB redujo el límite en 2pp, tomando en cuenta el objetivo de regular el flujo de recursos a otras economías y estar acorde con la orientación expansiva de la política monetaria. El BCB aprobó los límites para sus inversiones en el exterior hasta 2010, año de la promulgación de la Ley N° 65 (Ley de Pensiones) donde ya se establece que es la Gestora de la Seguridad Social de Largo Plazo quien definirá las políticas de inversión para cada Fondo Administrado en el marco de los límites de inversión previstos en esa Ley.

Finalmente, con relación a las inversiones en el extranjero de las EIF, a solicitud del BCB la ASFI estableció en 2010 un límite máximo para las inversiones en el exterior por parte de las entidades bancarias (con excepción de las sucursales de bancos extranjeros constituidos en el país), del 50% del patrimonio contable. Esta medida fue adoptada con el objeto de minimizar la exposición a los riesgos por las inversiones en el exterior realizadas por los bancos nacionales. Posteriormente, el Artículo 471 de la Ley N° 393 (Ley de Servicios Financieros) emitida el 21 de agosto de 2013 establece que la ASFI reglamentará los límites máximos de inversiones en el extranjero. En ese sentido, se modificó el límite para las inversiones en depósitos a plazo fijo y títulos valor en el exterior del 50% a 25% del Capital Regulatorio del Banco en junio de 2016, en línea con la orientación contracíclica de las políticas económicas.

- v) **Reglamento de Posición de Cambios.** Otro instrumento a disposición del BCB es el establecimiento de los límites a la posición larga o corta de las EIF. La posición larga se define como la diferencia entre los activos y pasivos de una EIF en una determinada denominación; mientras que la posición corta es la diferencia entre sus pasivos y activos en una misma denominación. En septiembre de 2007, el BCB estableció un límite de 70% del valor de patrimonio contable a la posición larga en moneda extranjera (ME), moneda nacional con mantenimiento de valor respecto al dólar estadounidense (MVDOL) y otras monedas extranjeras (OME); y un límite a la posición corta en las mismas denominaciones de 20% del valor del patrimonio contable. Posteriormente, en diciembre de 2009, con vigencia a partir de marzo de 2010, se disminuyó el límite a la posición larga a 60%; buscando generar incentivos para que la bolivianización de los activos de las EIF acompañe a la de sus pasivos. Justamente, en una primera instancia, la bolivianización fue más evidente en los depósitos, por lo que, con la reducción del límite de posición larga, las EIF tuvieron que reconvertir varios de sus activos de moneda extranjera a moneda nacional, principalmente los créditos. Este límite se mantiene a la fecha. En cuanto al límite a la posición corta para las mismas denominaciones de 20% se mantuvo invariante hasta septiembre de 2016 cuando se incrementó a 30%. Esta medida se justificó dado el hecho que en 2016 muchas EIF estaban al límite de la posición corta establecida, especialmente los bancos múltiples, lo cual podría provocar que estas entidades adquieran dólares con el fin de aumentar sus activos en moneda extranjera y así reducir su posición corta.
- vi) **El Bolsín del BCB.** Otro factor importante a considerar con relación a la política cambiaria implementada en este periodo fue el funcionamiento del Bolsín. Si bien entre 2006 y la primera mitad de 2008 el mecanismo de ventas a través de este medio estuvo vigente, la demanda de divisas prácticamente fue nula, reflejo en parte de la liquidez existente en moneda extranjera como resultado de los elevados superávits en cuenta corriente de la balanza de pagos y el pronunciado proceso de desdolarización financiera y real en la economía nacional. No obstante, esta tendencia se revirtió en el segundo semestre de 2008, cuando la volatilidad de los mercados cambiarios a nivel internacional aumentó, a raíz de la crisis financiera internacional. Las depreciaciones de las monedas de los países vecinos se acentuaron, generando expectativas de depreciación en los agentes económicos que impulsó nuevamente las compras a través del Bolsín.

En este contexto y como señal de la fortaleza de las reservas internacionales, se decidió ampliar en octubre de 2008 la oferta diaria de divisas de \$us15 a \$us50 millones, lo que contribuyó a estabilizar las expectativas y contener los repuntes en la dolarización. Esta mayor oferta se mantuvo en los siguientes cuatro años, fortaleciendo la confianza en la estabilidad del tipo de cambio.

Posteriormente, nuevamente se incrementaría la demanda de divisas de manera significativamente en 2012, especialmente de parte de algunas entidades nacionales que buscaban adquirir bonos soberanos del Gobierno boliviano emitidos en mercados financieros internacionales. Ante este incremento atípico en la demanda de divisas, la autoridad monetaria optó por triplicar la oferta diaria de dólares hasta \$us150 millones, emitiendo una clara señal sobre la sostenibilidad del tipo de cambio. A partir de mediados de 2013, la demanda por divisas en el Bolsín tendió a moderarse en niveles bajos con algunos leves repuntes entre finales de 2015 y principios de 2016.

Al examinar el comportamiento del Bolsín desde 2006, se evidencia la importancia de la credibilidad de la política cambiaria sustentada en el hecho de que la cantidad demandada de divisas no superó a la oferta diaria. Esto se advierte al observar la provisión adecuada de dólares a los agentes, incluso superando significativamente los montos demandados. Los incrementos oportunos de la oferta de divisas por parte del BCB, en coyunturas de exacerbación de las expectativas, fueron importantes para evitar movimientos abruptos de las mismas y también para resguardar la bolivianización.

vii) Ventas directas. Mediante Ley N° 291 de Modificaciones al Presupuesto General del Estado del 22 de septiembre de 2012 se creó el Impuesto a la Venta de Moneda Extranjera (IVME), entrando en vigencia en diciembre de ese año por 36 meses, con una alícuota de 0,7% de la base imponible. Los sujetos pasivos de este impuesto fueron las entidades financieras bancarias y no bancarias, además de las casas de cambio. En ese sentido, a partir de diciembre de 2012, el BCB reglamentó la venta inmediata (ventas directas) de dólares estadounidenses al público a través de ventanillas del BCB y/o Banco Unión S.A., con el fin de garantizar la liquidez en dólares en la economía nacional. Posteriormente, con el vencimiento del IVME en diciembre de 2015, no fue necesario más la venta a través de ventanillas del Banco Unión S.A., manteniéndose solamente las ventas a través de las ventanillas del BCB.

Asimismo, adicional a las ventas directas mencionadas, el BCB permitió el acceso al Bolsín por parte del sector privado no financiero a partir de enero de 2013, mediante la introducción de las ventas de dólares al público por medio

del Bolsín con un monto mínimo de \$us100.000 y en múltiplos del mismo monto, los cuales se acreditan al día siguiente de su adjudicación. Hasta antes de esta medida, solo las EIF podían realizar la solicitud por cuenta propia o a nombre de terceros instruyendo el débito y abono de sus cuentas en el BCB.

Posteriormente, a partir de junio de 2013 se estableció que esta modalidad de venta de dólares se pueda completar de forma inmediata, en el día, accediendo a una oferta diaria de \$us30 millones que se asignan por orden de llegada, con un mínimo de \$us100.000 y al tipo de cambio vigente en la fecha. Este mecanismo también se puede realizar mediante el débito en cuentas en moneda nacional y abono en cuentas en dólares en las EIF.

Las medidas aplicadas por el BCB aseguraron la liquidez en dólares a toda la población. En efecto, el acceso al Bolsín por parte del sector privado no financiero reemplazó a la demanda del sistema financiero que hasta diciembre de 2012 accedía con exclusividad a este mecanismo. En contraste, las Ventas Directas se han convertido en el instrumento más utilizado desde su implementación. De este modo a partir del 13 de enero de 2015 la oferta diaria de dólares del BCB a través del Bolsín disminuyó de \$us120 millones a \$us100 millones, incrementando la oferta de Ventas Directas de \$us30 millones a \$us50 millones.

En síntesis, las diferentes medidas preventivas adoptadas (comisiones y límites) y los instrumentos a disposición del BCB (*spread* cambiario, el Bolsín, las ventanillas y ventas directas), en línea con el direccionamiento de la política cambiaria (apreciación y/o estabilidad) permitieron evitar flujos de capitales especulativos y una menor exposición a la excesiva volatilidad en los mercados cambiarios internacionales, característica de la mayoría de las economías de la región, especialmente de las que adoptaron un sistema de tipos de cambio flexible.

3.3. Relación entre el comercio exterior y el tipo de cambio

La teoría económica convencional señala que una depreciación de la moneda nacional puede ser un instrumento expansivo dado que tendría por resultado un incremento de las exportaciones netas de un país y, por ende, una mayor producción nacional (ganancia de competitividad). El efecto expansivo de la depreciación sobre la actividad económica se da mediante un aumento de la demanda agregada. Esta última es afectada por dos canales. Por un lado, la depreciación ocasiona un repunte de las exportaciones debido a que los productos nacionales ahora son más baratos que los extranjeros y, por otro lado, se da una mayor demanda por los bienes no transables locales, dado que se encarecen los precios de los bienes importados: efecto ingreso y efecto sustitución.

Como con cualquier teoría, surgieron diferentes trabajos que buscaron verificar el cumplimiento de esta teoría, encontrándose resultados variados y disímiles. No obstante, resalta el hecho de que varios documentos obtuvieron resultados que apuntan a que no se cumpliría en un gran número de países.

En ese sentido, la idea de que la competitividad no vendría a estar definida por el comportamiento de una sola variable, como el tipo de cambio, ha generado un arduo debate. Al respecto, vale la pena resaltar que el Foro Económico Mundial (WEF, por sus siglas en inglés), define la competitividad como “el conjunto de instituciones, políticas y factores que determinan el nivel de productividad de un país”.¹⁸ Desde 1979, el WEF elabora anualmente el Reporte Global de Competitividad (RGC), en el cual se analizan los distintos factores macro y microeconómicos que determinan la competitividad de los países.

Este reporte presenta al grado de competitividad de los países a partir de un análisis de su nivel de productividad. Para medir la productividad de un país se consideran doce pilares o factores que están interrelacionados entre sí: Instituciones; Infraestructura y conectividad; Ambiente macroeconómico; Salud; Educación; Eficiencia del mercado de bienes y servicios; Eficiencia del mercado laboral; Mercado financiero eficiente; Nivel de adopción de la tecnología; Tamaño de mercado; Entorno de innovación; y Aplicación de ideas innovadoras. Cada factor propuesto se apoya en bases teóricas sólidas y está respaldada por evidencia empírica.

El nivel de competitividad de un país es complejo de medir, y sería un error sostener que una sola variable puede afectarla; como en el caso del Tipo de Cambio Real (TCR). En ese sentido, a partir de 2008 el WEF excluye al TCR del conjunto de determinantes de la competitividad externa argumentando su ambigüedad.

Ante estos resultados y acorde con el enfoque neo estructuralista, comenzó a surgir la idea de que las depreciaciones podrían tener efectos contractivos sobre la actividad económica, tanto en el corto como largo plazo, debido a que no se cumplirían todos los supuestos establecidos por la teoría convencional.

De acuerdo con Acar (2000) y Baquero (2001), existen diferentes canales de transmisión por los cuales las depreciaciones pueden afectar a la economía. Los mismos pueden ser agrupados en dos grandes categorías, los provenientes tanto del lado de la demanda como del lado de la oferta.

18 Para mayor información véase el Reporte Global de Competitividad 2015–2016.

Canales de transmisión por el lado de la demanda:

- i) **Importaciones.** En una situación inicial donde existe un déficit comercial, una depreciación empeoraría la situación provocando una disminución del ingreso real de la economía, debido al alza de precios transables y del valor de las importaciones. De esta forma se encarecen los precios de bienes de consumo final y de capital afectando a consumidores y productores.
- ii) **Distribución del ingreso.** Una depreciación aumenta el ingreso de los agentes asociados al sector transable, con baja propensión marginal a consumir, y disminuye el ingreso de los trabajadores, cuya propensión marginal a consumir es elevada, dado el bajo nivel salarial que poseen y, por lo tanto, la poca probabilidad de ahorrar. Con todo, se genera una caída del consumo agregado.
- iii) **Efecto de balance real.** Una depreciación genera un alza de precios de los bienes transables, aumentando el nivel general de precios que repercute en la caída de los salarios reales y, por ende, del consumo. El impacto final depende del nivel de participación de los bienes transables en la estructura de consumo de las familias.
- iv) **Deuda externa.** Muchos países en desarrollo tienen saldos de deuda externa significativos que se encuentran expresadas en dólares estadounidenses. En esos casos una depreciación incrementa el servicio de la deuda externa (se necesitan más unidades de moneda nacional para pagar una unidad de dólar), lo que reduce la riqueza neta del país, afectando, a su vez, a la inversión y el consumo.
- v) **Burbuja especulativa de demanda.** En una depreciación real esperada, los agentes económicos, tratando de protegerse de los efectos de la depreciación, demandan una cantidad de bienes tangibles, por ejemplo bienes inmuebles. Esto se da especialmente en países con sistemas financieros poco desarrollados. En el corto plazo puede haber una expansión de la actividad (mayor demanda) pero esta se revierte en el largo plazo (menor demanda) dado que los agentes consumen más en el presente sacrificando parte de su consumo futuro.
- vi) **Canal impositivo.** Esto se da cuando existen aranceles *ad valorem* sobre los precios de bienes transables. Una depreciación provoca que los precios de los bienes transables sean mayores lo que implica que los aranceles

(recaudación fiscal) también aumentarán. Esto provoca una caída del ingreso disponible privado y, posteriormente, de la demanda.

vii) Tasas de interés. Una depreciación no anticipada suscita una caída de la riqueza de las familias (suponiendo que la riqueza de las familias se encuentra expresada principalmente en moneda nacional), incentivando una mayor demanda por activos financieros que, a su vez, ocasiona un alza de las tasas de interés. Finalmente, esto lleva a una caída del consumo presente.

Canales de transmisión por el lado de la oferta:

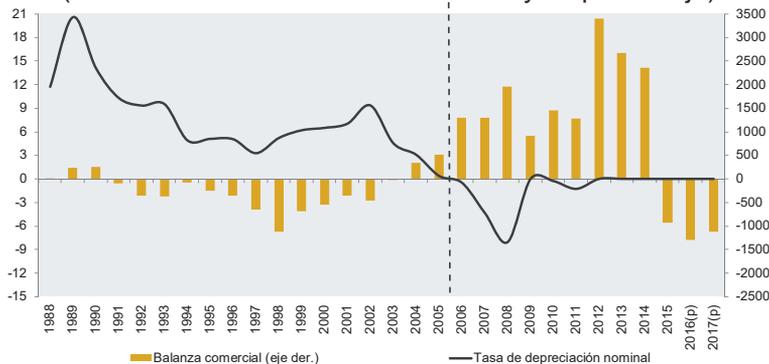
- i) Insumos importados.** Típicamente en los países en desarrollo su estructura productiva tiene una alta dependencia de insumos importados (materias primas, bienes intermedios o de capital). Una depreciación genera un alza de los costos de insumos importados, por ende, se reduce la demanda por estos, ocasionando que las empresas produzcan menos, contrayendo la oferta agregada.
- ii) Indexación de salarios nominales.** Una depreciación aumenta los precios de los transables, después del nivel de precios en general y, finalmente, ocasiona una caída de los salarios reales. Eventualmente, los trabajadores exigirán un alza de sus salarios nominales para mantener su poder adquisitivo, generando mayores costos de producción y, por consiguiente, una caída de la producción doméstica.
- iii) Costos de capital de trabajo.** Esto se da en países con sistemas financieros desarrollados donde las empresas pueden acceder a financiamiento foráneo. Una depreciación aumenta la tasa de interés lo cual implica mayores costos para financiar el capital de trabajo y, posteriormente, una caída de la producción local.

Por muchos años, las políticas económicas, especialmente en América Latina, fueron conducidas bajo el supuesto de que la mejor forma de impulsar el crecimiento o lograr una balanza comercial equilibrada era aplicando una política cambiaria orientada a la depreciación nominal, sin considerar los efectos adversos que se podrían suscitar. Entre estos casos se encuentra Bolivia, donde por muchos años (entre 1988 y 2005), se aplicó una política de constantes depreciaciones buscando mantener su competitividad externa, sin lograr reducir sus permanentes déficit comerciales y mucho menos incentivar un mayor dinamismo e impulsar su actividad económica.

En efecto, durante los primeros años del régimen *crawling peg* se advirtieron tasas de depreciación elevadas. En este tiempo solo se observaron leves superávits

comerciales en dos años, 1989 y 1990. Desde entonces, se registrarían continuos déficits comerciales, en promedio iguales a \$us412 millones, a pesar que la moneda nacional se depreciaba a tasas cercanas al 7% en promedio. A pesar de las constantes depreciaciones, la balanza comercial continuaba siendo negativa, llegando incluso a registrar un saldo comercial igual a -\$us1.126 millones en 1998. En 2004 y 2005 se volvieron a observar superávits después de más de una década cuando las tasas de depreciación eran las más bajas del periodo analizado (Gráfico 10).

Gráfico 10: Balanza comercial y tasa de depreciación nominal
(En millones dólares estadounidenses y en porcentaje)



Fuente: Unidad de Análisis de Políticas Sociales y Económicas – Instituto Nacional de Estadística

Una explicación a este comportamiento se encuentra en el elevado efecto traspaso de las variaciones del tipo de cambio a los precios. Durante este periodo, las significativas depreciaciones nominales de la moneda nacional se transformaban en incrementos de precios, que no permitían depreciar la moneda en términos reales.

Posteriormente, con el cambio de la orientación de la política cambiaria (apreciación y estabilidad) la balanza comercial registró superávits con valores récord. Esto tampoco estaría acorde con la teoría convencional, puesto que ante la presencia de apreciaciones, las exportaciones crecieron más que las importaciones. Por lo tanto, esto implicaría que el desempeño del comercio exterior de Bolivia responde en mayor magnitud a factores como la demanda mundial de sus productos, precios internacionales de materias primas, términos de intercambio y acuerdos comerciales, entre otros.

Finalmente, en los últimos años, los RGC del WEF han reflejado una mejora constante del nivel de competitividad del país. Por ejemplo, en el RGC 2009–2010, Bolivia ocupaba el puesto 120 en el ranking de competitividad global, mientras que en el RGC 2013–2014 el país subió al puesto 98. Este resultado refleja el mejor desempeño de Bolivia en diferentes pilares, tales como ambiente macroeconómico en el que se asciende del sitio 60 en el ranking al 28, en el mismo periodo de análisis.

