



BANCO
CENTRAL DE
BOLIVIA



ESTADO PLURINACIONAL DE
BOLIVIA

COMPENDIO

13 Encuentro de ECONOMISTAS DE BOLIVIA

13 y 14 de agosto y 23 de octubre de 2020

**"POLÍTICAS ECONÓMICAS EN LA CUARENTENA Y DESAFÍOS
DE LOS PAÍSES DE LA REGIÓN FRENTE A LAS PANDEMIAS"**

Banco Central de Bolivia

COMPENDIO DE PONENCIAS EN SESIONES PLENARIAS DEL DECIMOTERCER ENCUENTRO DE ECONOMISTAS DE BOLIVIA DEL BANCO CENTRAL DE BOLIVIA: POLÍTICAS ECONÓMICAS EN LA CUARENTENA Y DESAFÍOS DE LOS PAÍSES DE LA REGIÓN FRENTE A LAS PANDEMIAS

Consejo Editorial

*Edwin Rojas Ulo
Rafael Boyán Téllez
Sergio Cerezo Aguirre
Rolando Colque Soldado
Teddy Espejo Terrazas
Gustavo Sánchez Rossel
Andrés Gutiérrez Villca
Milton Carreón Virhuet*

Editor Académico

José Antonio Caballero Peláez

Los autores son responsables de las ideas y opiniones expuestas,
las cuales no reflejan necesariamente la opinión o posición del
Banco Central de Bolivia excepto cuando esté indicado.

Compendio de ponencias en sesiones plenarias del Decimotercer Encuentro de Economistas de Bolivia del Banco Central de Bolivia: Políticas económicas en la cuarentena y desafíos de los países de la región frente a las pandemias

Compaginación y diseño: Subgerencia de Comunicación y Relacionamento Institucional
Mes y año de publicación: Octubre de 2021
Correspondencia: Banco Central de Bolivia - Asesoría de Política Económica
Ayacucho esquina Mercado
La Paz, Bolivia
Teléfono (591) (02) 2409090 int. 2310
Casilla 3118
Correo electrónico: revistadeanalisis@bcb.gob.bo
Página web: www.bcb.gob.bo
Lugar de publicación: La Paz - Bolivia

Derechos reservados: Banco Central de Bolivia
Depósito legal: No. 4-1-213-2021 P.O.
ISBN: 978-99974-955-4-9

“Queda prohibida la reproducción total o parcial de este texto por cualquier medio. Su uso deberá realizarse citando la fuente. La distribución y venta de esta publicación es de derecho exclusivo del Banco Central de Bolivia”

COMPENDIO

13 Encuentro de ECONOMISTAS DE BOLIVIA

13 y 14 de agosto y 23 de octubre de 2020

**"POLÍTICAS ECONÓMICAS EN LA CUARENTENA Y DESAFÍOS
DE LOS PAÍSES DE LA REGIÓN FRENTE A LAS PANDEMIAS"**

Contenido

Notas editoriales	5
Agradecimiento a expositores	7
Prólogo	9
COVID-19: De la crisis a la transformación económica	11
Eric Parrado Economista Jefe y Gerente General del Departamento de Investigación del Banco Interamericano de Desarrollo (BID)	
Sesión plenaria	35
José Darío Uribe Presidente Ejecutivo del Fondo Latinamericano de Reservas (FLAR)	
Políticas económicas en la cuarentena y desafíos de los países de la región frente a las pandemias	41
Pablo Sanguinetti Vicepresidente de conocimiento del Banco de Desarrollo de América Latina (CAF)	
América Latina y el Caribe: Efectos socioeconómicos del COVID-19 y desafíos futuros	57
Daniel Titelman Director de la División de Desarrollo Económico (CEPAL)	
Políticas económicas en la cuarentena y desafíos de los países de la región frente a las pandemias	77
Diego Labat Presidente del Banco Central del Uruguay	
La experiencia de Colombia	87
Juan José Echavarría Soto Gerente del Banco de la República de Colombia	
Políticas económicas en la cuarentena y desafíos de los países de la región frente a las pandemias	107
Mario Marcel Presidente del Banco Central de Chile	