4. El proceso de bolivianización de la economía

Uno de los logros más importantes de los últimos doce años es recuperar el uso de nuestra moneda que es explicada en esta sección, analizada en un contexto internacional y de periodos anteriores.

4.1. La dolarización en América Latina

La dolarización, que se produce cuando una moneda extranjera fuerte (generalmente el dólar estadounidense) reemplaza a la moneda nacional en cualquiera o todas sus funciones de dinero (depósito de valor, medio de pago, unidad de cuenta y patrón de pagos diferidos), ha sido un fenómeno económico recurrente en varias economías en vías de desarrollo (sobre todo las latinoamericanas). Esto surge por la desconfianza que tienen los agentes económicos en la moneda local, después de episodios de desequilibrios macroeconómicos. La dolarización financiera, es decir en depósitos y créditos del sistema financiero, es el caso más común en América Latina, fenómeno que se agudizó en la región en los años ochenta después de importantes procesos inflacionarios y devaluaciones abruptas que desencadenaron un deterioro en el valor de las monedas locales.

Por el contrario, se entiende por desdolarización el proceso de reversión de la dolarización; es decir, cuando la moneda nacional recupera sus funciones de dinero: como medio de pago, unidad de cuenta y reserva de valor¹⁹. Entonces con el término bolivianización nos referimos al proceso de desdolarización que se viene consolidando en Bolivia desde 2006, dado que la población utiliza en mayor medida al boliviano, en lugar del dólar americano, en todas sus transacciones económicas y financieras.

Cabe aclarar que existen diversos criterios técnicos para clasificar a la dolarización (taxonomía de la dolarización), los cuales se exponen a continuación:

La dolarización formal (también conocida como *de jure*) se produce cuando un país adopta como moneda de curso legal al dólar (u otra moneda extranjera fuerte), reemplazando a la moneda nacional en todas sus funciones de dinero, por lo que el grado de dolarización es total, se entiende que es una dolarización por el lado de la oferta (el Banco Central o gobierno de ese país).

También se puede presentar algunos casos de dolarización semioficial, cuando la intermediación financiera está plenamente dolarizada, protegida a la vez por algún tipo de legislación o ley. No obstante, en este caso, existe una moneda nacional de curso legal que cumple las funciones de medio de pago y unidad de cuenta.

19 El dinero cumple las siguientes funciones: medio de pago (para la compra y venta de bienes y servicios), reserva de valor (pues resguarda un poder adquisitivo) y unidad de cuenta (de los precios y cotizaciones económicas).

Asimismo, se tiene a la dolarización informal o *de facto* cuando es por el lado de la demanda, es decir de la población que utiliza la moneda extranjera para sus transacciones. Se la denomina así cuando los residentes de un país reemplazan a la moneda local por una extranjera en alguna de las funciones del dinero, sin embargo, esta última no es reconocida como la moneda de curso legal forzoso. En este sentido, surgen las siguientes categorías de dolarización *de facto* o parcial: i) Dolarización financiera (o dolarización de depósitos y créditos)²⁰ que se refiere a una economía en la cual la moneda extranjera cumple la función de reserva de valor y patrón de pagos diferidos dentro del sistema financiero, ii) Sustitución de monedas en la cual la moneda extranjera cumple la función de medio de pago, iii) Dolarización real donde los contratos, salarios y los precios de bienes y servicios se encuentran denominados en moneda extranjera y se ajustan a las variaciones del tipo de cambio. Adicionalmente, en varias economías cobró relevancia el uso de instrumentos de política monetaria en moneda extranjera, a lo que algunos autores lo denominan como dolarización monetaria.

Cuadro 1: Taxonomía de la dolarización

ORIGEN	STATUS LEGAL	FUNCIONES DEL DINERO SUSTITUIDAS	GRADO
Dolarización de oferta	Formal (de jure)	Todas las funciones del dinero: M*=M	Total
Combinación	Semioficial	M: Medio de pago y unidad de cuenta M*: Reserva de valor y patrón de pagos diferidos	Parcial
Dolarización de demanda	Informal (de facto)	Dolarización de depósitos: Reserva de valor Dolarización de créditos: Patrón de pagos diferidos Sustitución de monedas: Medio de pago Dolarización real: Unidad de cuenta	Parcial (moderada, alta)

Fuente: Elaboración en base a Aguilar (2012)

Notas: M: Moneda nacional, M*: Moneda extranjera

La dolarización tiene consecuencias negativas y positivas para un país, entre las primeras la literatura económica señala como las principales a las siguientes: i) el banco central pierde el control de la oferta monetaria por la imposibilidad de controlar la cantidad de dinero en moneda extranjera; ii) no existe la posibilidad de financiar parte del déficit fiscal con señoreaje; iii) ante emergencias financieras o crisis de liquidez el banco central debe recurrir a las reservas internacionales o endeudamiento externo y ve limitada la su posibilidad de actuar como prestamista de última instancia, y iv) puede existir una mayor volatilidad del producto debido a la ausencia o restricciones de las políticas monetaria, cambiaria y fiscal para estabilizar el impacto de *shocks* externos y los ciclos económicos en el sector real (Levy, 2012).

20 Hardy y Pazarbasioglu (2006), realizan una distinción entre la “dolarización de pasivos o de depósitos”, en la que los bancos tienen sus obligaciones en moneda extranjera y la “dolarización de activos o de créditos”, en la que los bancos realizan sus colocaciones en moneda extranjera a los residentes –inclusive quizá al gobierno. Sin embargo, en este documento se agrupa a estas dos como dolarización financiera, dado que en muy pocos casos se podría tener solo una dolarización de depósitos o de créditos, por el equilibrio necesario de las hojas de balance de las entidades financieras.

Adicionalmente, en los casos de dolarización *de facto* o parcial como la financiera, según Baliño *et al.* (1999) y Armas y Grippa (2006), un alto grado de este tipo de dolarización ocasiona dos tipos de desbalances para los agentes económicos²¹: descalces de vencimientos y de moneda. En el primer caso, las entidades financieras presentan desfases en su estructura de plazos, dado que sus obligaciones de corto plazo están denominadas en dólares, mientras que sus activos en la misma denominación tienen plazos de vencimiento más largos; este riesgo de liquidez común en los sistemas bancarios, se hace mucho más latente en una economía dolarizada porque la autoridad monetaria no emite moneda extranjera. En el segundo caso, referido al descalce de monedas, el sector privado no financiero enfrenta un riesgo cambiario, debido a que sus ingresos están denominados principalmente en moneda nacional, mientras que sus deudas están en moneda extranjera, por lo cual ante una depreciación nominal inesperada y significativa se podría debilitar la solvencia del sector privado y, de esta manera, incrementar el riesgo crediticio del sistema financiero.

Respecto a los posibles beneficios, sobre todo en el caso de la dolarización oficial, según la literatura estos podrían ser: i) se espera que baje la tasa de inflación y converja a la del país emisor de la moneda fuerte; ii) los riesgos cambiarios se eliminarían al igual que los riesgos de hoja balance y las tasas de interés de la deuda externa tenderían a bajar; iii) en el corto plazo mejora la disciplina fiscal, la credibilidad de las políticas económicas y se genera un contexto de estabilidad que favorece a los flujos de capital (no obstante, el riesgo soberano permanece), y iv) se promueve la integración financiera y del comercio internacional.

Como se mencionó anteriormente, los procesos de dolarización (principalmente financiera) comenzaron a tomar fuerza en los años setentas en América Latina, producto de episodios de crisis económicas y de inestabilidad financiera en algunos países. No obstante, este fenómeno se agudizó en la región después de importantes procesos inflacionarios y devaluaciones abruptas desde mediados de los años ochenta, desencadenando el deterioro de la función de reserva de valor de las monedas domésticas.

En la medida que la desconfianza en las monedas locales persistió, la dolarización *de facto* se fue profundizando, deteriorando de esa manera sus otras funciones de dinero. Así, en algunos países los residentes incrementaron progresivamente el uso del dólar para realizar sus transacciones convencionales (dolarización de pagos) y en otros incluso se avanzó hacia la dolarización real, donde los contratos, salarios y precios de los bienes y servicios fueron indexados a las variaciones cambiarias.

21 Definido también como distorsiones de hoja de balance por otros autores como Ize y Levy Yeyati (2006).

Muchos países lograron mantener el uso de su moneda a pesar de la incertidumbre, como en Chile, Brasil y Colombia. Otros fueron dolarizados enteramente como El Salvador (2001) que adoptó la dolarización de jure de forma voluntaria y otros tomaron esta opción de forma casi obligada como Panamá (1904)²² y Ecuador (2000) para resolver fuertes problemas económicos. Asimismo, otros países mantienen una dolarización parcial desde hace varias décadas. Desde inicios de la anterior década muchos de estos últimos emprendieron medidas de política económica para desdolarizar sus economías, destacando los casos de Bolivia, Perú y Uruguay.

El caso de Chile

En un contexto de elevada inflación y depreciación del tipo de cambio, a mediados de los años setenta, Chile experimentó una dolarización parcial, incrementándose de manera significativa la utilización del dólar estadounidense en el sistema financiero y como medio de pago para las transacciones de inmuebles. En ese entonces, las autoridades económicas de ese país habían optado por devaluaciones paulatinas para alentar sus exportaciones a la vez que implementaban medidas graduales para la contención de la inflación. Niveles de dolarización financiera próximos al 20% (en el caso de los depósitos) se mantendrían hasta inicios de la década de los noventa.

Sin embargo, la dolarización no era una alternativa consistente con los objetivos de la política económica chilena, por lo cual el Banco Central de Chile (BCCh) asumió medidas para incrementar las operaciones en Unidades de Fomento (UF)²³, además de estabilizar su tasa de interés, usándola como referencia para las operaciones financieras. La UF se constituía en una unidad de cuenta indexada a la inflación y coberturaba a los medios de pago en moneda nacional. Tales medidas contribuyeron a evitar presiones para el incremento de la dolarización hasta la década de los años noventa.

Posteriormente, desde agosto de 2001 el BCCh cambió su Tasas de Política Monetaria (TPM) para ser expresada en términos nominales (abandonando la UF), sin embargo la cobertura de algunos instrumentos indexados continuó y se perfeccionaron nuevos instrumentos de cobertura para el mercado cambiario²⁴. Dado que la confianza en el peso chileno ya estaba consolidada, este cambio trascendental, no afectó a los niveles de dolarización de depósitos y créditos del sector financiero (Gráfico 1a).

22 Desde entonces el dólar ha coexistido con el balboa (su moneda original). Aunque el balboa es una de las dos monedas de curso legal en Panamá, no circulan billetes de balboa sino solo monedas.

23 Unidad de cuenta creada por la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras de Chile en 1967.

24 A partir de la década de los dos mil en Chile se incrementó de manera importante el volumen de transacciones de instrumentos financieros derivados, destacando el caso de forwards en dólares y UF y Swaps de tasa.

El caso de Perú

A inicios de los años noventa, Perú experimentó periodos de inestabilidad económica, caracterizados por altas tasas de inflación, elevados déficits fiscales y niveles de endeudamiento insostenibles. La pérdida del poder adquisitivo de la moneda local ante el acelerado crecimiento de los precios, impulsó a las personas a utilizar el dólar como reserva de valor, incrementando considerablemente sus depósitos y créditos en moneda extranjera en el sistema bancario. Para disminuir la vulnerabilidad de la economía peruana ante posibles crisis de crédito y liquidez (que caracterizó a las economías con elevada dolarización financiera en la región), el Banco Central de la Reserva del Perú (BCRP) decidió promover la desdolarización mediante diferentes medidas monetarias y macroprudenciales para regular la oferta o promover una menor demanda de servicios financieros en moneda extranjera.

En efecto, las políticas implementadas a inicios del año 2000 apuntaron a la internalización de riesgos de las operaciones cambiarias por parte de los agentes económicos mediante la elevación progresiva del requerimiento de encaje de depósitos en moneda extranjera y la aplicación de diferenciales de remuneración para las reservas bancarias favorables a la moneda nacional. Asimismo, fueron importantes las intervenciones cambiarias esterilizadas por parte del BCRP²⁵ (para evitar cambios bruscos en el tipo de cambio), reformas en la posición de cambios (induciendo al calce cambiario), además de la promulgación de la Ley N° 29571 que establece la obligatoriedad de la cotización total de precios (excepto productos ofrecidos desde y hacia al exterior) en moneda nacional.²⁶

Con la aplicación conjunta de las medidas señaladas, la economía peruana logró desdolarizar relativamente su sistema financiero; reduciendo la proporción de depósitos y créditos en moneda extranjera. Los depósitos en dólares alcanzaron su máximo de 71,2% a finales de agosto de 2002, después de reducciones progresivas, actualmente se sitúan alrededor de 36%. Respecto a los préstamos en moneda extranjera, estos llegaron a tener una participación máxima en el total de 79,3% en el mismo periodo, cayendo hasta fines de 2017 a cerca del 29% (Gráfico 1b).

25 Las intervenciones cambiarias del BCRP se llevan a cabo a través de la compra o venta de dólares en el mercado spot, así como a través de swaps y FX swaps. El FX swap es una compra (venta) con compromiso de recompra (reventa) de una moneda con otra.

26 En el mismo sentido, se intensificaron las medidas prudenciales a partir de 2006, como ser evaluaciones de riesgo de moneda para aquellos prestamistas que poseen más del 25% de su cartera en moneda extranjera y requerimientos de liquidez 8% para los activos en MN y 20% para ME.

El caso de Uruguay

En Uruguay, a comienzos de los años ochenta, los precios al consumidor crecían hasta dos dígitos y a inicios de los noventa, alcanzarían su punto más alto, por encima del 120%. Producto de las medidas de ajuste, la inflación comenzó a reducirse en años posteriores hasta 2001; sin embargo, en 2002 apareció un nuevo rebote inflacionario. En el mismo año, se migró a un sistema cambiario más flexible como una medida para alinear las cotizaciones de mercado a la cotización oficial del Banco Central de Uruguay (BCU), además de combatir los efectos rezagados de la crisis argentina de 2001. Esto repercutiría en un incremento importante de la dolarización financiera (sobre todo la de créditos) en agosto de 2002 (83%).

Desde ese entonces, el BCU decidió perfeccionar su régimen de política monetaria, basándolo en un esquema de inflación objetivo pero con una meta intermedia de agregados monetarios (M1)²⁷; y a la vez fue aplicando medidas para fomentar el uso de la moneda local. Estas se concentraron en reformas prudenciales para desincentivar el uso del dólar (tanto en el sistema financiero como en el de pensiones), la penalización de los préstamos en moneda extranjera a los sectores no transables de la economía, además de un mayor requerimiento de capital para los activos en dólares, y la obligatoriedad de que los créditos de consumo sean otorgados en moneda nacional.

Sin embargo, se debe mencionar que, a diferencia de otras economías sudamericanas como Bolivia, este país aún no pudo reducir de manera significativa sus niveles de dolarización, los cuales se encuentran alrededor del 72% y 50% en depósitos y créditos, respectivamente (Gráfico 1c).

Ecuador y la dolarización oficial

En Ecuador, con la caída de los ingresos por exportación de petróleo, en 1998 el déficit en cuenta corriente se profundizó y el déficit fiscal se incrementó de manera significativa dada la menor recaudación tributaria y la elevación de los gastos para atender las afectaciones del fenómeno de El Niño. Por otro lado, el sector financiero registró altos niveles de mora debido a la contracción de la actividad económica. Asimismo, producto de los efectos globales de la crisis financiera de las economías emergentes, las líneas de crédito de bancos extranjeros a bancos ecuatorianos se vieron limitadas, afectando la liquidez de los mismos.

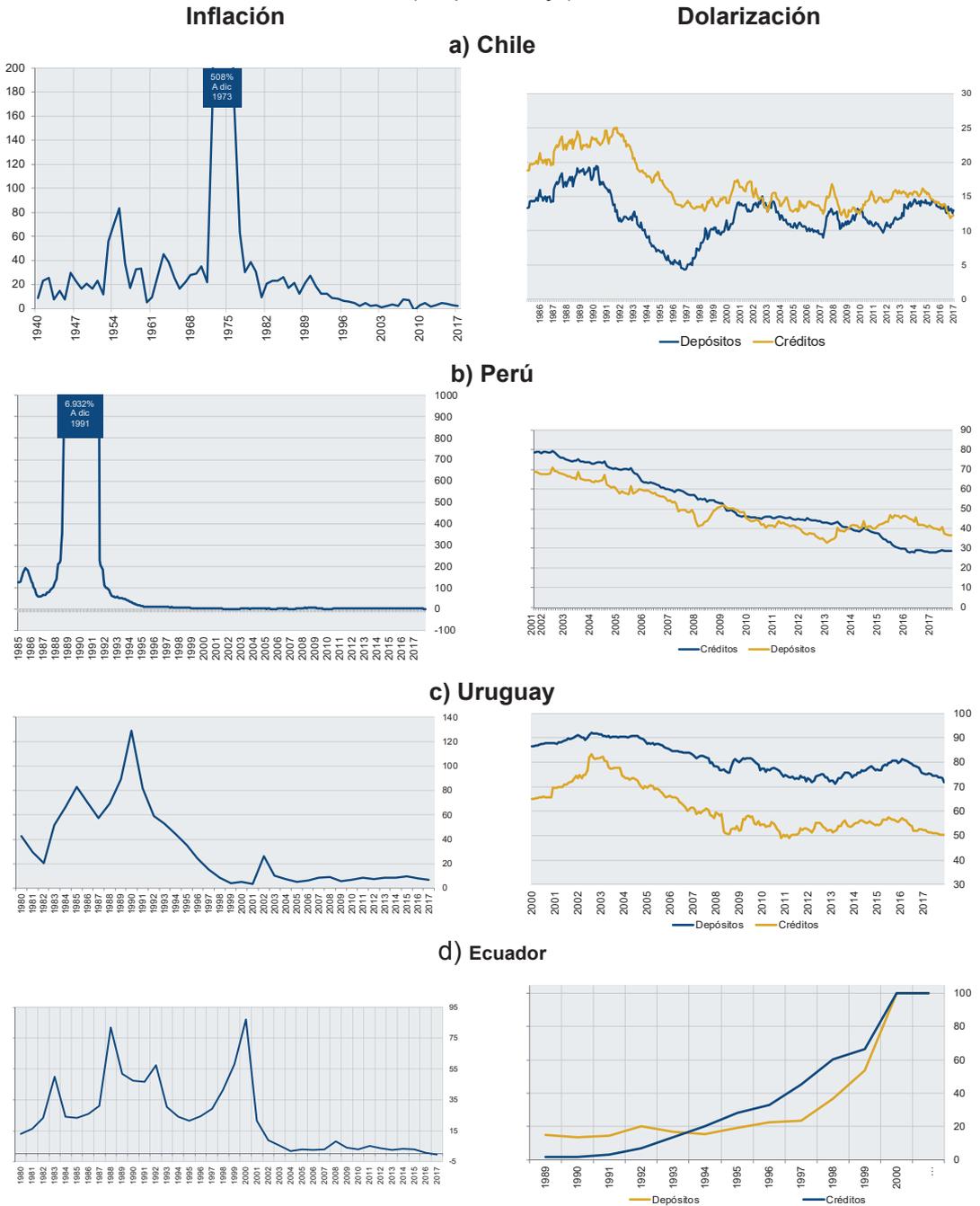
27 M1: Emisión en poder del público + depósitos a la vista + cajas de ahorro.

A fines de 1998, el gobierno estableció la Agencia de Seguro de Depósitos del Ecuador para intervenir en los bancos con problemas garantizando los depósitos del público en el sistema financiero. En 1999, el gobierno central pagó los depósitos de los bancos pequeños quebrados y evitó la caída de los bancos más grandes capitalizándolos con bonos del Tesoro. Estos eran utilizados por los bancos como colaterales de créditos del banco central, repercutiendo en una gran expansión de la base monetaria. La dinámica anterior generó el incremento de la inflación a cifras de dos dígitos, mientras crecía la desconfianza en el sistema financiero y ante lo cual el gobierno determinó el congelamiento temporal de los depósitos.

A inicios del año 2000, ante un panorama de expansión monetaria, elevados retiros bancarios y una depreciación acelerada de la moneda nacional, las autoridades ecuatorianas temiendo un proceso hiperinflacionario, decretaron la dolarización oficial de su economía el 9 de enero. Cabe mencionar que en ese entonces el Ecuador ya mostraba elevados niveles de dolarización no oficial; a fines de 1999 54% de los depósitos y 67% de los créditos, se encontraban denominados en la moneda estadounidense (Gráfico 1d).

Si bien existe cierto consenso respecto a los beneficios de la dolarización para frenar la crisis económica ecuatoriana en un corto plazo, muchos autores son críticos por los efectos de esta medida en el largo plazo. En este sentido, Correa (2004) sostiene que la dolarización en Ecuador es insostenible puesto que este país no comparte los ciclos económicos ni tiene perfecta movilidad de fuerza laboral con el país emisor del dólar (Estados Unidos). En la misma línea, Paredes (2017) plantea que Ecuador debe abandonar la dolarización, dado que la cantidad de dinero en la economía esta exógenamente determinada, exponiéndola de manera severa a las crisis internacionales como la registrada en 2008-2009, donde se contrajo fuertemente la base monetaria, con efectos negativos sobre la liquidez y el mercado laboral.

Gráfico 1: Inflación y dolarización de países seleccionados de América del Sur
(En porcentaje)



Fuente: Bancos centrales e institutos de estadística de los países respectivos

4.2. La dolarización en Bolivia hasta 2005

La economía boliviana experimentó diferentes grados de dolarización parcial en distintas etapas de su historia siendo los desencadenantes comunes episodios previos de alta inflación y depreciación de la moneda. Entre 1971–1973 la inflación alcanzó un promedio mayor a 20%, a lo que se sumó la fuerte devaluación de la moneda de fines de 1972 (68% en octubre de ese año), implicando una importante pérdida del poder adquisitivo de la moneda nacional. En este contexto y ante la decisión oficial de permitir la apertura de cuentas de depósito en dólares en el sistema financiero en 1973, la dolarización en depósitos comenzó a incrementarse paulatinamente hasta bordear el 30% en 1979.

A inicios de los años ochenta, el país ya presentaba serios problemas económicos: elevadas tasas de inflación, desaceleración de la actividad económica, elevado déficit fiscal, un alto costo del servicio de la deuda, caída de reservas internacionales, escases de divisas y una demanda creciente por dólares en el sistema financiero, el cual presentaba altos niveles de mora. En noviembre de 1982 mediante Decreto Supremo (D.S. N° 19249) se estableció la desdolarización forzosa, convirtiendo todos los depósitos y contratos en dólares a moneda nacional a un tipo de cambio preestablecido. Esta medida estaba dirigida a reducir la demanda de dólares en el mercado interno y lograr una mayor tenencia de dólares por parte del Gobierno Central para hacer frente al pago del servicio de deuda externa, además de reponer las ganancias por señoreaje y paliar la situación de morosidad en la cartera de los bancos (Bustos y Escobar, 1985).

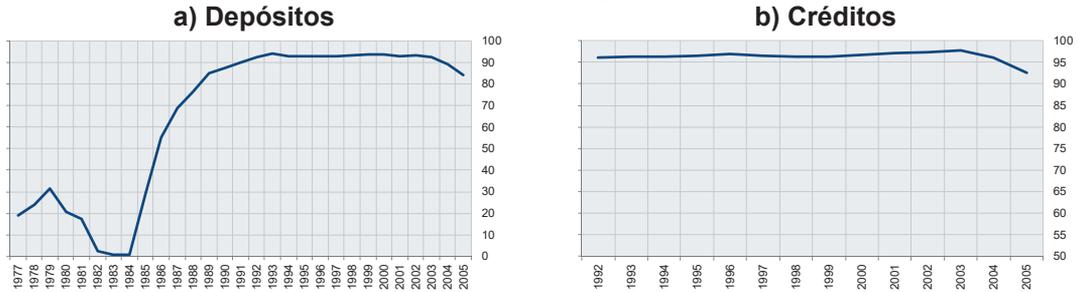
Sin embargo, esta medida fue contraproducente puesto que deterioró aún más la confianza en el sistema bancario e impulsó la expansión del mercado paralelo del dólar, el cual estaba totalmente desconectado del tipo de cambio oficial, exacerbando el proceso inflacionario que experimentó el país. La hiperinflación registrada entre 1982 y 1985 (Gráfico 2), fue detenida en el último semestre de 1985 a través de una serie de medidas de liberalización de los mercados emprendidas por un nuevo gobierno (plasmadas en el D.S. N° 21060 de agosto de 1985), el establecimiento de un régimen cambiario (único) flexible y deslizando (*crawling peg*), y la vigencia de una nueva moneda nacional, el boliviano, en reemplazo del devaluado peso boliviano. Asimismo, como parte del programa de estabilización denominado la Nueva Política Económica-NPE que dio inicio al modelo neoliberal en el país, se levantó de manera definitiva la desdolarización forzada y se permitió realizar depósitos y créditos en moneda extranjera sin mayores restricciones en el sistema financiero nacional. Dado este nuevo marco, en años posteriores la dolarización financiera se elevó rápidamente, alcanzando sus niveles históricos más altos (superiores a 90%) a fines de la década de los noventa, situación que se mantuvo sin muchos cambios hasta 2005 (Gráfico 3a y 3b).

Gráfico 2: Evolución de la inflación en Bolivia
(En porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística

Gráfico 3: Dolarización de depósitos y créditos en Bolivia
(En porcentaje)



Fuente: Banco Central de Bolivia

Hasta el 2005 los niveles de dolarización financiera del país (mayores a 80% y 90% para depósitos y créditos) superaban con creces lo registrado en otros países de la región, exponiendo al público y al sistema financiero a riesgos cambiarios y de hoja de balance (por el descalce plazos y monedas), pues los créditos estaban expresados preferentemente en dólares y la mayoría de los deudores recibían sus ingresos en bolivianos. Asimismo, el avance de la dolarización monetaria, de medios de pago y real hacia cada vez más latente el riesgo de una dolarización total, restringiendo los márgenes de acción de la política monetaria por parte del ente emisor.

4.3. El proceso de bolivianización de la economía nacional a partir de 2006

Ante este contexto, desde 2006 se implementaron una serie de políticas dirigidas a la creación de mecanismos que promuevan un mayor uso de la moneda nacional, repercutiendo positivamente en la recuperación de las funciones de dinero del boliviano. A continuación, se describen los niveles de bolivianización alcanzados en sus diferentes categorías.

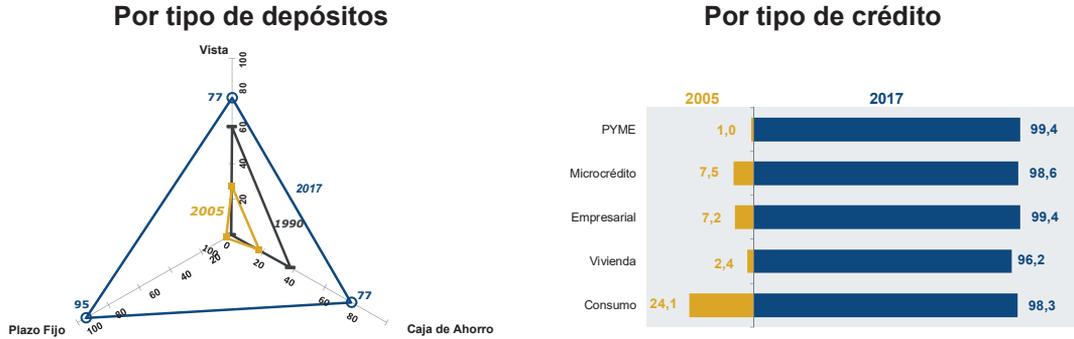
Los Depósitos a Plazo Fijo (DPF) en moneda nacional, pasaron de ser prácticamente inexistentes a inicios de 2005 a representar más del 90% del total de DPF en 2017, lo cual es un indicador de la consolidación de la recuperación de la función de reserva de valor del boliviano. Por su parte, los depósitos más líquidos (depósitos vista y caja de ahorro) que en 2005 exponían altos niveles de dolarización (73% y 82%, respectivamente) para 2017 revirtieron tal situación, alcanzado la bolivianización de los mismos niveles próximos a 80% (Gráfico 4a). Esto denota una mayor preferencia por la gestión de liquidez en moneda nacional, principalmente en el caso de las personas jurídicas (instituciones públicas y empresas privadas). Por su parte, la bolivianización de cartera se profundizó más que la de depósitos, y lo hizo de forma generalizada tanto para créditos productivos (microcrédito, PYME y empresarial) así como para los de vivienda y consumo, en concordancia con el dinamismo de la economía nacional desde 2006. Particularmente, se destaca la bolivianización de préstamos para PYME y al sector empresarial, que en 2005 no superaban participaciones de 1% y 7,2%, respectivamente; mientras que en 2017 estos alcanzaron los niveles más elevados de bolivianización por tipo de crédito. Asimismo, se resalta el caso del crédito de vivienda en bolivianos, que a mediados de la anterior década no excedía el 2,4%; sin embargo, al último año este supera el 96% (Gráfico 4b).

Por tipo de entidad financiera, los bancos (Múltiples y Pymes) son los que exponen una mayor participación de la moneda nacional en sus captaciones (86,7%). Por su parte, las Entidades Financieras de Vivienda - EFV (ex Mutuales) y las Cooperativas de Ahorro y Crédito Abiertas - CAC, si bien muestran importantes niveles de bolivianización de depósitos (73,5% y 77,2%, respectivamente), sus captaciones en moneda extranjera todavía exponen una participación relativamente significativa en comparación con los bancos (Gráfico 4c).

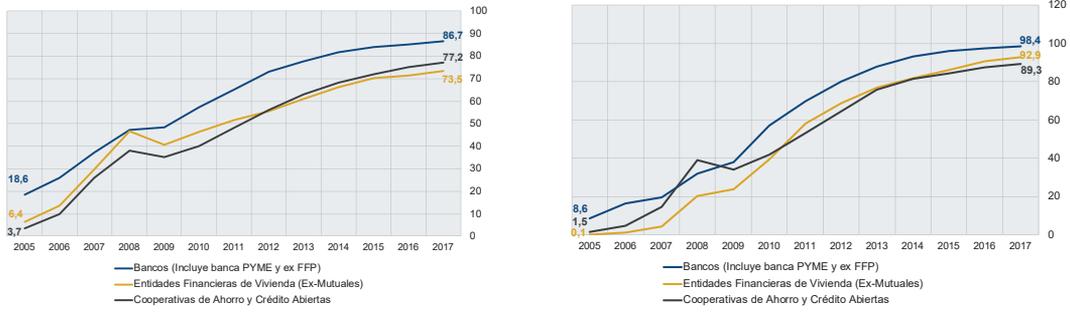
Respecto a los créditos, casi la totalidad de la cartera de los bancos está en bolivianos (98,4%) y las EFV y CAC también reportan niveles elevados de bolivianización de créditos (92,9% y 89,3%, respectivamente; Gráfico 4d). El menor grado de bolivianización financiera de estas últimas entidades, se vincula a sus segmentos de mercado (pequeños ahorristas) y operaciones activas más frecuentes, como ser créditos hipotecarios y de consumo para la compra de inmuebles cuyas transacciones mayoritariamente se realizan en dólares.

Por último, cabe destacar que tanto la desdolarización de depósitos y créditos avanzó con gran intensidad en todo el país (Gráfico 4e y 4f). En el caso de los créditos, a 2017 los nueve departamentos registraron porcentajes de bolivianización superiores a 90%. Esta dinámica, refleja a su vez, la mayor inclusión financiera promovida por las políticas para incrementar la oferta de productos financieros en moneda nacional.

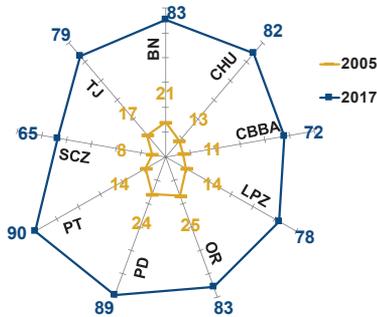
Gráfico 4: Bolivianización financiera
(En porcentaje)



De depósitos por tipo de entidad financiera **De créditos por tipo de entidad financiera**



De depósitos por departamento



De créditos por departamento

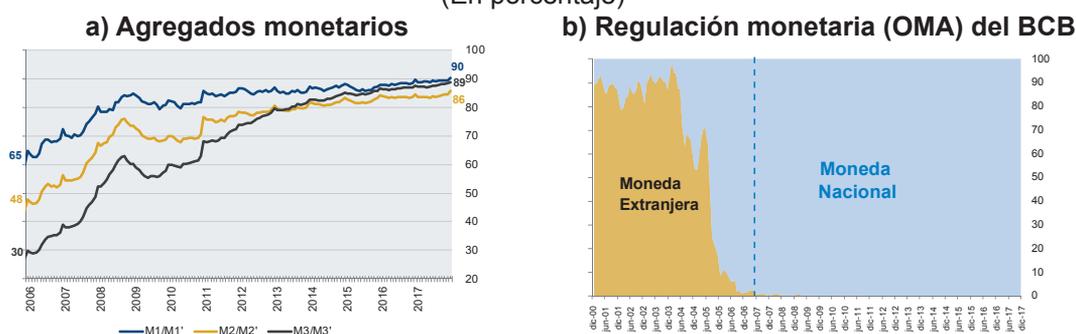


Fuente: Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero y Banco Central de Bolivia

A partir de 2006 se observa una tendencia creciente de la bolivianización monetaria, medida por los ratios de los agregados monetarios $M1/M^1$, $M2/M^2$ y $M3/M^3$ (ver Anexo N° 1). Al respecto, la evolución de los mismos en los últimos años, denota el predominio de la moneda nacional en la cantidad total de dinero de la economía, desde los niveles más líquidos ($M1$ y $M2$) hasta el agregado más amplio analizado ($M3$). Se destaca el grado de bolivianización de este último, pues a diferencia de los demás, en 2005 su participación no superaba el 30%, no obstante en 2017 su ratio

es superior al de agregados más líquidos como M2²⁸ y próximo a 90% (Gráfico 5a). Este resultado, evidencia la consolidación de la recuperación de la función de reserva de valor del boliviano, dado que este agregado incorpora activos de más largo plazo como los DPF.

Gráfico 5: Bolivianización de agregados y operaciones monetarias
(En porcentaje)



Fuente: Banco Central de Bolivia

El análisis de un agregado monetario más amplio (M4: M3 + TPMN), específicamente de su componente de títulos públicos (TP), revela que las principales operaciones en títulos tanto del ente emisor como del órgano ejecutivo tuvieron repercusiones importantes en la bolivianización. En efecto, desde 2006 tanto BCB como el TGN²⁹ fueron impulsando gradualmente una mayor colocación de títulos públicos en moneda nacional (títulos de regulación monetaria y títulos de financiamiento fiscal, respectivamente); reduciendo a la vez la oferta de estos en moneda extranjera. Desde mediados de 2007, casi el 100% de las operaciones monetarias del BCB (OMA, principalmente) se realizan en moneda nacional (Gráfico 5b). Dada la mayor rentabilidad de estas operaciones y el calce necesario de monedas, este hecho incentivó a las entidades financieras a expandir sus operaciones en bolivianos³⁰, promoviendo al mismo tiempo las captaciones y colocaciones en esta denominación. Este hecho favoreció tanto a la bolivianización financiera como a la de medios de pago.

La expansión de la emisión a partir de 2006, acorde con el mayor dinamismo de la economía y la demanda de dinero, también respondió a la bolivianización. En efecto, a medida que los agentes económicos fueron convirtiendo sus activos en moneda extranjera a moneda nacional, el mayor requerimiento de medios de pago y activos en bolivianos se fue incrementado, aunque este comportamiento

28 Incluso se intuye que el grado de remonetización de M3 es superior al de M1, pues se debe considerar que los agregados, por tanto, los ratios estimados, no consideran el circulante en ME (dado que su estimación generalmente no es precisa), por lo cual si se incluyera, todos los ratios bajarían levemente, pero proporcionalmente afectaría más al ratio de M1.