Políticas económicas en la cuarentena y desafíos para El Salvador durante la pandemia	131
Rony Hervin Aguilar Gerente de Estudios y Estadísticas Económicas del Banco Central de El Salvador	
Perú: Respuesta de Política Monetaria y desafíos frente al COVID-19	149
Julio Velarde Presidente del Banco Central de Reserva del Perú	
Políticas económicas ante la pandemia: EL caso de Costa Rica	171
Rodrigo Cubero Brealey Presidente del Banco Central de Costa Rica	
Hacia una recuperación resiliente y sostenible post-COVID-19 de la Región Andina	191
Osmel Manzano Economista regional del Departamento de Países del Grupo Andino del Banco Interamericano de Desarrollo	
América Latina y la persistencia de la desigualdad	207
Nora Lustig Directora del Instituto de Compromiso con la Equidad de la Universidad de Tulane	
Desdolarización en América Latina: ¿Qué aprendimos en estos 20 años?	221
Eduardo Levy Yeyati Decano de la Escuela de Gobierno de la Universidad Torcuato Di Tella, Argentina	
Reseña biográfica de los expositores	239

NOTAS EDITORIALES

I. Acerca de la opinión del Banco Central de Bolivia.

El contenido de las ponencias de los expositores no representa la opinión del Banco Central de Bolivia (BCB) excepto cuando esté indicado en notas de pie de página.

II. Revisión del texto por parte de los expositores.

Efectuada la transcripción y edición de las ponencias, las mismas han sido revisadas y aprobadas por los expositores con carácter previo a su publicación.

III. Notas de pie de página.

Los complementos editoriales contenidos en las notas de pie de página tienen el propósito de facilitar la lectura y comprensión de los textos de transmisión oral, así como ampliar la información necesaria para la comprensión del texto.

IV. Citación bibliográfica.

Se recomienda utilizar la siguiente entrada bibliográfica para referir el presente texto:

BANCO CENTRAL DE BOLIVIA, (2021). *Compendio de ponencias en sesiones plenarias del Decimotercer Encuentro de Economistas de Bolivia del Banco Central de Bolivia: Políticas económicas en la cuarentena y desafíos de los países de la región frente a las pandemias*, organizado por el Banco Central de Bolivia y llevado a cabo los días 13 y 14 de agosto y 23 de octubre de 2020 a través de plataforma virtual.

AGRADECIMIENTO A EXPOSITORES

El Consejo Editorial del Banco Central de Bolivia desea expresar su reconocimiento a las siguientes autoridades, académicos e investigadores, quienes han presentado sus ponencias en las sesiones plenarias del Decimotercer Encuentro de Economistas de Bolivia, mismo que se llevó a cabo los días 13 y 14 de agosto y 23 de octubre de 2020 a través de plataforma virtual, y cuyas intervenciones conforman el contenido del presente compendio:

Rodrigo Cubero Brealey

Presidente del Banco Central de
Costa Rica

Diego Labat

Presidente del Banco Central
del Uruguay

Nora Lustig

Directora del Instituto de Compromiso
con la Equidad de la Universidad de
Tulane, Estados Unidos

Nicolás Alfredo Martínez

Presidente del Banco Central
de El Salvador

Eric Parrado

Economista Jefe y Gerente General
del Departamento de Investigación
del Banco Interamericano de
Desarrollo

Daniel Titelman

Director, División de Desarrollo
Económico de la Comisión Económica
para América Latina y el Caribe
(CEPAL)

Julio Velarde Flores

Presidente del Directorio del Banco
Central de Reserva del Perú

Juan José Echavarría

Gerente del Banco de la República de
Colombia

Eduardo Levy Yeyati

Decano de la Escuela de Gobierno
de la Universidad Torcuato Di Tella,
Argentina

Mario Marcel Cullell

Presidente del Banco Central de Chile

Osmel Manzano

Economista Regional del Departamento
de Países del Grupo Andino, Banco
Interamericano de Desarrollo

Pablo Sanguinetti

Vicepresidente de Conocimiento para
CAF - Banco de Desarrollo de América
Latina

José Darío Uribe

Presidente Ejecutivo del Fondo
Latinoamericano de Reservas

PRÓLOGO

A nivel mundial, las acciones para frenar la pandemia del COVID-19 han restringido la movilidad de las personas y, por tanto, han reducido, con dureza, la actividad económica. En estas circunstancias, el Banco Central de Bolivia, la Universidad Católica Boliviana “San Pablo”, la Universidad Tecnológica Privada de Santa Cruz y la Academia Boliviana de Ciencias Económicas unificaron esfuerzos para convocar a hacedores de políticas y académicos al *Decimotercer Encuentro de Economistas de Bolivia* (13EEB) y debatir, en el ámbito de la economía, sobre los impactos de esta pandemia, las políticas aplicadas y las perspectivas de sus países, la región, y el mundo.

Esta versión del Encuentro, cuyo tema central contempla “Políticas económicas en la cuarentena y desafíos de los países de la región frente a las pandemias”, permitió compartir y analizar experiencias de política económica en el contexto de las difíciles condiciones sanitarias, el aumento de las demandas sociales, la fuerte caída de la oferta y la demanda agregadas y el incremento de la incertidumbre y la aversión al riesgo que están viviendo los países de la región.

El 13EEB se desarrolló de forma virtual en dos etapas: se alcanzó a 16.562 participantes (10.949 en la primera etapa del evento y 5.613 en la segunda), entre los que cuentan profesionales de diferentes países. La primera etapa del *Encuentro* se llevó a cabo los días 13 y 14 de agosto y contó con la participación de altos ejecutivos de organismos internacionales: Eric Parrado, Economista Jefe y Gerente General del Departamento de Investigación del Banco Interamericano de Desarrollo (BID); José Darío Uribe Escobar, Presidente del Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR); Pablo Sanguinetti, Vicepresidente de Conocimiento del Banco de Desarrollo de América Latina (CAF); y Daniel Titelman, Director de la División de Desarrollo Económico de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL). Participaron, también, presidentes de siete bancos centrales de América Latina: Diego Labat, Presidente del Banco Central del Uruguay; Juan José Echavarría Soto, Gerente del Banco de la República de Colombia; Mario Marcel Cullell, Presidente del Banco Central de Chile; Julio Velarde Flores, Presidente del Banco Central del Perú; Rodrigo Cubero Brealey, Presidente del Banco Central de Costa Rica; Rony Hervin Aguilar en representación del Presidente del Banco Central de El Salvador; y Guillermo Aponte Reyes Ortiz, Presidente a.i. del Banco Central de Bolivia.

Guillermo Aponte, al momento de su intervención, presentó el Informe de Política Monetaria (IPM). Este informe describe la evolución de la economía boliviana durante un periodo particularmente incierto y turbulento bajo los efectos de la pandemia del COVID-19 a escala global, su propagación en Bolivia y las medidas de contención implementadas. Su escala y complejidad, hacen que este episodio de crisis no tenga precedentes y cuente con múltiples disrupciones externas y domésticas experimentadas simultáneamente tanto de demanda como de oferta. El Informe describe las políticas económicas que implementó el BCB mediante instrumentos convencionales y no convencionales, logrando preservar niveles adecuados de liquidez, sostener bajas tasas de interés, velar por el funcionamiento de la cadena de pagos y resguardar la estabilidad del sistema financiero.

La segunda etapa del 13EEB se desarrolló el 23 de octubre con las siguientes exposiciones de expertos internacionales: Osmel Manzano presentó el tema “Hacia una recuperación económica resiliente y sostenible en el post Covid-19 de la Región Andina”; Nora Lustig desarrolló el tema “La persistencia de la desigualdad en América Latina”; y Eduardo Levi expuso el tema “Desdolarización en América Latina: ¿Qué aprendimos en estos 20 años?”. En esta ocasión, se entregaron los premios a los ganadores del concurso de investigación académica en sus tres categorías (tema central, abierta, y tesis de grado) y fueron expuestos los resultados de los trabajos que obtuvieron el primer lugar en cada categoría. Asimismo, se entregaron certificados a las menciones honoríficas.