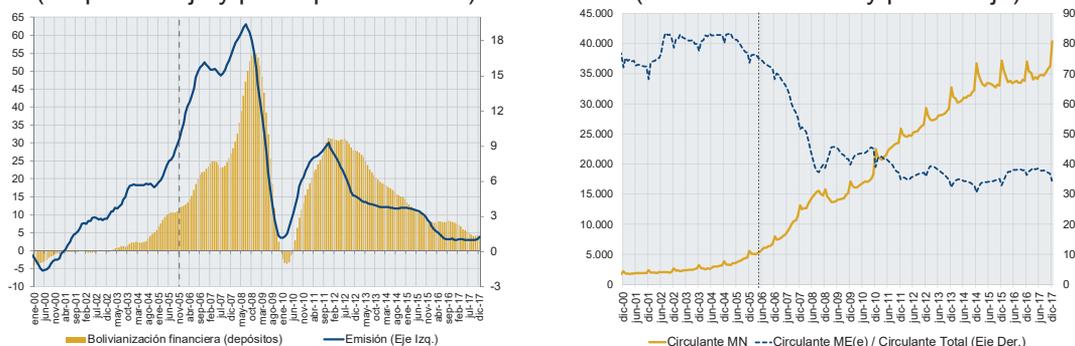
29 Acrónimo referido al Tesoro General de la Nación gestionado por el Ministerio de Economía y Finanzas Públicas a través de Viceministerio del Tesoro y Crédito Público.

30 Entre ellas inversiones temporarias de corto plazo e inversiones de largo plazo.

sufrió temporalmente los efectos negativos de la crisis financiera internacional que incrementó las expectativas de depreciación de las monedas a nivel regional a fines de 2008 y en 2009 (Gráfico 6a). Posteriormente, los impulsos positivos de la bolivianización continuaron producto de la histéresis misma del proceso y gracias a las respuestas de política del ente emisor,³¹ lo cual será detallado en la siguiente sección.

Considerando estimaciones del circulante en moneda extranjera, se advierte que su grado de participación respecto del circulante total disminuyó considerablemente desde inicios del 2006 (Gráfico 6b). Es decir, producto de desdolarización monetaria (y financiera), la bolivianización de medios de pago también tuvo un avance importante en línea con las medidas de política adoptadas por el BCB. La mayor participación de la moneda nacional en el circulante total de la economía se estabilizó alrededor de 65% (por tanto 35% para la moneda extranjera) a partir de 2009,³² en virtud de las expectativas de depreciación de ese entonces y la moderación de la expansión de la emisión.

Gráfico 6: Emisión y circulante en moneda nacional y extranjera
a) Expansión de la emisión y aceleración de la bolivianización
 (En porcentaje y punto porcentuales)
b) Circulante en moneda nacional y extranjera
 (En millones de Bs y porcentaje)



Fuente: Banco Central de Bolivia

Nota: Para la obtención de expansiones suavizadas de los datos del panel a), se tomaron promedios móviles anuales (o a 12 meses)

Emisión: Circulante en MN (billetes y monedas) + Caja del sistema financiero

MN: Moneda Nacional

ME: Moneda Extranjera

(e) Estimado

El análisis de la denominación de los precios (en bolivianos o dólares) de los productos reportados para la canasta básica del Índice de Precios al Consumidor (IPC), permite observar los avances en la bolivianización real, aproximada por la participación de los productos cuyo precio se reporta en moneda nacional y extranjera. En diciembre

31 Ante este contexto el BCB incrementó sustancialmente la oferta de dólares y estabilizó el tipo de cambio, anclando las expectativas del público, con lo cual la bolivianización continuó avanzando.

32 Se estima que a finales de la gestión 2017, el circulante en moneda extranjera estaría alrededor de los \$us3.000 millones.

de 2008 todos los precios de los productos considerados eran reportados en moneda nacional y en moneda extranjera, mientras que en diciembre de 2017 más de la mitad de ellos solo se reporta en moneda nacional. Adicionalmente, se observa un avance significativo en la bolivianización de los precios de bienes y servicios que anteriormente eran reportados preferentemente en dólares, tal es el caso de los electrodomésticos y de servicios turísticos y de educación superior (Cuadro 2).

**Cuadro 2: Bolivianización en precios de productos ofertados.
(En porcentaje)**

Producto	2008	2017(*)	Avance de Bolivianización
Abrigo - chamarra no de cuero para adulto	98,3	100,0	1,7
Abrigo - chamarra no de cuero para niño/niña	97,7	100,0	2,3
Chompa para adulto	99,1	100,0	0,9
Chompa para niño/niña	99,1	100,0	0,9
Prendas de vestir de cuero para adulto	95,1	100,0	4,9
Saco/chaqueta para adulto	87,5	100,0	12,5
Traje sastre para adulto	97,0	100,0	3,0
Pantalón / jeans para adulto	98,6	100,0	1,4
Blusa para mujer	97,7	100,0	2,3
Buzo - chaqueta deportiva suelta para niño/niña	98,8	100,0	1,3
Polera deportiva para adulto	97,2	100,0	2,8
Gorra/visera	96,4	100,0	3,6
Calzados para adulto	99,4	100,0	0,6
Horno a gas	95,8	100,0	4,2
Plancha	98,6	100,0	1,4
Servicio de Internet	97,6	100,0	2,4
Reproductor portátil de música	96,7	100,0	3,3
Juego electrónico/videjuego	91,7	100,0	8,3
Pensión para educación secundaria	99,2	99,2	0,0
Pensión en institutos de idiomas extranjeros	96,4	98,2	1,8
Brasier/sostén	97,4	99,1	1,7
Vestido para mujer	96,3	99,1	2,8
Servicio de música orquesta/banda/amplificación	73,2	99,0	25,8
Aparato telefónico celular	85,1	99,1	14,0
Servicio de seguridad	96,2	100,0	3,8
Modular	95,3	97,7	2,3
Gastos de administración de edificios	92,2	96,1	3,9
Vídeo reproductor/DVD	76,7	99,2	22,5
Llanta/ cámara	90,6	95,3	4,7
Servicio de televisión por cable	65,0	95,0	30,0
Radiograbadora	88,1	96,6	8,5
Alquiler de salón de fiestas	69,6	94,2	24,6
Pensión para educación superior universitaria	66,7	94,1	27,5
Televisor	86,5	94,6	8,1
Pensión para educación superior post universitaria	65,8	94,7	28,9
Matrícula educación superior universitaria	74,6	88,9	14,3
Refrigerador	55,6	90,9	35,4
Minicomponente	62,2	82,9	20,7
Paquete turístico	54,1	60,7	6,6
TOTAL	87,9	96,8	8,9

Fuente: Instituto Nacional de Estadística

Elaboración: BCB - Asesoría de Política Económica

Cabe señalar que la bolivianización de precios repercute en la bolivianización financiera. Según Leon y Revéz (2008), esta relación se debe a que cuando un grupo importante de transacciones convencionales se registra o cotiza en dólares, el manejo de la liquidez y el ahorro de los agentes económicos también se realizarían

en dicha denominación. Lo anterior podría explicar en parte, la perduración de grados relativos de dolarización financiera en entidades (como las EFV y cooperativas) que atienden preferentemente a pequeños ahorristas y financian la compra de bienes inmuebles como terrenos, casas y autos.

Medidas de política que propiciaron la bolivianización

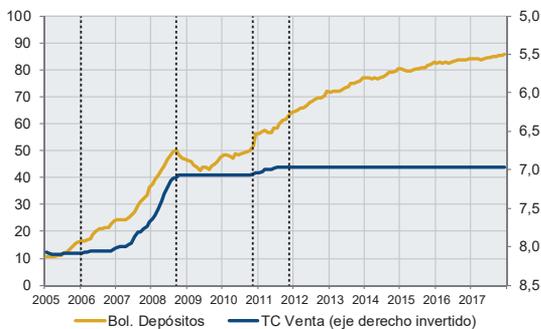
i) Orientación del tipo de cambio y diferencial cambiario

La política de apreciación de la moneda nacional con periodos de estabilidad del tipo de cambio que determinó el ente emisor entre 2006 y 2017, tuvo la virtud de mitigar las presiones inflacionarias de origen externo e impulsar el proceso de desdolarización del país. En efecto, la apreciación de la moneda nacional que el BCB impulsó gradualmente desde 2006 hasta octubre de 2008 (alrededor de Bs1) fue uno de los determinantes fundamentales para la aceleración de la bolivianización financiera (32,2pp). Con la crisis financiera internacional a fines de 2008 y la consecuente depreciación de las monedas de la región, se despertaron expectativas de depreciación del boliviano. La respuesta de política de la autoridad monetaria, estabilizando el tipo de cambio e incrementando sustancialmente la oferta de dólares, fue contundente para anclar las expectativas y disminuir la demanda de dólares. Esta tendencia fue fortalecida con nuevas apreciaciones de la moneda nacional (11 centavos de Bs) que el BCB realizó entre noviembre de 2010 y noviembre de 2011 (coherente con la mejora en los términos de intercambio), con lo cual, paralelamente la bolivianización se incrementó (en 12,7pp; Gráfico 7a). Desde entonces, el tipo de cambio nominal se mantiene estable acorde a la dinámica de los fundamentos del tipo de cambio real de equilibrio.

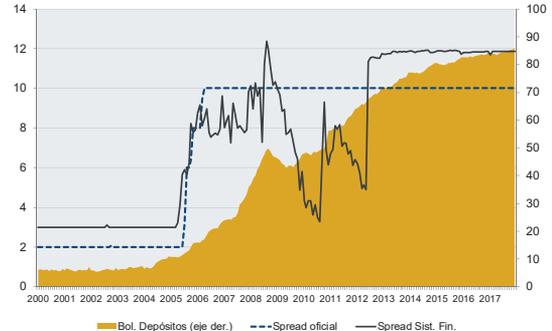
Gráfico 7: Bolivianización, tipo de cambio y *spread* cambiario

(En Bs por \$us, centavos de Bs y porcentaje)

a) Tipo de cambio



b) *Spread* cambiario



Fuente: Banco Central de Bolivia

Elaboración: BCB - Asesoría de Política Económica

Asimismo, la ampliación del diferencial (*spread*) entre el tipo de cambio para la compra y venta a 3, 6 y 8 centavos de boliviano en julio, agosto y noviembre de 2005 respectivamente, y a 9 y 10 centavos de boliviano en marzo y abril de 2006; combinada con la apreciación de la moneda nacional, tuvo la virtud de reducir la compra de dólares como refugio transitorio de valor (Gráfico 7b). De esta forma, se desincentivó las operaciones de ida y vuelta entre la moneda nacional y la moneda extranjera; pues anteriormente el *spread* de 2 centavos era más que compensado por las minidepreciaciones continuas de la moneda nacional.³³ Al apreciar y estabilizar el tipo de cambio, estas operaciones prácticamente desaparecieron, promoviendo el ahorro y las transacciones corrientes en moneda nacional (bolivianización de pagos).³⁴

ii) Modificaciones al Encaje Legal

Los requerimientos para el encaje legal en moneda extranjera se incrementaron gradualmente de 21,5% en mayo de 2005 (incluyendo encaje en efectivo, encaje en títulos y encaje adicional en títulos) hasta 66,5% en agosto de 2016. El diferencial de encaje tan amplio que se había creado mediante diversas modificaciones a la normativa (Cuadro 3), indujo también a la obtención de rendimientos más altos para depósitos en moneda nacional y la consecuente preferencia por este tipo de depósitos.

Cuadro 3: Cambio en las tasas de encaje legal requerido desde el año 2005
(En porcentajes)

	R.D. N° 48/2005		R.D. N° 70/2009		R.D. N° 130/2010		R.D. N° 07/2011		R.D. N° 59/2015		R.D. N° 69/2017			
	TítulosEfectivo	Adicional	TítulosEfectivo	Adicional	TítulosEfectivo	Adicional	TítulosEfectivo	Adicional	TítulosEfectivo	Adicional	TítulosEfectivo	Adicional		
Moneda Nacional y UFV														
Depósitos Vista	10	2	10	2	10	2	10	2	6	6	5	6		
Depósitos en Caja de Ahorro	10	2	10	2	10	2	10	2	6	6	5	6		
Depósitos a Plazo Fijo														
30 a 60 días	10	2	10	2	10	2	10	2	6	6	5	6		
61 a 90 días	10	2	10	2	10	2	10	2	6	6	5	6		
91 a 180 días	10	2	10	2	10	2	10	2	6	6	5	6		
181 a 360 días	10	2	10	2	10	2	10	2	6	6	5	6		
361 a 720 días														
Mayores a 720 días														
Moneda Extranjera y MVDOL														
Depósitos Vista	12	2	7,5	12	2	30	12	3,5	45	8	13,5	45	43	13,5
Depósitos en Caja de Ahorro	12	2	7,5	12	2	30	12	3,5	45	8	13,5	45	43	13,5
Depósitos a Plazo Fijo			7,5											
30 a 60 días	12	2	7,5	12	2	30	12	3,5	45	8	13,5	45	43	13,5
61 a 90 días	12	2	7,5	12	2	30	12	3,5	45	8	13,5	45	43	13,5
91 a 180 días	12	2	7,5	12	2	30	12	3,5	45	8	13,5	45	43	13,5
181 a 360 días	12	2	7,5	12	2	30	12	3,5	45	8	13,5	45	43	13,5
361 a 720 días	12		7,5	12		30	12		45	8		45	43	
Mayores a 720 días			7,5			30			45			45	35	

Fuente: BCB

Nota: Adicional = Adicional en títulos

33 Es decir, la población que percibe sus ingresos en moneda nacional, cambiaba inmediatamente a dólares anticipando una depreciación del boliviano, posteriormente realizaba la operación inversa para cubrir gastos en moneda nacional; el costo incurrido del *spread* (2 centavos) era compensado (o más que compensado) por la depreciación.

34 Por su parte, el *spread* cambiario del sistema financiero se expandió inicialmente a la par del oficial, lo cual desincentivó las transacciones en dólares e impulsó las operaciones del público en bolivianos, hasta que, en el último trimestre de 2008, cuando resurgieron las expectativas de depreciación (en el contexto de la crisis financiera internacional) la demanda por dólares aumentó y las entidades financieras y casas de cambio incrementaron el tipo de cambio de venta por encima del oficial. Por esta razón, desde abril de 2009, la autoridad monetaria estableció límites para el tipo de cambio de venta y compra de dólares al público por parte de las EIF, los cuales se fijaron en un centavo por arriba y debajo de los tipos de cambio oficiales del BCB; esto contribuyó a eliminar el efecto especulativo que se había generado los meses anteriores.

Algunas modificaciones del encaje se implementaron en varios años, anunciándolas con el objetivo de crear predictibilidad acerca del creciente diferencial y sus implicaciones para las EIF y para los depositantes. En enero 2012, se determinó que a partir de abril del mismo año hasta agosto de 2016 la Base sobre la que se aplica el Encaje Adicional (BEA)³⁵ se iría incrementando gradualmente hasta llegar a comprender la totalidad de las obligaciones en moneda extranjera sujetas a encaje en títulos. A su vez, los DPF en dólares mayores a dos años, antes exentos del encaje adicional, quedaron sujetos a este requerimiento. Fue de esta manera que las tasas de encaje legal para los depósitos en dólares (en efectivo más títulos) llegaron a situarse en el rango de 66,5% y 45%, dependiendo del tipo de depósito y plazo.

Es importante señalar que las modificaciones al encaje legal, al mismo tiempo que apoyaron a la bolivianización, se adecuaron a las necesidades de regulación de la liquidez. Es por ello que en los periodos en que se requería inyectar liquidez se implementaron las compensaciones de encaje constituido con incrementos de la cartera. En efecto, en 2009 y 2011, se establecieron mecanismos de compensación para el encaje en bolivianos, en la medida que se incrementara el crédito productivo en dicha denominación.³⁶

iii) Modificación de límites de la posición de cambios

Cabe recordar que las minidepreciaciones que fueron una característica hasta mediados de 2005, generaban incentivos a las EIF para mantener constantes posiciones largas (exceso de activos sobre los pasivos en moneda extranjera), debido entre otros factores, a las ganancias contables que una depreciación implicaba y al arbitraje de monedas por parte de las entidades financieras (principalmente los bancos), pues una parte de los fondos de sus captaciones en moneda nacional era utilizada para la realización de inversiones financieras temporarias y de largo plazo en dólares. No obstante, como resultado de las políticas para promover el uso de la moneda nacional y las modificaciones al reglamento de posición de cambios: reducción de los límites permitidos para posiciones largas (de 80% a 70% y 60%,

35 Según R.D. N° 007/2012. La BEA es la diferencia entre las Obligaciones Sujetas a Encaje Adicional en ME (OSEA-ME) actual y un porcentaje OSEA-ME a una fecha base (la primera fecha base fue el 31 de marzo de 2005, la cual se fue modificando en diversas oportunidades). La BEA se iría ampliando en la medida de que el porcentaje de las OSEA-ME de la fecha base se iría reduciendo en 7,5% cada 4 meses hasta llegar a cero (entre abril de 2012 a agosto de 2016), y de esta manera la BEA se convertirá en la totalidad de la OSEA-ME actual.