Sin duda, el importante aporte de prestigiosos académicos a nivel internacional y de los presidentes de los bancos centrales de varios países, así como la elevada audiencia nacional e internacional alcanzada, consolida al *Encuentro de Economistas de Bolivia* como el evento académico de mayor trascendencia a nivel nacional y uno de los más importantes a nivel de la región.

En este sentido, nos complace publicar esta edición del *Encuentro de Economistas de Bolivia* con las exposiciones de nuestros invitados. Estamos seguros de que se constituye en una valiosa referencia bibliográfica sobre las respuestas de política en una coyuntura tan particular generada por la pandemia del COVID-19 que el mundo, la región y los países estamos enfrentando.

La Paz, noviembre de 2020

Raúl Mendoza Patiño
Asesor Principal de Política Económica
Banco Central de Bolivia

SESIÓN PLENARIA

Eric Parrado

**Economista Jefe y Gerente General del Departamento de Investigación del Banco
Interamericano de Desarrollo**

Diapositiva 1

Covid-19: De la Crisis a la Transformación Económica

Eric Parrado (@eric_parrado)

Economista Jefe y Gerente General
Departamento de Investigación (RES)
Banco Interamericano de Desarrollo13 Encuentro de Economistas de Bolivia
Políticas Económicas en la Cuarentena y Desafíos de los Países de la Región
frente a las Pandemias

13 de agosto, 2020

Muy buenos días a todas y todos. Realmente es un placer y un honor poder estar con ustedes nuevamente. Agradezco mucho las palabras del presidente del Banco Central de Bolivia y también de los rectores y del Presidente de la Academia Boliviana de Ciencias Económicas. Les agradezco mucho esta invitación. Quedé impresionado, el 2019, cuando pude asistir físicamente a El Alto y hacer una presentación frente a 8000 personas. Creo que fue la presentación más grande que hice en algún país, así que les

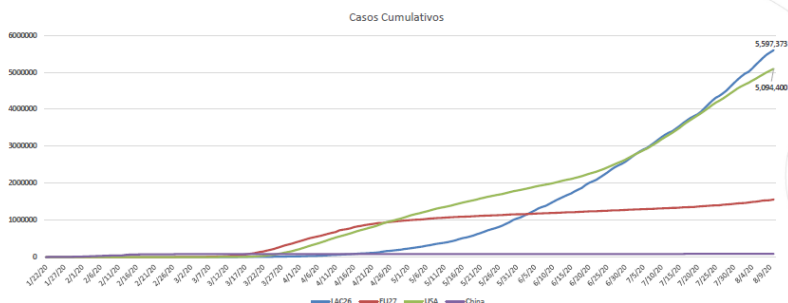
agradezco mucho esa oportunidad. Yo diría que seguramente vamos a romper otro récord con esta gran audiencia que hoy día estamos teniendo, compuesta por muchos estudiantes.

Entonces, lo que me gustaría hacer en esta sesión es hablarles un poco del impacto del Covid-19 en la economía de América Latina y el Caribe y, después, concentrarnos en algunos temas específicos para Bolivia. Sin más, voy a tratar de compartir la presentación.

Como introducción, lo que yo podría decir es que América Latina, en 2019, era como un avión, con un motor dañado, volando con pasajeros. Y este motor dañado se debía a muchos temas sociales en algunos países de América del Sur con problemas de productividad y de crecimiento. Entramos al 2020 con este otro motor dañado, pero justo nos llega la pandemia y vemos que, ahora, el otro motor bueno se dañó también y, por lo tanto, lo que están haciendo los gobiernos, los bancos centrales, y los reguladores, es tratar de planear este avión de alguna forma para poder salvar, primero a sus pasajeros, y también la infraestructura del avión. Los líderes planean este avión sin motores y tratan de aterrizar en un lugar seguro. Después revisarán que los pasajeros estén bien y repararán el avión, si fuera necesario, para después continuar con este viaje hacia el crecimiento y el desarrollo. Pondría esto como una introducción de lo que le está ocurriendo a toda la región en conjunto.

Diapositiva 2

LAC sigue en la fase de aceleración de la pandemia



2

De manera más formal, obviamente, lo que hemos visto es que América Latina y el Caribe se están transformando, lamentablemente, en el epicentro de los problemas del Covid-19 [Diapositiva 2].

Diapositiva 3

Los países de la región están tomando medidas para frenar el avance del virus



En otros lugares ya hay cierto control. Obviamente, hay mucha incertidumbre porque puede haber una segunda ola de contagios, pero vemos que acá en América Latina, se tiene un comportamiento bastante negativo. Si uno la compara, por ejemplo, con China o Europa, el impacto es similar en términos de lo que le está ocurriendo a Estados Unidos. Y si hacemos una descomposición en términos de los distintos países de América Latina, justamente vemos que algunos de ellos están en una situación peor que el resto: acá vemos que hay cierto control respecto a la pandemia [Diapositiva 3].

Esta es una batalla en la que hay que tratar de salvar vidas, por un lado, pero también tratar de salvar la economía, por otro. Lo bueno de todo es que los países de la región están tomando medidas para frenar, de alguna forma, el avance del virus.

Diapositiva 4

La región se ve afectada por varios canales externos

- Triple Parada Súbita:
 - Movilidad de personas (confinamientos, restricciones de viajes)
 - Comercio (volúmenes, precios)
 - Flujos Financieros (inversiones de portafolio, remesas)



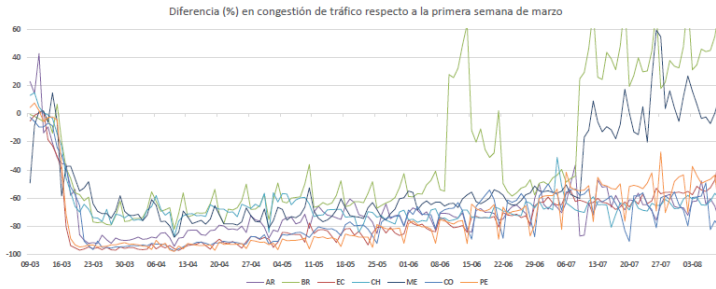
<https://www.project-syndicate.org/commentary/latin-america-triple-sudden-stop-lockdowns-by-eric-parrado-2020-08>

El impacto que están sufriendo todos los países de América del Sur, América Central y del Caribe se podría resumir en un concepto bastante simple, que es el de la triple ‘parada súbita’ [Diapositiva 4]. Hay muchos canales externos que afectan, de alguna forma, a nuestros países.

¿En qué consiste la triple ‘parada súbita’? Consiste en reducciones en la movilidad de personas, es decir, en todos los confinamientos que los gobiernos han impuesto en las ciudades y países [Diapositiva 5]. Luego, las restricciones de viaje afectan la actividad económica, afectan el comercio interno, afectan los servicios.

Diapositiva 5

Las medidas de confinamiento han sido efectivas en reducir la movilidad



La segunda ‘parada súbita’ está relacionada con el comercio internacional. Obviamente, si tenemos una economía global, tenemos países más débiles para consumir. Toda la relación de exportaciones empieza a disminuir tanto en volúmenes como en precios porque los precios de los *commodities* se han deprimido, no tanto como al principio, como en marzo, pues ya vemos una recuperación. Fue un impacto bastante fuerte, en términos de los ingresos que recibimos, por el lado de las exportaciones.

El tercer punto está relacionado con los flujos financieros y es la parada súbita que más se conoce en la literatura económica. Por el lado de las inversiones de portafolio, es la salida de capitales por parte de acciones y bonos de inversionistas extranjeros, pero también hay una parada, de alguna forma, de las remesas que llegan a nuestros países.