36 Mediante la R.D. N° 070/2009 y R.D. N° 072/2011 se estableció que los bancos y fondos financieros privados podían deducir el incremento en la cartera bruta destinada al sector productivo en MN y MN-UFV con respecto al saldo registrado el 30 de septiembre de 2010 (anteriormente 30 de junio de 2009 según R.D. N° 070/2009) hasta el equivalente al 100% del encaje requerido en efectivo en primera instancia y, posteriormente, hasta el equivalente al 40% del encaje requerido en títulos. En esa dirección también se realizaron las modificaciones del encaje requerido en 2017, con descensos en las tasas orientados a inyectar liquidez a la economía; sin embargo, manteniendo el diferencial que promueve la bolivianización. A mediados de 2017 se disminuyó la tasa de encaje en títulos en moneda nacional de 6% a 5%, permitiendo una inyección inmediata de recursos al sistema financiero de alrededor de Bs820 millones. En cuanto a moneda extranjera, se redujo la tasa de encaje en títulos en 10% (de 53% a 43% y de 45% a 35%, dependiendo del tipo de depósito).

en septiembre de 2007 y diciembre de 2009, respectivamente) e incremento de posiciones cortas (de 20% a 30% en septiembre de 2016), todas las EIF realizan un mejor calce de sus activos y pasivos en moneda extranjera.

iv) Incremento de las provisiones³⁷ y requisitos para la otorgación de créditos en moneda extranjera

Como una forma de lograr una mayor internalización de los costos y riesgos asociados a la dolarización en las EIF (y en el público) e impulsar la bolivianización financiera, de 2008 a 2011, se incrementaron las provisiones específicas para todos los créditos en moneda extranjera. Asimismo, en diciembre de 2009, además de aumentar las provisiones específicas para créditos de consumo en dólares, también se exigieron mayores requisitos (en cuanto a capacidad de pago y garantías) para su otorgación. De esta manera, se desalentó un posible incremento de los préstamos en dólares y se favoreció a la bolivianización de créditos, además de reducir los riesgos crediticios y de hoja de balance para las entidades que otorgan créditos en moneda extranjera.

v) El uso de la Unidad de Fomento a la Vivienda – UFV para preservar el valor adquisitivo de las operaciones en moneda nacional

Aunque inicialmente la UFV³⁸ se utilizó para fomentar el crédito hipotecario y después se impulsó su uso para diferentes cotizaciones de deudas y multas tributarias; en el periodo 2007 - 2008 de importantes presiones inflacionarias, la autoridad monetaria promovió la colocación de títulos públicos en UFV a las EIF y al público en general con el propósito de mantener rendimientos reales positivos de los instrumentos de regulación monetaria. De esta manera, imponiendo límites a los descalces en UFV se indujo a las EIF a ofrecer depósitos en esta denominación, haciendo más efectiva la estrategia de contener la inflación durante este periodo y a la vez desalentar la expansión de depósitos en moneda extranjera. En ese periodo, los instrumentos financieros denominados en esta unidad de cuenta representaban una cobertura implícita para evitar la pérdida del poder adquisitivo de las operaciones en moneda nacional, lo que fue importante para mantener los impulsos de bolivianización en el sistema financiero.³⁹

37 Las provisiones de cartera se definen como las partidas utilizadas por las entidades financieras para cubrir probables pérdidas derivadas del impago de los préstamos otorgados a sus clientes. Adicionalmente, varias autoridades reguladoras del sistema financiero de los países, establecieron provisiones contracíclicas las cuales aumentan durante la fase de expansión del ciclo económico de tal forma que se pueda cubrir el incremento de los impagos crediticios durante la contracción del ciclo.

38 La UFV que fue creada mediante D.S. N° 26390 de noviembre de 2001, es una unidad de cuenta indexada a la evolución pasada del índice de precios al consumidor (IPC), cuyo cálculo y cotización fue asignada al BCB.

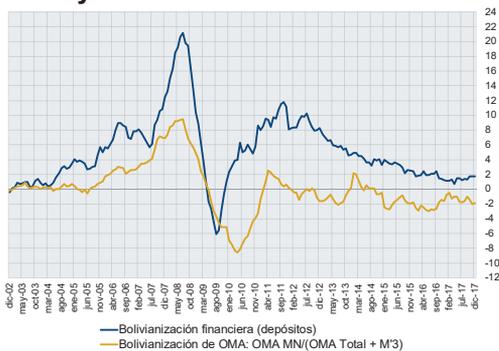
39 A mediados de 2008 (agosto), las transacciones financieras en esta denominación (especialmente los depósitos) alcanzaron un máximo, posteriormente descendieron, observándose una correlación directa con la inflación que en la práctica es determinante de los rendimientos de los depósitos en UFV. En la medida en que se superaron los años de alta inflación (2007-2008), el BCB dejó de emitir títulos en UFV y, consecuentemente, las EIF desincentivaron dichos depósitos.

vi) Colocación de títulos públicos en moneda nacional y regulación de los excedentes de liquidez del sistema financiero

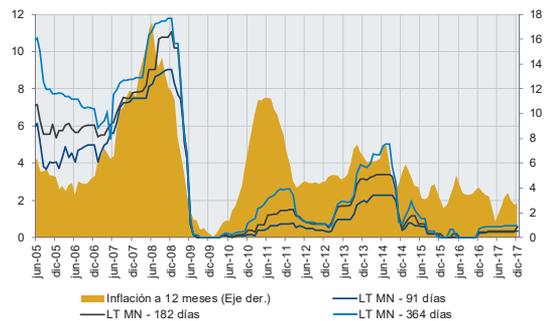
Desde 2006, las OMA que el ente emisor realizaba principalmente en dólares, fueron remplazadas paulatinamente por operaciones en bolivianos hasta que la moneda nacional tuvo una participación casi total desde mediados de 2007 (Gráfico 5b). Este cambio trascendental también apoyó a la desdolarización (bolivianización) de medios de pago de la economía, pero fundamentalmente a la desdolarización financiera, dado que las OMA constituyen una de las principales opciones de inversión para los excedentes de liquidez de los bancos⁴⁰ y, al estar estas exclusivamente en moneda nacional, se incentivó a que las captaciones se realicen en bolivianos. El siguiente gráfico (Gráfico 8a) devela que existe una importante relación entre la expansión de las OMA en bolivianos y el mayor uso de la moneda nacional en el sistema financiero.

Gráfico 8: Bolivianización de OMA, tasas de regulación monetaria en moneda nacional e inflación
(En porcentaje)

a) Aceleración de bolivianización de OMA y bolivianización financiera



b) Tasas de regulación monetaria e inflación



Fuente: Banco Central de Bolivia

Nota: (OMA): Saldo neto (colocaciones menos vencimientos) de operaciones de los títulos de regulación monetaria en MN. Las tasas de las letras del tesoro en moneda nacional (LT-MN) corresponden a la última subasta observada en cada mes, según disponibilidad desde 2005. Para la obtención de expansiones suavizadas de los datos del panel a) se tomaron promedios móviles anuales.

Entre 2007 y 2008, el BCB también fue validando mayores tasas de sus títulos de regulación monetaria iguales o menores a un año (Gráfico 8b), contribuyendo a retirar el excedente de liquidez del sistema financiero de ese entonces.⁴¹ Una vez reducidos los niveles de inflación de manera exitosa, el vencimiento de los títulos colocados repercutió en el volumen de los fondos prestables en moneda nacional y catalizó una significativa expansión del crédito en bolivianos en los siguientes años.

40 Los bancos son las principales entidades en realizar OMA con el BCB para gestionar su liquidez.

41 Los bancos son las entidades con mayor demanda de títulos públicos a corto plazo ofrecidos mediante las OMA del BCB. Este hecho, mostró una señalización relativa de las tasas monetarias hacia las tasas pasivas y activas en moneda nacional de los bancos, situación que no era evidente en periodos previos.

vii) Venta directa de valores en moneda nacional a personas naturales

Desde fines del año 2007, con el propósito de favorecer a los pequeños ahorristas en moneda nacional y señalar al alza las tasas pasivas del sistema financiero, el BCB inició la venta directa de valores a personas naturales.⁴² Estos instrumentos denominados como Bonos “BCB Directo” y “BCB Navideño” emitidos con tasas de interés mayores a las de mercado (entre 3,75% y 6%, según plazo en el primer caso y 7% en el segundo), son vendidos en instalaciones del BCB y en las diferentes ciudades capitales, intermedias y centros poblados, a través de las agencias y sucursales del Banco Unión S.A.⁴³ Estos nuevos instrumentos en moneda nacional se fueron expandiendo de manera importante en los últimos años, brindando impulsos positivos a la bolivianización del ahorro.

viii) Provisión oportuna de material monetario y medidas de seguridad para el boliviano

Las acciones asumidas por el BCB para una provisión oportuna de medios de pago y la introducción de nuevas series y el remplazo sistemático de los billetes y monedas en mal estado, evidenció un crecimiento ordenado y consistente de la oferta de medios de pago en bolivianos. Asimismo, las nuevas medidas de seguridad incorporadas para los distintos cortes de billetes desde la serie G (introducida a la circulación a mediados de 2004), ayudaron a incrementar la confianza por la moneda nacional. Cabe puntualizar que la emisión de cada nueva serie ha mejorado las medidas de seguridad respecto de la anterior.⁴⁴

ix) Política comunicacional del BCB

Desde 2006, el BCB generó una política comunicacional más activa para informar sobre los beneficios del mayor uso de la moneda nacional a través de diferentes medios: escrito, televisivo, radial, medios multimedia y sobre todo de manera directa a través de jornadas educativas, encuentros y diversas conferencias en universidades y entidades privadas y públicas de todo el país. Desde ese mismo año, se inició la publicación y presentación en diferentes puntos del país del Informe de Política Monetaria (IPM) que indica aspectos generales sobre la orientación de la política

42 Inicialmente estos valores (Letras del Tesoro - LT) también podían ser adquiridos por personas jurídicas no financieras, con tasas de acuerdo a los resultados de la última subasta de OMA, ofertándose cantidades en función a las decisiones del Comité de Operaciones de Mercado Abierto (COMA) y la demanda por parte del público. A partir de 2011, estos valores fueron dirigidos exclusivamente a personas naturales, estableciéndose como títulos de renta fija a un plazo mínimo de tres meses y máximo de un año, con un valor unitario de Bs1.000 (conocidos como “BCB Directo”) y monto máximo de Bs100.000.

43 La autoridad monetaria mantiene tasas de rendimientos para el bono “BCB Directo” en 3,75%, 4,50% y 6,00%, en los plazos de 91, 182 y 364 días, respectivamente, con un límite de Bs100.000 por persona. BCB Navideño ofrece un rendimiento del 7% anual a plazos referenciales de 63 y 245 días, el límite máximo de compra de este instrumento por persona se mantiene en Bs200.000.

44 Por ejemplo, la serie I - de emisión reciente-, incorporó la marca de agua pixelada y cambió la leyenda de la microimpresión pasando de “REPUBLICA DE BOLIVIA” a “ESTADO PLURINACIONAL DE BOLIVIA”. La serie J incluye un hilo de seguridad con cambio de color y actualmente se está aplicando en los cortes de Bs 20, 50 y 200.

cambiaría y las intenciones de la autoridad monetaria con respecto al proceso de bolivianización.

Asimismo, desde el año 2010 para transmitir de manera más práctica las políticas del BCB, entre ellas, las de bolivianización, se establecieron de manera anual el Concurso de Ensayo y Teatro Escolar para los diferentes niveles educativos (incluyendo la educación alternativa) de toda Bolivia. Es importante señalar que la denominación de “bolivianización” a este proceso, fue posesionada de manera estratégica e intencional, en la dirección de darle una connotación de soberanía monetaria, que la población poco a poco fue internalizando y haciéndola suya.

x) Impuesto a las Transacciones Financieras

El Impuesto a las Transacciones Financieras (ITF)⁴⁵ en su primera etapa tuvo fines estrictamente fiscales, posteriormente contribuyó al proceso de bolivianización al gravar desde julio de 2006 con el 0,15% solo a las operaciones en dólares: cajas de ahorros superiores a los \$us2.000 y depósitos a plazo fijo menores a 360 días. En julio de 2009 se amplió la vigencia del ITF a 36 meses hasta julio de 2012 y posteriormente por otros 36 meses hasta julio de 2015, instancias en las que el ITF no tuvo ninguna modificación en su alícuota. En 2015, la Ley N° 713 promulgada el 01 de julio, mantiene la alícuota de 0,15% y establece un crecimiento progresivo de 0,05% por gestión hasta 2018. De esta manera, se impuso un costo diferencial y directo a las operaciones en dólares respecto a las realizadas en moneda nacional, las cuales están exentas.

xi) Otros factores que afectaron al proceso

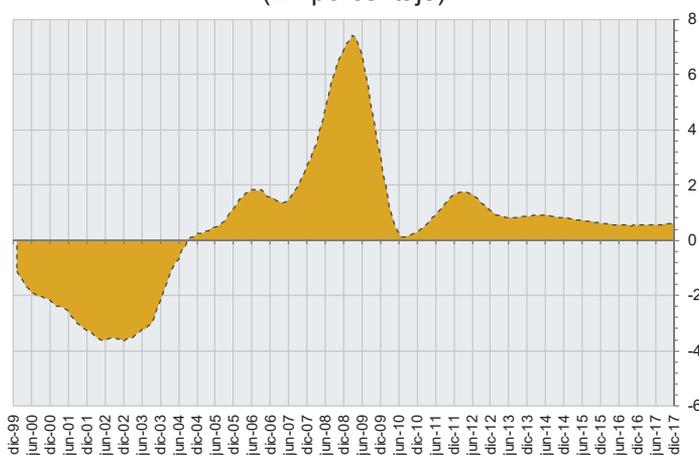
• El diferencial de rendimiento de depósitos a favor de la moneda nacional

La combinación de medidas señaladas anteriormente, repercutieron en la obtención de diferenciales de rendimientos positivos en los depósitos en moneda nacional respecto a los denominados en moneda extranjera. Esta situación era frecuentemente inversa en el pasado, por la ausencia de políticas probolivianización y la propia inercia e histéresis de la dolarización financiera. Sin embargo, desde mediados de la anterior década se observaron importantes incrementos en las tasas pasivas del sistema financiero, propiciando mayores rendimientos reales de los depósitos en moneda nacional (Gráfico 9). Para sostener este comportamiento, también fue importante la regulación de tasas mínimas para los depósitos en moneda nacional establecida en la Ley de Servicios Financieros promulgada en agosto de 2013.⁴⁶

45 El Impuesto a las Transacciones Financieras (ITF) fue creado mediante Ley N° 2646 de abril de 2004 y puesto en vigencia a partir de julio del mismo año.

46 La Ley (N° 393) de Servicios Financieros (promulgada en agosto de 2013) y el D.S. N° 2055 fijan y reglamentan tasas mínimas de interés para los depósitos en MN.

Gráfico 9: Diferencial de rendimiento real de depósitos en moneda nacional respecto a la moneda extranjera (En porcentaje)



Fuente: Banco Central de Bolivia

- **Las tarifas de los servicios dejaron de fijarse en función al tipo de cambio**

En el periodo neoliberal con la privatización o capitalización de las empresas públicas, uno de los factores más importantes para determinar las modificaciones de las tarifas de los servicios básicos fueron las minidepreciaciones de la moneda. Sin embargo, desde el año 2006 con la reorientación de la política cambiaria y la retoma del control estatal en la prestación de servicios básicos, se fue eliminando este criterio. Este hecho favoreció al abandono paulatino de la indexación cambiaria parcial por parte del Estado y la realizada por el sector privado, lo cual influyó en una mayor preferencia para el uso de la moneda nacional.

- **Costos y comisiones mayores por el movimiento (depósitos y retiros) de efectivo en dólares**

A mediados de la anterior década (2004), la autoridad monetaria comenzó a aplicar una comisión diferenciada (fija y proporcional) a los depósitos y retiros diarios de efectivo de las bóvedas del BCB por parte de las entidades financieras.⁴⁷ Desde ese entonces se aplica una carga fija mayor a los depósitos y retiros en moneda extranjera y se exime de este pago al primer movimiento diario en moneda nacional. Asimismo, los movimientos en bolivianos no pagan la comisión proporcional. Este

47 La primera diferenciación de las comisiones por monedas se realizó en 2004 (R.D. N° 134/2003 y N°113/2004) en la que establecía una comisión fija de Bs500 para movimientos adicionales en efectivo en moneda nacional y Bs800 para movimientos en dólares, a lo cual se añadió una comisión proporcional de 0,035% para movimientos en moneda extranjera. La Tabla de Comisiones por Servicios del ente emisor para 2018 aprobadas mediante R.D. N° 118/2017, establece una comisión fija de Bs620 para los movimientos como depósitos o retiros diarios de efectivo en moneda nacional de la bóveda del BCB, desde la segunda vez y siguientes. Las comisiones en moneda extranjera aplicables desde el primero movimiento, fueron establecidas en Bs1.210 más una comisión proporcional de 0,10%.

hecho favoreció a la bolivianización financiera e implica un costo adicional que las EIF deben asumir e internalizar en sus operaciones que en moneda extranjera.

3.4. Evidencia empírica sobre determinantes del proceso de bolivianización

En esta sección se especifica un modelo cuantitativo para evaluar la contribución de las políticas y otros factores determinantes del proceso de bolivianización. Siguiendo a Obstfeld y Rogoff (1996), Berg y Borensztein (2000) y Mendieta *et al* (2010), se estimó un modelo que incluye las variaciones cambiarias (además de su aceleración) y el *spread* del tipo de cambio nominal para medir el aporte de la política cambiaria, a los movimientos de los ratios del encaje legal requerido en moneda extranjera como una proxy de la política monetaria, a la brecha de inflación interna respecto a la externa relevante para Bolivia como un indicador de control de la inflación doméstica y cambios en la alícuota del ITF como una medida de costo directo y adicional por uso de dólares en el sistema financiero. A continuación se presenta la especificación final del modelo.⁴⁸

Ecuación de determinantes de la bolivianización

$$d \log \left(\frac{bol}{1-bol} \right) = 0,10 - 3,8 d[\log(tc_t)] - 3,1 d\{d[\log(tc_t)]\} + 0,24 d \left(\frac{spread_t}{tc_t} \right) - 0,84 \sum_{t=0}^4 \frac{d[\log(ipc_t)]}{4} \\ + 0,29 \sum_{t=0}^4 \frac{d[\log(ipe_t)]}{4} + 0,41 d \sum_{t=0}^3 [\log(EL_t)] + 0,03 d(ITF_t) + \varepsilon_t$$

La dirección de los parámetros estimados revela que la apreciación de la moneda nacional (además de su aceleración) y la ampliación del *spread* cambiario tuvieron un importante efecto sobre la desdolarización. Por su parte, se observa que la tasa de inflación doméstica genera efectos negativos sobre la bolivianización cuando ésta supera a la inflación externa, debido a que deteriora la confianza en la moneda nacional. Sin embargo, los bajos niveles de la brecha de inflación interna respecto a la externa, revelan que en el periodo de estudio las presiones inflacionarias fueron controladas de manera exitosa por el ente emisor. Asimismo, las variaciones del encaje legal en dólares realizadas por parte del banco central, guardan una relación directa con la bolivianización. Por último, las reformas al ITF, también apoyaron la desdolarización, aunque en menor medida.