Diapositiva 6

Las medidas de confinamiento han sido efectivas en reducir la movilidad



Fuente: Cálculos de personal del BID en base a datos de Veraset



Las medidas de confinamiento han servido, han sido efectivas y acá solo muestro datos de Waze, una aplicación para el transporte. Vemos una reducción bastante fuerte en la movilidad y esto ha ido, lentamente, aumentando. Eso es bueno, en términos del control de los confinamientos, para tratar de evitar y mitigar, de alguna forma, los contagios. Esto funciona, pero obviamente el impacto en términos de los contagios ha tenido un resultado no tan significativo o no tan positivo como el que esperábamos. Habiendo dicho eso, obviamente, las medidas de confinamiento han reducido la movilidad y, en Bolivia, lo tenemos marcado en rojo [Diapositiva 6]. Se trata de un cambio bastante profundo en términos de la movilidad de las personas ya que utilizamos datos de telefonía celular. Esto también se refleja en restricciones de viaje de pasajeros que viajan en América Latina o salen de América Latina. Hemos visto una caída brutal en los vuelos aéreos y, por lo tanto, lo que vemos es que la reducción ha sido casi del 100%. Luego, obtenemos una recuperación menor.

Sin embargo, en el lado de los países desarrollados, entendemos que hay cierta actividad. Acá tenemos datos de reservas en restaurantes y vemos que ya había cierta recuperación después del cese de actividad por el lado de restaurantes y servicios. La recuperación ya se está mostrando y, en agosto, tenemos los mismos niveles de la pre-pandemia. Ese es un dato positivo para que la actividad económica global empiece a activarse. Ello empieza a mostrar también a las economías emergentes a través del comercio.

Diapositiva 7

El precio del petróleo ha caído alrededor de 32% desde el inicio de la pandemia



Fuente: Refinitiv



10

Por el lado de los *commodities*, como les decía, hubo un impacto bastante fuerte en abril cuando vivimos una caída. En petróleo, por ejemplo, teníamos el valor de USD70 por barril. Luego, llegó casi a USD20 y, hoy en día, ya está sobre USD40. Tenemos una caída del 32%, si vemos la punta, y esto contrasta, un poco, con el comportamiento de los otros *commodities* que empiezan a recuperarse [Diapositivas 7 y 8].

Diapositiva 8

El resto de commodities se han visto afectadas en menor medida



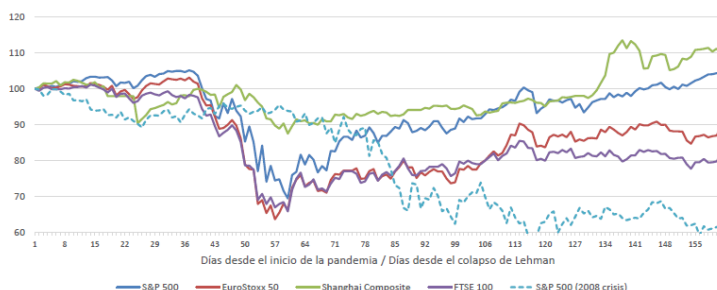
Fuente: Refinitiv



11

Diapositiva 9

Los mercados bursátiles globales cayeron con fuerza en marzo pero se están recuperando