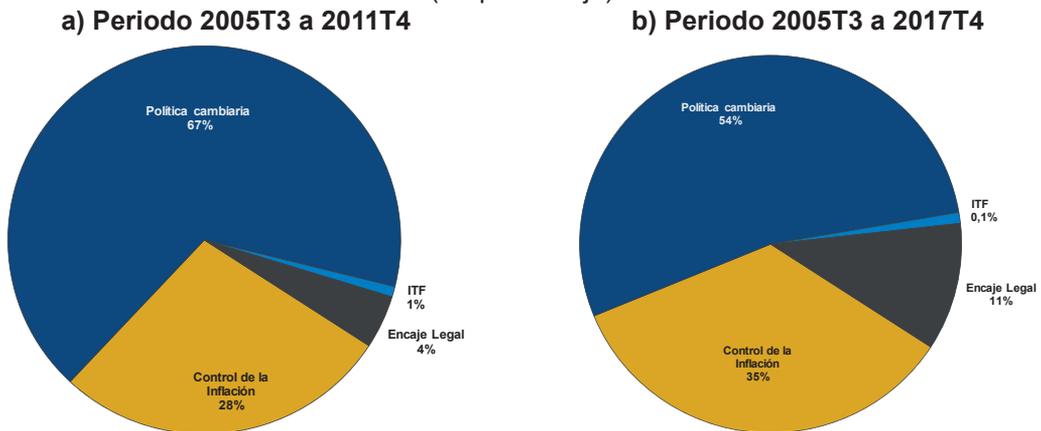
Para una explicación más intuitiva de los determinantes de la bolivianización, los resultados serán analizados en dos subperiodos en frecuencia trimestral (T): uno en el que se observaron miniapreciaciones paulatinas (2005T3 a 2011T4)⁴⁹, y otro que toma en cuenta el periodo completo de impulsos a la bolivianización mediante diferentes instrumentos (2005T3 a 2017T4).

48 Se recurrió a modelos lineales (mediante mínimos cuadrados ordinarios en dos etapas) para el cálculo de gradientes y la descomposición de varianzas para la estimación de los pesos relativos de cada determinante.

49 La elección del periodo de análisis obedece al cambio de orientación de la política cambiaria.

En el primer periodo, la política cambiaria habría explicado cerca del 67% del comportamiento (variabilidad) de la bolivianización, la política monetaria 32% (reformas a la tasa de encaje legal 4% y control de la inflación 28%) y el ITF 1% (Gráfico 10a). Extendiendo el análisis hasta 2017, se puede señalar que la política monetaria (encaje legal y control de la inflación) habría aumentado su importancia (de 32% a 46%) en la preservación y profundización de la bolivianización. Por su parte, dado una etapa de estabilidad del tipo de cambio (diciembre de 2011 a 2017), la dependencia de la desdolarización respecto a la política cambiaria se habría reducido (de 67% a 54%; Gráfico 10b). Éstos hechos evidencian que la mayor efectividad de las políticas del ente emisor para el control de la inflación y la macroestabilidad del sistema financiero, incrementaron la confianza de los agentes económicos en la moneda nacional.

Gráfico 10: Determinantes de la bolivianización
(En porcentaje)



Fuente: Banco Central de Bolivia

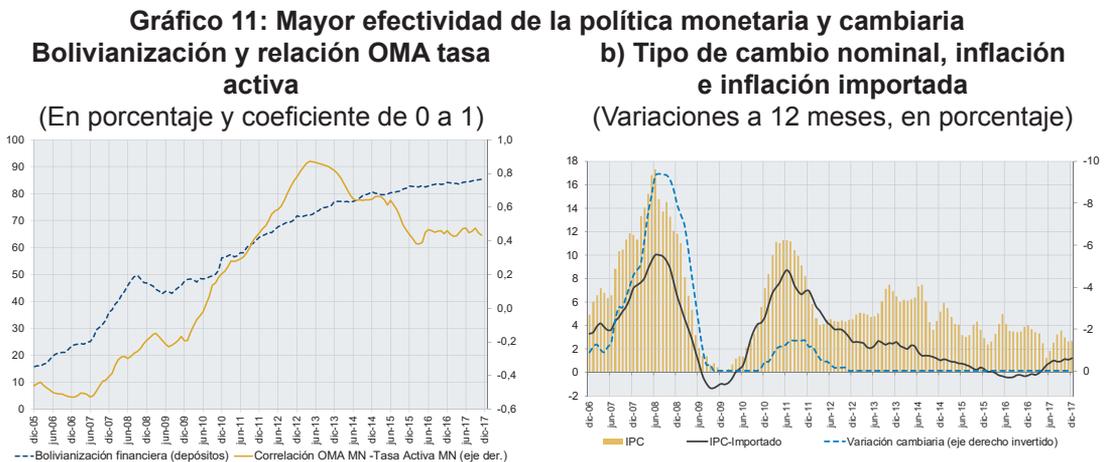
Nota: Los pesos relativos de cada determinante fueron obtenidos mediante ponderadores en base a descomposiciones de varianza para cada periodo

3.5. Beneficios logrados con la bolivianización y el por qué se la debe preservar

Gracias al proceso de bolivianización de la economía nacional se alcanzaron resultados importantes en cuanto al mejoramiento de la efectividad de la política monetaria y cambiaria, la profundización de la intermediación financiera y la reducción de los riesgos cambiarios para los agentes económicos, siendo también destacables los logros respecto a la acumulación de las RIN, la recuperación de los ingresos por señoreaje y los mayores márgenes de acción para la política fiscal, a lo que se suma la promoción de condiciones para un mejor desempeño del sector real. A continuación se describen cada uno de estos logros, se hace una síntesis de las políticas que ayudaron a conseguirlos y se resalta la importancia de la preservación de este proceso.

i) Mayor efectividad de la política monetaria y cambiaria

En la medida que las transacciones en bolivianos fueron aumentando, el BCB tuvo una mayor holgura y eficacia para regular la liquidez de la economía con el objetivo de controlar la inflación y coadyuvar al desarrollo económico y social. Por ejemplo, en el periodo de aceleración de precios (por efectos de la inflación importada) en el tercer trimestre de 2007 hasta octubre de 2008, el BCB incrementó la colocación de títulos en moneda nacional al sistema financiero para controlar las presiones inflacionarias de manera exitosa. Y ante los posibles efectos adversos del contexto internacional⁵⁰ en la demanda agregada y la liquidez de la economía; la orientación expansiva de la política monetaria desde fines de 2008 y desde mediados de 2014 coadyuvó a la caída de tasas activas en moneda nacional, sosteniendo el crecimiento del crédito en bolivianos al sector privado, sobre todo el de carácter productivo. En el mismo sentido, la bolivianización también implicó mejoras relativas en los mecanismos de transmisión de las tasas del mercado monetario a las tasas de intermediación financiera (Gráfico 11a). Por su parte, la orientación cambiaria que impulsó la desdolarización de la economía, contribuyó a mitigar la inflación importada (Gráfico 11b). Asimismo, se redujo el efecto de traspaso de los movimientos del tipo de cambio nominal a los precios internos (*pass-through*) y se disminuyó la vulnerabilidad de la economía ante *shocks* externos.



Fuente: Banco Central de Bolivia

Nota: (OMA): Saldo neto (colocaciones menos vencimientos) de operaciones de los títulos de regulación monetaria en MN

ii) Fortalecimiento y profundización de la intermediación financiera

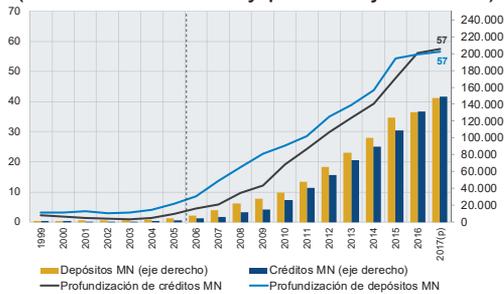
A partir de 2006, la mayor efectividad de las políticas monetaria y cambiaria y los impulsos sistemáticos de la bolivianización, propiciaron un incremento significativo

50 Caracterizado por la caída en los precios internacionales de las materias primas, con efectos en el debilitamiento en los ingresos externos del país.

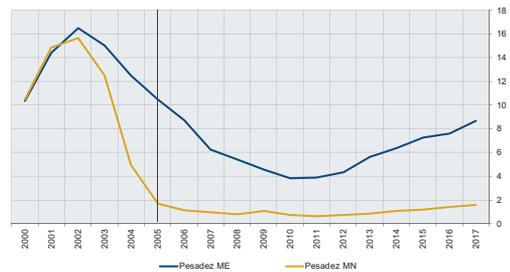
de la intermediación financiera, reflejándose en una expansión sostenida del ahorro y el crédito en bolivianos (Gráfico 12a). Esto favoreció a diferentes sectores de la población, sobre todo a los productivos, dado que se observó una mayor canalización del ahorro hacia la inversión. Asimismo, en los últimos doce años se observan mejoras importantes en la eficiencia de la intermediación financiera, registrándose menores márgenes en las tasas de intermediación (*spreads*) en bolivianos y descensos significativos en los niveles de la mora, pues los riesgos cambiarios y de crédito se redujeron (Gráfico 12b). Cabe recordar que, en el pasado, casi la totalidad de los préstamos eran otorgados en dólares, mientras que la mayor parte de los prestatarios recibía sus ingresos en bolivianos.

Gráfico 12: Fortalecimiento y profundización de la intermediación financiera
a) Profundización de créditos y depósitos en MN
b) Pesadez de cartera por monedas

(En millones de Bs y porcentaje del PIB)



(En porcentaje)



Fuente: Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero, Instituto Nacional de Estadística, Banco Central de Bolivia

Nota: (MN) Moneda Nacional

iii) Mejora de la calificación de riesgo soberano del país y de las entidades financieras

La bolivianización financiera fue uno de los factores considerados al tiempo de evaluar la calificación de riesgo de la economía nacional y de las EIF, las cuales registraron mejoras continuas en los últimos años. En efecto, distintas agencias calificadoras de riesgo internacionales; como *Standard & Poor's*, *Moodys* y *Fitch Ratings*, reportaron continuamente mejores evaluaciones del país, siendo uno de los factores señalados, el éxito alcanzado en el proceso de bolivianización.

Por su parte, organismos multilaterales como el FMI señalan que las vulnerabilidades (sobre todo las financieras) o riesgos para la economía boliviana disminuyeron producto de la reducción de la dolarización experimentada por el país en los últimos años, destacando que “esta notable reducción ayudó a mejorar la eficacia de la política monetaria, contribuyó a la estabilidad del sector financiero y brindó acceso a créditos y servicios financieros a más bolivianos, ayudando a reducir la pobreza y la desigualdad (Blog del FMI - Laframboise, 2017).

iv) Recuperación de los ingresos por señoreaje

La bolivianización también permitió recuperar las ganancias por señoreaje,⁵¹ respondiendo su comportamiento al dinamismo de la economía y a los impulsos del mayor volumen de transacciones en moneda nacional. Se destaca que en economías dolarizadas, como era el caso de Bolivia antes de 2006, esta renta derivada de la emisión de dinero es captada por EEUU que tiene la posición monopólica de emisión del dólar; actualmente, con la bolivianización, es el gobierno de Bolivia que capta el señoreaje.

v) Incremento de las Reservas Internacionales - RIN

La sustitución de la moneda extranjera en poder del público por bolivianos, implicó que los dólares pasen a constituir parte de las reservas internacionales. El incremento del nivel de RIN otorgó mayor fortaleza externa a la economía nacional, lo cual, junto con la bolivianización de los pasivos financieros, también tuvo el efecto de ampliar la capacidad de respuesta del ente emisor ante retiros masivos de depósitos o *shocks* temporales en el sistema financiero. Asimismo, los altos niveles de RIN y sus rendimientos permitieron el financiamiento de programas sociales (como el bono Juana Azurduy) y proyectos de industrialización de las Empresa Públicas Nacionales Estratégicas (EPNE).

vi) Mayor margen de acción para la política fiscal

Por otro lado, la bolivianización de la economía nacional también propició un mayor espacio de acción para la política fiscal, por el incremento de sus posibilidades de expansión de manera contracíclica y dado que se facilitó las opciones de ingresos y financiamiento interno en moneda nacional.

vii) Promover las condiciones para un mejor desempeño del sector real

Las economías con una alta dolarización *de facto* tienen una demanda de dinero más inestable y son propensas a sufrir crisis financieras, además la evidencia internacional muestra que su crecimiento económico es menos estable. En Bolivia en el periodo donde predominó la dolarización financiera (1990-2005), el crecimiento de la actividad económica en promedio fue reducido (3,6%) con una alta volatilidad; mientras que entre 2006 y 2017 cuando la dolarización se redujo de manera considerable, el crecimiento promedio fue más elevado (4,9%) y estable. Por lo tanto, el proceso de bolivianización también repercutió en un mejor contexto para el crecimiento

51 Definido como el ingreso real disponible derivado de la posición monopólica de la autoridad monetaria para la emisión de dinero. Según Drazen (1985) generalmente se utilizan tres definiciones para tipificar al señoreaje: la primera, es la que identifica al señoreaje como la renta derivada de la emisión de dinero, que obtiene el gobierno en virtud de la posición monopólica que este disfruta en materia de emisión. La segunda, define al señoreaje como el costo de oportunidad de la tenencia de dinero y, por último, la que identifica al señoreaje como impuesto inflacionario.

económico, en la medida que las condiciones para la intermediación financiera y la inversión (menores riesgos cambiarios y menores costos de financiamiento), además de la mayor efectividad de las políticas, fueron más favorables para estimular a la demanda interna.⁵²

Cabe remarcar que desde 2006 el BCB y el órgano ejecutivo decidieron implementar de manera sistemática una serie políticas y mecanismos que promuevan un mayor uso de la moneda nacional tanto en el sistema financiero como en la economía en su conjunto. En este marco, en los últimos años, la desdolarización de depósitos y créditos sobrepasó el 86% y 98%, respectivamente; y el indicador de bolivianización monetaria aproximado mediante agregados y operaciones monetarios revela una alta intensidad del uso de la moneda nacional en diferentes niveles de liquidez, sobre todo de los activos financieros a más largo plazo, evidenciando la consolidación de la recuperación de la función de reserva de valor por parte del boliviano.

Entre las medidas más importantes, se pueden citar a la reorientación de la política cambiaria que incentivó el cambio de portafolio de los agentes económicos a favor de la moneda nacional. Asimismo, con la ampliación del *spread* del tipo de cambio, se redujeron las operaciones de ida y vuelta entre monedas y se incrementaron las transacciones corrientes en bolivianos. De haber persistido las políticas del periodo neoliberal en el ámbito cambiario (consistente en minidepreciaciones continuas), monetario (encajes legales uniformes y regulación monetaria en dólares) y fiscal (deuda interna en dólares), entre otros, las restricciones a las políticas monetaria y fiscal, asociadas a una alta dolarización financiera se habrían mantenido.

Con el incremento paulatino de los requerimientos de encaje (especialmente el marginal) para los depósitos en moneda extranjera y la reducción de éstos en la moneda doméstica mediante deducciones por el incremento en la cartera en bolivianos, las EIF fomentaron sus operaciones en moneda nacional, con lo cual disminuyeron los riesgos cambiarios tanto para éstas como para el público en general.

Por su parte, el uso de la UFV cuando la inflación se aceleró implicó una cobertura implícita para los depósitos en esta denominación; además, la mayor colocación de títulos públicos en moneda nacional dinamizó aún más el proceso de bolivianización. En el último caso también se observó una regulación más efectiva de los excedentes de liquidez del sistema financiero para un control oportuno de la inflación por parte del banco central. Por su parte, cuando el órgano ejecutivo dispuso la aplicación del ITF como un costo directo para las operaciones en dólares dentro el sistema financiero, las transacciones en esta denominación fueron desalentadas.

52 Sobre todo, en sus componentes de inversión y consumo.

También fueron importantes, otras medidas como las modificaciones a los límites de posición de cambios para mantener un adecuado calce de monedas a medida que el cambio de portafolio a favor del boliviano se iba profundizando. Adicionalmente, la gestión oportuna del material monetario y el incremento de los puntos de atención financiera, fueron importantes para atender la mayor demanda de productos financieros en moneda nacional. Las medidas combinadas del ente emisor y el órgano ejecutivo se fueron consolidando a través de una política comunicacional activa del BCB desde 2006, y dada la mayor preferencia por el uso de la moneda nacional en un ambiente de estabilidad macroeconómica, los depósitos en bolivianos registraron diferenciales de rendimientos positivos respecto a la moneda extranjera, denotando que la recomposición de monedas dentro el sistema financiero, obedeció tanto a impulsos en la oferta como en la demanda de dinero.

Los resultados de las políticas señaladas y la evidencia empírica emanada del modelo de determinantes de la bolivianización, confirman que en un periodo de miniapreciaciones sistemáticas (3er trimestre de 2005 a fines de 2011), la política cambiaria habría explicado cerca del 67% del comportamiento de la bolivianización, la política monetaria direccionada por las reformas al encaje legal y el control de la inflación un 32%, y la implementación del ITF y sus modificaciones posteriores tendrían un impacto más moderado. No obstante, extendiendo el análisis a 2017, se observa que la política monetaria habría aumentado su importancia (hasta 46%) en la preservación y profundización de la bolivianización.

Finalmente, es importante remarcar que los resultados de este proceso deben preservarse en el tiempo, mediante el sostenimiento o la redefinición de las políticas mencionadas, priorizando los incentivos de mercado para el uso del boliviano, lo que lograría la consolidación de los diferentes tipos de bolivianización en el largo plazo.

5. El desarrollo económico y social

En esta sección se presentan los logros en desarrollo económico y social de la implementación del Nuevo Modelo Económico Social Comunitario Productivo aplicado desde 2006, comparando con los anteriores modelos económicos implementados y con sus resultados.

5.1. Los modelos económicos anteriores y sus resultados en el desarrollo económico y social

Al igual que en muchos países latinoamericanos, entre los años 50 hasta mediados de los ochenta, las políticas económicas en Bolivia se dirigieron a impulsar una mayor participación de Estado y restricciones focalizadas a las importaciones para favorecer a la producción nacional; luego con el modelo neoliberal, entre 1985 y 2005, se buscó la liberalización de los mercados y una disminución del tamaño del Estado, asignándole un rol de simple regulador; y finalmente con la adopción del Modelo Económico Social Comunitario Productivo desde 2006, el país busca potenciar a sus diferentes actores económicos en un marco de economía plural, retomar una mayor participación estatal, asignándole al Estado un rol protagónico para el desarrollo productivo en sectores estratégicos y a la vez implementar políticas para una mejor distribución del ingreso y fortalecimiento de la demanda interna.

Cabe recordar que a principios de los años 50 la mayoría de los países de la región intentaron implementar un modelo económico denominado Industrialización por Sustitución de Importaciones (ISI),⁵³ el cual se basaba en subsidios y dirección del Estado para la producción de sustitutos de productos manufacturados con alto valor agregado conjuntamente con aranceles a la importación para disminuir la dependencia externa. Es decir, se adoptó una estrategia fundada en el proteccionismo y la participación activa del Estado en sectores industriales estratégicos. Esto era fundamental para desligarse de la “dependencia” y de los efectos negativos en los términos de intercambio por el comercio desigual con los países desarrollados y construir una base endógena de acumulación de capital interna. Bolivia no fue ajena a este enfoque de desarrollo, pues hasta 1985 los distintos gobiernos buscaron una fuerte presencia estatal en diversos sectores productivos a través de las empresas públicas.

53 El modelo ISI fue adoptado en América Latina y en otros países en desarrollo con posterioridad a la Primera Guerra Mundial y el período de posguerra de la Segunda Guerra Mundial. Para su implementación fue importante la creación de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) mediante la resolución 106 del (VI) Consejo Económico y Social de Naciones Unidas el 25 de febrero de 1948, estableciéndose su sede en Santiago de Chile.

Si bien su inicio simbólico generalmente se señala como la Revolución Nacional de 1952, sin embargo otros hitos importantes se remontan a la nacionalización de la *Standard Oil* en 1937, la creación de la Corporación Boliviana de Fomento (CBF) en 1942 y la creación de la Corporación Minera de Bolivia (COMIBOL) en 1953. La presencia del Estado en la economía tuvo su punto prominente con el dominio directo de la producción minera y petrolera, siendo estas actividades la principal fuente de generación de divisas y de ingresos fiscales. Asimismo, el Estado era considerado como el principal generador de excedentes económicos y empleo, por lo cual este debía ejecutar y financiar un gran conjunto de políticas sociales y redistributivas, función respaldada a través de la Constitución Política del Estado (CPE) de 1961.

En los años setenta, el país disfrutó de excedentes económicos importantes basados en los precios de los minerales (estaño, principalmente) que se incrementaron sostenidamente y generando una gran afluencia de recursos económicos al país. Sin embargo, a pesar de este contexto favorable, no existió industrialización ni se logró sustituir las importaciones, además los avances económicos y sociales no parecían ser suficientes, por los niveles elevados de pobreza y desigualdad en el país, especialmente en el área rural. La finalización de este patrón de desarrollo y la posterior implementación del modelo neoliberal en Bolivia fue catalizada por la severa crisis económica y social ocurrida entre 1982 a 1985, caracterizada por una drástica caída de los precios internacionales de los minerales, insostenibilidad de la deuda externa,⁵⁴ elevados niveles de déficit fiscal y el proceso hiperinflacionario más grande de la historia del país.⁵⁵

Después de intentos fallidos de solución frente a la crisis, en agosto de 1985 el gobierno de turno (de Víctor Paz Estensoro), promulgó un paquete de medidas según los lineamientos exigidos para la asistencia financiera del Fondo Monetario Internacional (FMI) y del Banco Mundial (BM) plasmados en el Decreto Supremo (D.S.) N° 21060, que dio lugar al nacimiento de la denominada Nueva Política Económica (NPE), basada en la liberalización a ultranza del mercado a un alto costo social. Con este modelo de corte neoliberal, se redujo al mínimo la intervención estatal en la economía y se liberalizaron los mercados laborales, de bienes, de crédito, de divisas y de servicios, entre los más importantes.

Asimismo, se dispuso la disolución de varias empresas públicas, se eliminó a la CBF y se estableció una estructura operativa descentralizada de Yacimientos Petrolíferos Fiscales Bolivianos (YPFB) y la COMIBOL, despidiendo a más de 23.000 trabajadores mineros para reducir el gasto fiscal, lo cual se quiso maquillar con el denominativo

54 La deuda externa, había sido contratada por el gobierno de Banzer y por otros gobiernos militares (dictatoriales) anteriores a plazos cortos y a tasas de interés elevadas.

55 La tasa de inflación anual llegó a sobrepasar el 23.000% en septiembre de 1985.

de proceso de relocalización minera. Estas medidas fueron resistidas duramente por la clase trabajadora, siendo una de sus manifestaciones más importantes la denominada "Marcha por la vida",⁵⁶ protagonizada por miles de mineros en agosto de 1986.

Pese a ello, la NPE siguió adelante con la implementación de una serie de medidas de liberalización, basadas en lo posterior en las reformas de primera y segunda generación del consenso de Washington de 1989,⁵⁷ que si bien lograron consolidar el control de la inflación y reducir el déficit fiscal en base a grandes recortes del gasto público, representaron durante décadas un gran costo económico y social para el Estado. Por su parte, la deuda externa se redujo como efecto de la condonación por los bancos privados internacionales en 1988, los alivios de deuda de los acreedores bilaterales que se acordaron en las negociaciones en el Club de París y los programa HIPC (países pobres altamente endeudados).

Posteriormente, en busca de consolidar el modelo neoliberal, se aprobaron las Leyes de Administración y Control Gubernamentales (Ley SAFCO, julio de 1990), de Inversiones (septiembre de 1990), de Privatización (abril de 1992), de Bancos y Entidades Financieras (abril de 1993), de Participación Popular (abril de 1994), de Capitalización (mayo de 1994) de las principales empresas estatales, de Reforma Educativa (julio de 1994), de Hidrocarburos (abril de 1996), del Sistema de Pensiones (noviembre de 1996), el Código de Minería (marzo de 1997) y el Código Tributario (agosto de 2003).

La capitalización (o privatización en la práctica) de las principales empresas públicas: Empresa Nacional de Ferrocarriles (ENFE), Lloyd Aéreo Boliviano (LAB), YPFB, Empresa Nacional de Electricidad (ENDE) y Empresa Nacional de Telecomunicaciones (ENTEL), fue llevada adelante bajo el argumento de que estas se hallaban en una situación de estancamiento, que eran deficitarias y tenían serias dificultades para cumplir con los compromisos de deuda adquiridos en años anteriores. No obstante, esta fue una de las medidas más perniciosas en la historia económica contemporánea de Bolivia, debido a que el cincuenta por ciento del patrimonio de estas empresas (incluyendo a YPFB que en ese entonces generaban importantes ingresos fiscales para el país) fueron subastados a empresas transnacionales a precios irrisorios (muy por debajo de su valor de mercado), además de concederles la administración de las mismas.

56 La Marcha por la Vida, fue una movilización histórica que pretendió evitar la "relocalización" de mineros y la privatización de las minas estatales.

57 El término 'Consenso de Washington' fue acuñado en 1989 por el economista John Williamson, para describir un paquete de reformas estándar para los países en desarrollo, tuteladas por el FMI, el BM y el Departamento del Tesoro de los Estados Unidos. Estas reformas abarcaban políticas de estabilización macroeconómica, la liberalización del comercio como de la inversión, la reducción del Estado, y la expansión de las fuerzas del mercado a nivel interno.

En términos de resultados macroeconómicos, el crecimiento económico fue reducido e inestable, se aumentó la pobreza y la desigualdad, no se llegó a generar empleo de manera masiva como propugnaba uno de los objetivos de la reforma. Asimismo, los impuestos pagados por las empresas capitalizadas no llegaron a compensar la pérdida de ingresos fiscales que anteriormente reportaban las empresas públicas; en tanto que las utilidades generadas fueron repatriadas a las casas matrices de los inversionistas extranjeros. En cuanto a las tarifas de los servicios básicos, estas fueron incrementadas arbitrariamente en línea con la liberalización de los mercados.

La finalización del periodo neoliberal también fue de manera traumática, por el descontento de la población ante los malos resultados de la aplicación de este modelo económico. La resistencia social hacia el mismo se fue intensificando desde el año 2000, siendo un hito importante la denominada *Guerra del Agua*,⁵⁸ entre enero y abril de ese año en Cochabamba, debido a la privatización y al incremento desmesurado de las tarifas del servicio de agua potable, que causó una convulsión social, desencadenando en enfrentamientos de la población con la policía y el ejército, finalizando con la reversión del servicio nuevamente al Municipio de Cercado de ese departamento. En febrero de 2003, el gobierno de Gonzalo Sánchez de Lozada propuso la aplicación de un impuesto al salario para paliar el elevado déficit fiscal, medida que fue resistida por la población, razón por la cual esta medida fue revertida de manera rápida.

Posteriormente, en septiembre y octubre del mismo año, la intención de exportar gas por puertos chilenos a la costa oeste de Estados Unidos (EE.UU.) y a México desencadenaron nuevamente movilizaciones sociales que iniciaron en la ciudad de El Alto y se propagaron a otras ciudades del país. Las protestas fueron reprimidas violentamente por el gobierno con el resultado de 64 muertos y 228 heridos,⁵⁹ lo cual provocó la renuncia y huida del país de Gonzalo Sánchez de Lozada (17 de octubre de 2003), marcando el camino para la finalización del modelo neoliberal en Bolivia. Asimismo, más adelante, la presión social desembocó en una nueva Ley de Hidrocarburos (N° 3058 de mayo de 2005) cuyo objetivo era recuperar la propiedad de todos los hidrocarburos en boca de pozo para el Estado boliviano y la refundación de YPFB.

Cabe remarcar que los avances en la parte económica y social fueron casi nulos en el periodo neoliberal. Los indicadores de distribución de ingresos dan cuenta de

58 Tras el compromiso del gobierno de Banzer con la multinacional Bechtel en negociaciones propiciadas por el Banco Mundial en septiembre de 1999, el suministro de agua fue adjudicado a la empresa Aguas del Tunari, un consorcio formado por Bechtel (27,5% de participación accionaria), la norteamericana Edison, las empresas Polítropolis A. Petricevich, SOBOCE S.A. y consorcio español Abengoa S.A. (con el 25%). El dato de la cantidad de damnificados (un fallecido y 170 heridos) se obtuvo del diario Opinión, de 7 de abril de 2017: "La guerra del agua a 17 años del conflicto".

59 Periódico El Día, de 11 de diciembre de 2012, "Bolivia busca abogados de EE.UU para extradición del ex Presidente Sánchez de Lozada".

un aumento de la inequidad en la distribución de la riqueza, entre las más altas del mundo, elevados niveles de pobreza y un deterioro del nivel de vida de la población, sobre todo de los sectores más vulnerables. Adicionalmente, se redujo el ahorro interno y el país se vio sometido a una gran dependencia del financiamiento externo.

5.2. El Nuevo Modelo Económico, Social, Comunitario y Productivo aplicado desde 2006 y su impacto en el desarrollo económico y social

En 2006, con la asunción al poder de un nuevo gobierno progresista (a la cabeza del Presidente Evo Morales Ayma) se comenzó la aplicación del nuevo Modelo Económico Social Comunitario Productivo, dando un cambio de timón al rol del Estado en la economía devolviéndole el protagonismo en el desarrollo económico y adoptando a la vez un enfoque de crecimiento endógeno.⁶⁰ Cabe apuntar que el nuevo modelo económico identifica a dos pilares: los sectores estratégicos generadores de la mayor parte del excedente económico y los sectores generadores de ingresos y empleo. Dentro del primer grupo, se tiene a cuatro sectores estratégicos: hidrocarburos, minería, electricidad y recursos ambientales; y en el segundo estaría conformado por la industria manufacturera, turismo, vivienda, desarrollo agropecuario y otros. Bajo este escenario el Estado asume un rol de redistribuidor efectivo para transferir los recursos de los sectores excedentarios a los generadores de empleo e ingreso. Asimismo, el nuevo modelo busca una mayor reproducción (ampliada) del capital, a través de los proyectos de industrialización dirigidos de manera directa por entidades estatales, una mayor inversión pública en infraestructura, productiva y social, además de la creación de mecanismos de mayor articulación e impulso a la inversión privada.

Así también, uno de los fines del nuevo modelo de desarrollo es convertir a Bolivia en un país industrializado a través del reconocimiento e integración de todos sus actores: el Estado con sus nuevas atribuciones (en la economía y el proceso de industrialización) y los sectores privado, cooperativo y comunitario; cuya integración configura lo que se denomina Economía Plural, concepto que incluso queda plasmado en la nueva Constitución Política del Estado (CPE, Artículo 306) promulgada en febrero de 2009. De estos cuatro actores, el Estado asume un rol fundamental en la promoción y organización de la producción, el desarrollo económico y la redistribución de ingresos; luego se encuentra el sector privado que genera empleo y tiene cierta

60 Desde inicios de la década de los años sesenta y con más fuerza en los años ochenta un grupo de teóricos del crecimiento insatisfechos con los modelos neoclásicos que enfatizaban los factores exógenos de crecimiento (como el progreso técnico indeterminado), sentaron las bases de la Teoría del Crecimiento Endógeno, el cual sostiene que el crecimiento es el resultado de factores endógenos y no de fuerzas externas como propone la teoría neoclásica. Por lo cual, el capital humano, la innovación y el conocimiento contribuyen de manera significativa a potenciar el crecimiento dadas las externalidades positivas y en los efectos spillover (o efectos de derrame) que estos provocan en el crecimiento y en el desarrollo económico. Además, estos modelos abren la posibilidad de que el estado refuerce estas externalidades positivas.

independencia de las entidades estatales para formular su producción y su distribución. Y como parte también importante de la economía plural está la economía social cooperativista (principalmente en la minería, en el sector financiero y el agropecuario) y la economía comunitaria como una forma de producción (colectiva) todavía persiste en áreas rurales, que mantienen los pueblos originarios y que anteriormente no era reconocida.⁶¹

En este sentido, entre las medidas de política más importantes implementadas desde 2006 se tiene la nacionalización de las empresas estratégicas del país, con el objetivo de maximizar la generación de excedentes económicos, su apropiación y distribución hacia otros sectores productivos; la expansión sostenida de la inversión pública; y la implementación de políticas de protección social y redistribución de ingresos. De no haberse implementado este tipo de políticas, los riesgos para la sostenibilidad de las finanzas públicas, las cuentas externas, además de la gobernabilidad del país se habrían mantenido, con importantes efectos negativos sobre el crecimiento económico.

El 1° de mayo de 2006, mediante D.S. N° 28701, se nacionalizaron los hidrocarburos del país, con lo cual el Estado boliviano recuperó estos recursos, asumió el control de su ciclo productivo y determinó la firma de nuevos contratos con las empresas petroleras. Esta norma dispone la obligatoriedad de todas las empresas petroleras de entregar su producción de gas y crudo a YPFB, quien decide sobre su comercialización, transporte, almacenaje, exportación, precios y volúmenes. De igual manera, se instruyó a las empresas petroleras a ceder el número necesario de acciones en las filiales de YPFB para consolidar su nacionalización y capacidad de operación en toda la cadena productiva del sector.

Posteriormente, se reestatizaron la mina de estaño de Huanuni, el Complejo Metalúrgico Vinto, la Empresa Nacional de Telecomunicaciones (ENTEL), la Compañía Logística de Hidrocarburos Boliviana (CLHB), la Empresa Petrolera Chaco, la empresa AIR BP Bolivia, encargada del servicio de suministro de combustibles de aviación en los aeropuertos. Asimismo, en 2010 se consolidó la nacionalización en el sector eléctrico, determinándose la transferencia de la propiedad de las generadoras de electricidad Corani, Valle Hermoso y Guaracachi a ENDE. También se nacionalizó la cooperativa distribuidora Empresa de Luz y Fuerza Eléctrica de Cochabamba (ELFEC). Finalmente, se decretó la nacionalización de parte de las acciones de la Fábrica Nacional de Cementos S.A. (FANCESA), la participación de la petrolera anglo-argentina PAE (Pan American Energy) en el bloque Caipipendi, la Transportadora de Electricidad S.A, ELECTROPAZ de La Paz, ELFEO S.A. de Oruro,

61 Ver boletín "Nuevo Modelo Económico Social Comunitario Productivo" publicación mensual del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas (2011), pág. 12.

empresa de servicios EDESER y la gestora de inversiones Compañía Administradora de Empresas, así como SABSA (Servicios Aéreos Bolivianos S.A.), pasando al control del Estado los aeropuertos de La Paz, Santa Cruz y Cochabamba.

Cabe remarcar que con la nacionalización de los hidrocarburos, la renta petrolera del gobierno central se multiplicó por más de 5,5 veces (a un promedio anual de Bs16.895 millones en el periodo 2006 a 2017) con respecto al periodo neoliberal (Bs2.905 millones en promedio de 1995 a 2005), posibilitando una mayor inversión pública, además de políticas de protección social, priorizando la demanda interna y la redistribución.

Las políticas monetaria, cambiaria y financiera implementadas por el Banco Central de Bolivia (BCB) en el marco del nuevo modelo económico, presentaron grandes transformaciones con relación a las aplicadas en el periodo neoliberal. Estos son explicados en detalle en esta misma edición, conllevando muchos beneficios para el país y la población. En lo que se refiere a la política monetaria, el ente emisor realizó importantes cambios en el diseño y ejecución de la misma, adoptando un enfoque heterodoxo y con orientación contracíclica. Incrementando el alcance y efectividad de sus medidas, con resultados destacables en términos de estabilidad macroeconómica, contribución al crecimiento y control de la inflación.

En lo que se refiere a la política cambiaria, se pasó de una estrategia de tipo de cambio de continuas depreciaciones de la moneda nacional, que incentivaba la dolarización en el periodo neoliberal, a apreciaciones y estabilidad del tipo de cambio a partir de 2006. Esto favoreció al proceso de bolivianización de la economía y al control de las presiones inflacionarias de origen externo, además de contribuir a la estabilidad del sistema financiero.

Por su parte, la administración fiscal fue prudente y concordante con el establecimiento de objetivos y metas de políticas monetaria y cambiaria, y la suscripción, de manera soberana, del Programa Fiscal-Financiero entre el Ministerio de Economía y Finanzas Públicas y el BCB. Entre 2006-2017 se tuvieron varios años de superávit fiscal, con lo cual se fue ahorrando en tiempos de bonanza para luego tener blindaje relativo en tiempos de menores ingresos, siguiendo los principios de priorización del gasto de capital e impulso a los sectores de infraestructura, productivo y social, además de fortalecimiento a las empresas públicas y el proceso de industrialización.