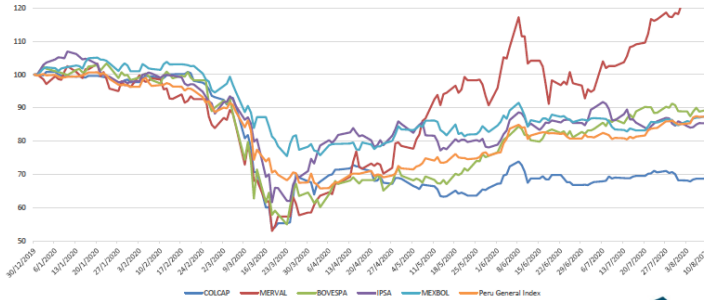
Fuente: Refinitiv



12

Diapositiva 10

Los mercados bursátiles de la región muestran un comportamiento similar



Fuente: Refinitiv



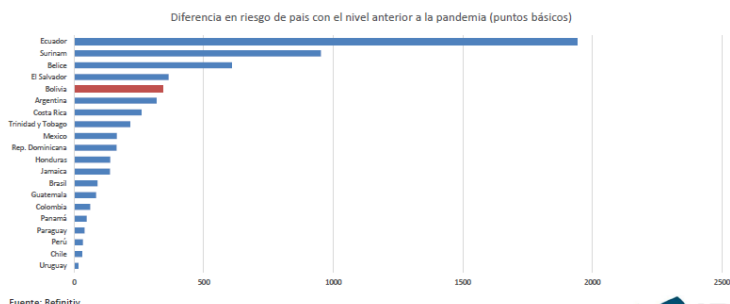
13

Los mercados bursátiles han reaccionado fuertemente -eso fue en marzo y abril-, pero ya vemos cierta recuperación en los últimos meses: una señal positiva asociada con lo que está ocurriendo respecto a los paquetes fiscales financieros y monetarios. Acá, simplemente hago una comparación con lo ocurrido en la crisis global del 2008 y, cómo ven, ya estamos recuperados respecto a esa situación anterior. Pero de nuevo, en este caso, hay mucha incertidumbre respecto de lo que pueda pasar porque, como sabemos, la solución final de la crisis está relacionada con inventar una vacuna, producirla y distribuirla, y eso, obviamente, va a tomar mucho tiempo [Diapositiva 9].

Hay un comportamiento similar, por el lado de los mercados bursátiles, de las fuerzas más profundas de América del Sur [Diapositiva 10].

Diapositiva 11

El riesgo país se mantiene elevado en varios países



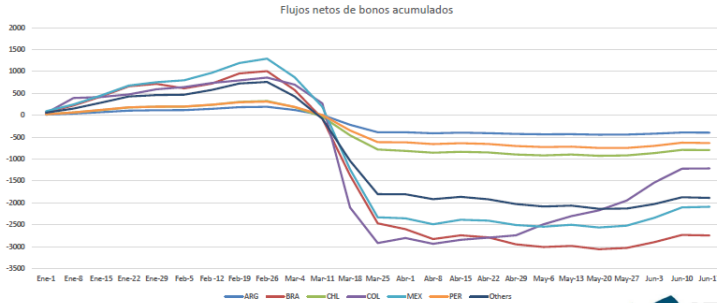
14

Esto ha tenido un impacto en el riesgo-país. La visión que tienen los inversionistas extranjeros, los inversionistas institucionales, es que hay un riesgo mayor por el lado del mundo emergente y América Latina no es la excepción, y lo que vemos es que muchos países han elevado su riesgo-país. Acá, simplemente, muestro la diferencia en el riesgo-país con el nivel anterior a la pandemia. Hay países que han elevado su riesgo-país en más de 500 puntos. Por ejemplo, es el caso de Ecuador, de Surinam, de Belice y, en el caso de Bolivia, estamos con un aumento más orientado a los 400 o 350 puntos. Es un desafío, porque eso significa que se nos encarece poder emitir deuda en los mercados internacionales y, por lo tanto, el financiamiento es más costoso usando esa fuente [Diapositiva 11].

La 'parada súbita' que más conocemos los economistas está relacionada con el mundo financiero, con los flujos financieros, con el flujo de portafolio. Lo que vemos acá es una caída bastante significativa en el mes de marzo. Lo bueno de esto es que fue una caída muy fuerte pero, en términos acumulados de los meses siguientes, se ha mantenido más o menos estable. Entonces, fue muy fuerte en marzo, producto de la aversión al riesgo que tenían los inversionistas extranjeros y sobre todo los institucionales, pero esto, más o menos, se ha mantenido. La pregunta es si esto va a perdurar o vamos a tener una nueva vuelta en términos de salida de capitales [Diapositiva 12].

Diapositiva 12

La 'parada súbita' producto del covid-19 en ALC



Fuente: Cálculos de personal del BID en base a datos de EPFR Fund Flows y Haver Analytics.