Los mayores niveles de inversión pública permitieron acrecentar la infraestructura vial y productiva, dotar de más y mejores servicios básicos a la población, e impulsar la industrialización de los recursos naturales mediante la creación de complejos productivos en sectores como los de hidrocarburos, minería y electricidad. Los fondos necesarios fueron principalmente de origen interno y a través de créditos

(autorizados mediante Ley) a las Empresas Publica Estratégicas (EPNE) por parte del BCB, rompiéndose así la dependencia del financiamiento externo.

En este marco, se presentaron importantes avances en la industrialización del gas natural (principal hidrocarburo del país), se construyeron las Plantas Separadoras de Líquidos (PSL) de Río Grande en Santa Cruz, y Carlos Villegas en Tarija. Con lo cual se logró la autosuficiencia en el abastecimiento de gas licuado de petróleo (GLP) y los excedentes para su exportación a Paraguay y Perú, y potencialmente a Brasil y Argentina, además de la generación de insumos para la industria petroquímica. Dentro de esta última, se destaca la producción de fertilizantes en la Planta de Urea y Amoniaco de Cochabamba, base para potenciar el desarrollo agrícola de Bolivia.

Por su parte, entre 2006 y 2017, la recuperación de las empresas estratégicas en el sector eléctrico viabilizó la inversión de más de \$us1.700 millones en generación, transmisión y distribución de energía eléctrica; y la ampliación del servicio básico de electricidad hasta alcanzar una cobertura nacional mayor en alrededor de 90% en el último año. Asimismo, se está potenciando la capacidad de generación de energía hidroeléctrica, termoeléctrica y energías alternativas (eólica y solar, entre otras) para exportar los excedentes hacia diferentes países de la región y convertir a Bolivia en el centro energético de Sudamérica.

Con la nacionalización de los principales complejos mineros, las regalías del sector alcanzaron a más de \$us1.149 millones y la renta minera a \$us2.606 millones, entre 2006 y 2016. Cabe señalar que el complejo minero-metalúrgico contribuirá a la industrialización del estaño y otros minerales como el zinc en diferentes puntos de la geografía nacional. En este sentido, la construcción del horno de fundición de estaño Ausmelt en la Empresa Metalúrgica Vinto (Oruro) permitió una importante ampliación de la capacidad de procesamiento de estaño metálico.

El Complejo Industrial de Recursos Evaporíticos del Salar de Uyuni en el departamento de Potosí permitirá la producción de cloruro de potasio, carbonato de litio, baterías y derivados. El Complejo Siderúrgico del Mutún (en construcción en el departamento de Santa Cruz) producirá hierro esponja y piezas laminadas semiterminadas de acero, lo que impulsaría aún más a otros sectores como el de la construcción. A lo anterior se añade el establecimiento de diversas empresas estatales productivas generadoras de valor agregado en los sectores de lácteos, almendras, azúcar, apicultura, semillas y otros.

Uno de los mecanismos más importantes para la redistribución del excedente económico a la población más vulnerable, ha sido las transferencias monetarias condicionadas. En este sentido, el Bono Juancito Pinto, tiene como objetivo motivar la permanencia educativa y contribuir a la reducción de la tasa de abandono escolar; la

Renta Dignidad, por su parte, busca mejorar la calidad de vida de los adultos mayores de 60 años; y el Bono Juana Azurduy, consistente en el pago de prestaciones a las madres gestantes por la realización de sus controles prenatales y de sus niñas(os) hasta los dos años de edad, tiene como propósito mejorar la salud y nutrición para contribuir a la reducción de la tasa de mortalidad materna-infantil.

En cuanto a la política salarial, se implementaron expansiones sostenidas del salario mínimo nacional e incrementos salariales por encima la tasa de inflación, aumentando de esa manera el poder adquisitivo de la población trabajadora. Adicionalmente, entre 2013 y 2015 se instituyó el pago del doble aguinaldo denominado “Esfuerzo por Bolivia” a todos los asalariados, lo cual estuvo condicionado a que el crecimiento económico anual fuese superior al 4,5% (D.S. N° 1802, noviembre de 2013). En el escenario internacional, entre los países de Sudamérica, Bolivia en 2005, era el país con el salario mínimo nacional más bajo de la región, equivalente a 54 dólares estadounidenses. Después de doce años, en 2017 se incrementó alrededor de 5 veces más, hasta alcanzar el equivalente a 287 dólares, ubicándose por encima de países como Perú y México.

Resultados económicos y sociales desde 2006

De esta manera, desde el año 2006, el país ha logrado progresos sin precedentes en las áreas económica y social. El crecimiento anual entre 2006 y 2017 alcanzó un promedio cercano a 5%, casi el doble de años anteriores, el producto per cápita aumentó de \$us1.037 en 2005 a más de \$us3.390 en 2017.

Los frutos del mayor crecimiento y de las políticas públicas aplicadas se han reflejado en un mejoramiento significativo de los principales indicadores sociales, el indicador nacional de pobreza moderada disminuyó a 39,1% y la pobreza extrema se redujo a 17,8% en 2016 (menor en casi 20pp respecto a 2005), por lo cual más de 1,6 millones de personas salieron de la pobreza extrema. En el mismo sentido, el nivel de desigualdad nacional cayó 13,3 puntos en el índice de Gini, observándose a la vez un crecimiento económico más dinámico (5% en promedio) y descensos sistemáticos en la tasa de desempleo urbana (ubicándose en 4,9% en 2016). Cabe destacar que las políticas redistributivas más importantes, se concentraron en expansiones sostenidas en el salario mínimo e incrementos salariales por encima de la tasa de inflación, además de un conjunto de transferencias monetarias no condicionadas y condicionadas.

Dentro de las primeras, la Renta Dignidad repercutió en mejoras en las condiciones de vida de las personas mayores a 60 años. En el caso de las trasferencias condicionadas, el Bono Juancito Pinto promovió una menor deserción escolar de niños y adolescentes de los colegios fiscales, la cual cayó a 4 deserciones por cada

100 estudiantes inscritos o matriculados. Dentro este último tipo de transferencias, el Bono Juana Azurduy impulsó la reducción de la mortalidad materna e infantil en las mujeres en etapa de gestación, además de madres y niños menores a dos años, alcanzando el indicador de mortalidad materna a 206 muertes por cada 100.000 nacidos vivos y el indicador mortalidad infantil a 30 muertes por 1.000 niños nacidos vivos en el último año.

Los logros económicos y sociales de los últimos doce años han motivado diversos estudios en ámbitos académicos nacionales e internacionales, destacándose los estudios e informes de organismos internacionales como el FMI, BM, Banco Interamericano de Desarrollo (BID), Banco de Desarrollo de América Latina (CAF), la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), entre otros.

5.3. Profundizando el análisis sobre el desempeño del desarrollo económico reciente

PIB potencial

El crecimiento económico de Bolivia se incrementó de manera importante en los últimos años, despertando la interrogante de si el Producto Interno Bruto (PIB) potencial tendría un comportamiento similar. Convencionalmente el PIB potencial se define como aquel nivel sostenido de producción o de largo plazo que un país puede alcanzar, dada la dotación de factores productivos como trabajo, capital, y tecnología (entre los más importantes), sin provocar presiones inflacionarias en la economía, y el cual es importante para la determinación de políticas económicas cuando existen desviaciones en torno a este nivel de equilibrio. Según Dornbusch *et al.* (2009) este concepto se entiende como “la capacidad productiva de la economía cuando la tecnología y el capital están fijos, de manera que en el largo plazo la oferta de bienes y servicios es igual a la producción potencial”. En tanto que para Branson (1985) es cuando la economía opera al nivel de la tasa natural de desempleo y para Sachs y Larraín (1994) el PIB potencial representa “... el nivel de producción que puede alcanzar la economía cuando todos los factores productivos, especialmente el trabajo, están cerca de su plena utilización”.

En la práctica los procedimientos metodológicos para estimar el PIB potencial se clasifican en dos vertientes: La primera se fundamenta en la teoría económica y, por ende, se enfoca en cuantificar las relaciones funcionales que existen entre variables. Este procedimiento se basa en la estimación de funciones de producción, modelos estructurales, entre otros. La segunda vertiente hace referencia a la aplicación de instrumentos estadísticos que permitan descomponer la serie del PIB en sus componentes tendencial y cíclico. Entre estos instrumentos se encuentran,

por ejemplo, los filtros de Beveridge y Nelson (1981), Watson (1986), Baxter y King (1995), y Hodrick y Prescott (1997).

La aplicación de estas metodologías se ha concentrado en economías en desarrollo e industrializadas (véase por ejemplo Barrell y Sefton, 1995). Para Bolivia se pueden encontrar aplicaciones empíricas en los documentos de Hernaiz (2005), Valdivia y Yujra (2009), Chain (2009), Mercado *et al.* (2003) y Rodríguez (2007).

En este marco, se actualizaron las metodologías de cálculo de crecimiento del PIB potencial con distintos enfoques de las dos vertientes de metodologías de cálculo, particularmente, empleando metodologías univariantes, multivariantes (mediante estadísticos), y por medio de una función de producción. Tanto la combinación de filtros estadísticos como la función de producción reportan una tasa de crecimiento potencial promedio entre 2006 y 2016 de alrededor de 5%, cifra cercana al crecimiento observado en este periodo, lo que significa que en términos de promedio el PIB real estaría cercano a su potencial. Este valor estaría muy por encima de registros anteriores.

Superación de restricciones al crecimiento

Un crecimiento económico sostenido que permita mejorar el nivel de vida de la población, es un tema que ha dominado la agenda de la mayoría de los países, organismos internacionales y analistas económicos por mucho tiempo. En este sentido, muchos autores, como Solow (1956), Romer (1986), Barro (1990), Mankiw *et al.* (1992), entre otros, abordaron diversas metodologías y explicaciones para entender los determinantes del crecimiento económico. Asimismo, Hausmann *et al.* (2005) presentaron una metodología analítica-teórica con el fin de encontrar indicadores para las principales restricciones al crecimiento económico, y de este modo determinar las políticas necesarias para levantar tales restricciones. Para ello, buscan encontrar un ambiente propicio o los factores exógenos al desarrollo que pueden afectar más al crecimiento, lo cual es representado a través de un árbol de decisiones.

En la región el enfoque desarrollado por estos últimos autores, inicialmente fue aplicado para realizar un diagnóstico de las restricciones al crecimiento de El Salvador, abordando el concepto de “autodescubrimiento” como una ruta de mejora para desarrollo económico. Por su parte, Calvo (2006) realizó una aplicación de esta metodología para el caso boliviano. Su diagnóstico señala que los principales factores económicos que restringían el crecimiento de Bolivia son: la baja inversión privada condicionada por los bajos retornos de la actividad económica y los altos costos de financiamiento, principalmente; producto de una economía dolarizada, un sector fiscal deficitario y altamente endeudado, además de elevadas tasas de interés y un sector financiero limitado.

En este sentido, de acuerdo con el análisis actualizado y realizado bajo el enfoque de Restricciones al Crecimiento para Bolivia en los últimos doce años, se puede evidenciar que hubo importantes avances en cuanto a la superación de las principales restricciones que limitaban el crecimiento hasta 2005. Se destacan las mejoras en las fortalezas macroeconómicas, caracterizadas por la mayor efectividad de la inversión pública y la política fiscal para impulsar el desarrollo económico y social. A esto se suma la mayor eficacia de las políticas monetaria y cambiaria que también contribuyeron a lograr un mayor crecimiento, precautelando a la vez la estabilidad del sistema financiero y fomentando la desdolarización de la economía. Asimismo, a nivel microeconómico se destaca el incremento de la base empresarial y mejoras en infraestructura productiva y de comunicaciones, en parte gracias a la focalización de la inversión pública en estos sectores. Todo esto repercutió en un crecimiento económico sostenido desde 2006, donde la demanda interna (sobre todo en sus componentes de consumo e inversión) fue el principal determinante.

Respecto a los indicadores de acceso o costo del financiamiento, se observó un nivel de profundización y solidez importante de la intermediación financiera, una reducción significativa en la pesadez de cartera (mora) y la disminución de las tasas de interés activas. Todo esto se reflejó en un incremento destacable de los depósitos y créditos. Además, Bolivia tuvo una mejora en el acceso a financiamiento externo y en su calificación de riesgo país, lo cual impulsó mayores flujos externos en los últimos años.

Productividad y crecimiento

Según la teoría, en el largo plazo los incrementos del PIB potencial se explicarían por mejoras en la Productividad Total de Factores (PTF), que se entendería como las mejoras o variables que incrementan el crecimiento fuera del capital y el empleo, como la eficiencia en el uso de los factores, tecnología, entre otros. Estas mejoras podría deberse a factores subyacentes a la producción, entre ellos económicos, sociales o institucionales.

Los estudios empíricos que identifican a los determinantes de la PTF son abundantes y entre los factores más importantes se pueden señalar: la apertura comercial, estabilidad macroeconómica e institucionalidad (Dollar y Kraay, 2004; Calderón, Loayza y Schmit-Hebbel, 2005), capital humano (Barro y Lee, 2010), creación, transmisión y absorción del conocimiento, oferta y asignación de factores, instituciones, salud y educación, política macroeconómica, estabilidad política, inversión extranjera directa e infraestructura (Beyer y Vergara, 2002), inflación, inestabilidad política, términos de intercambio y precios de materias primas, (Sturzenegger, 1985). Según Coeymans y Mundlak (1993) y Bengoa y Pérez (2003), entre otros.

En el caso boliviano, tanto el crecimiento observado como el del producto potencial del país se incrementó de manera sostenida desde 2006 debido, entre otros determinantes, a mejorar continuas en la PTF, en el marco del nuevo modelo económico. Según un análisis cuantitativo, la productividad de la economía boliviana, medida a través de la PTF, es una de las principales fuentes del crecimiento económico de largo plazo. A diferencia de lo observado en el periodo 1994 – 2005, donde la productividad habría tenido un efecto negativo en el crecimiento, desde 2006 la PTF sería uno de los principales determinantes del crecimiento sostenido de los últimos doce años.

Este resultado, refleja la efectividad de las políticas públicas implementadas en ese periodo, evidenciándose que los principales factores que afectan directamente a la PTF son: la estabilidad macroeconómica, la eficiencia de la inversión, el nivel de ahorro de la economía y la reducción de la desigualdad de ingresos en el país.

Inversión y crecimiento

Un tema de amplio debate en la literatura económica es el efecto de la inversión sobre el crecimiento, siendo la evidencia sólida respecto a la importancia de este factor como determinante fundamental del crecimiento económico, tanto en el largo plazo como en el corto plazo, y desde el punto de vista de causalidad, los hallazgos apuntan a una causalidad más bien bidireccional. En el caso de Bolivia, las estimaciones de los modelos VAR permiten concluir que un *shock* positivo (o choque) en la Formación Bruta de Capital Fijo (FBCF) pública tiene efectos significativos y persistentes sobre el PIB y viceversa. Por otro lado, un choque en el PIB tiene un efecto importante sobre la FBCF privada; y choques en el PIB y la FBCF pública tienen efectos positivos sobre el crédito del sistema financiero.

En términos de causalidad estadística (a la Granger), la FBCF pública es causada por la FBCF privada y el crédito; además el PIB causa a la FBCF privada, pero no en sentido contrario; y el crédito del sector financiero y las restantes variables son independientes.

Por otro parte, mediante la estimación de una ecuación de largo plazo, se evidencia que un incremento del 10% en la inversión pública en infraestructura tiene un efecto del 1,6% en el crecimiento de la actividad económica en Bolivia, reflejando la importancia de este tipo de inversión en el crecimiento económico por sus efectos positivos en la productividad de factores. El resultado se halla en el rango de las estimaciones para otros países.

Este hallazgo es primordial para las decisiones de política económica en materia de inversión pública. En los últimos años, el gobierno ha otorgado un tratamiento prioritario a la inversión pública en general, pero de manera particular a la inversión

en infraestructura que es vital para la dinamización de la actividad productiva, por sus importantes efectos multiplicadores. En este sentido, la magnitud estimada del impacto de este tipo de inversión en el crecimiento, permitirá fortalecer el diseño de las políticas públicas.

Estos resultados son consistentes con la idea de un modelo de crecimiento endógeno, evidenciando la pertinencia del mismo como marco teórico para explicar el crecimiento económico del país. Es decir que, el crecimiento en Bolivia responde principalmente a las políticas públicas que afectan al capital (tanto físico como humano), a la innovación y el conocimiento, los cuales tienen efectos directos en la productividad de factores; apartándose de esta manera de los postulados más radicales de la teoría neoclásica.

Consumo y Demanda Interna

El nuevo Modelo Económico Social Comunitario Productivo implementado desde 2006, busca un mayor desarrollo económico por medio de una eficiente redistribución de los excedentes que se generan en la economía. Es decir, las políticas públicas buscan el fortalecimiento de la demanda interna, cuyos componentes son el consumo y la inversión, base para la expansión del aparato productivo nacional. En el caso del consumo, el gobierno nacional implementó varias políticas con el fin de fortalecer la capacidad de compra de la población, principalmente de las personas con ingresos más bajos, entre los que se encuentran los incrementos a los salarios, principalmente del Salario Mínimo Nacional (SMN), programas sociales, transferencias monetarias, tarifas de servicios básicos reguladas, control de la inflación, apreciación y estabilidad del tipo de cambio, entre otras.

Según la teoría económica, los principales determinantes del consumo son el ingreso disponible y la riqueza, asociados a las remuneraciones de los asalariados, el excedente bruto de explotación y otros ingresos o transferencias para los hogares. Los resultados empíricos confirman que en Bolivia existe una relación importante entre el consumo y los ingresos asociados a las remuneraciones de los hogares. Se evidencia que entre 2006 y 2017, el incremento real de los ingresos salariales tuvo un importante impacto positivo sobre el consumo (0,15%), y la expansión sostenida de este último tendría un efecto significativo en el crecimiento del PIB (0,75%) y la inversión (alrededor de 0,18%). Asimismo, dada la continua mejora del ingreso disponible de los hogares durante los últimos doce años, se observa una ligera disminución de la propensión marginal al consumo, lo cual habría catalizado un mayor ahorro en el sistema financiero, aspecto que sería favorable para la expansión de la inversión a través del crédito.



Ayacucho esquina Mercado
Teléfono: (591-2) 2409090
Fax: (591-2) 2661590
Línea gratuita: 800-10-2023
www.bcb.gob.bo
bancocentraldebolivia@bcb.gob.bo
La Paz - Bolivia