Nota: "Others" corresponde a la suma de los flujos netos de: Bolivia, Costa Rica, República Dominicana, Ecuador, El Salvador, Honduras, Jamaica, Panamá, Paraguay y Uruguay.



15

Diapositiva 13

Se anticipan importantes caídas en las remesas a la región

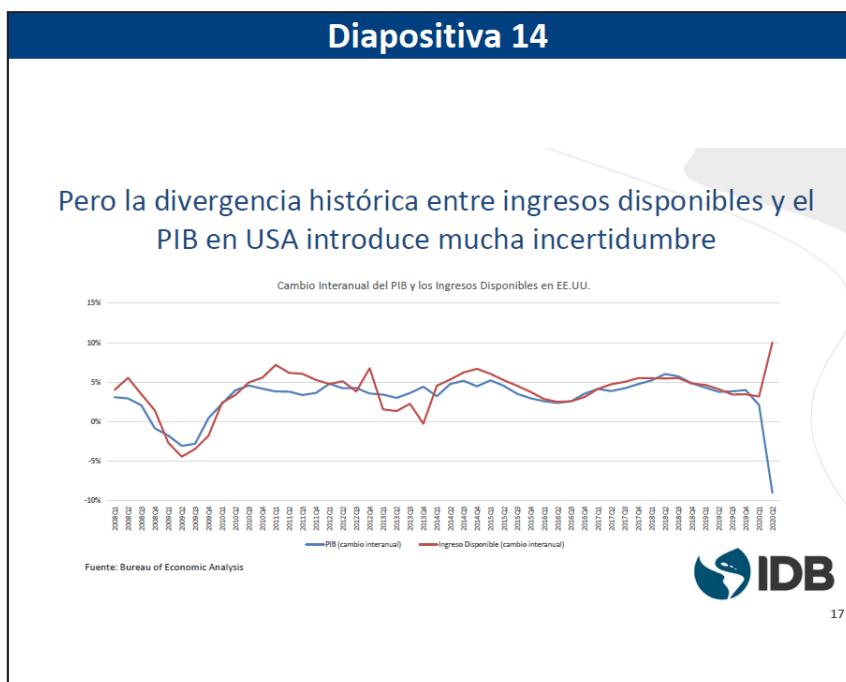
	Remesas en % del PIB en 2019	Proyecciones de cambio en 2020		
		Escenario optimista	Escenario Base	Escenario pesimista
Haití	37.10%	-13.11%	-17.83%	-24.93%
Honduras	22.00%	-21.50%	-25.70%	-34.08%
El Salvador	21.00%	-25.28%	-29.02%	-36.85%
Jamaica	16.40%	-17.81%	-21.51%	-28.49%
Nicaragua	13.20%	-19.15%	-22.56%	-29.31%
Guatemala	13.10%	-19.69%	-23.55%	-36.42%
Bolivia	3.20%	-26.18%	-27.52%	-33.25%
LAC		-20.64%	-23.95%	-32.03%

Fuente: Cálculos de personal del BID en base a datos del Banco Mundial y proyecciones del PIB y desempleo del FMI y propias.



16

Como les decía, por el lado financiero, no solamente están los flujos de portafolio sino también están los flujos relacionados con las remesas y acá lo que hicimos son estimaciones basadas en modelos históricos, donde lo que vemos es que el impacto podría ser muy fuerte. Si estos paquetes financieros y de apoyo a la familia, apoyo a la empresa, de apoyo al empleo, no se mantienen en el tiempo, entonces, sin considerarlos, lo que sabemos es que los distintos escenarios podrían oscilar entre el 20% y el 32% de caída en la región, como un todo, en América Latina y el Caribe. Y acá, hacemos ciertas descomposiciones -incluimos también el dato de Bolivia, a pesar de que las remesas como porcentaje del PIB son menores pues solamente llegan al 3,2%- y vemos que los escenarios se mueven entre -26% y -33% [Diapositiva 13].

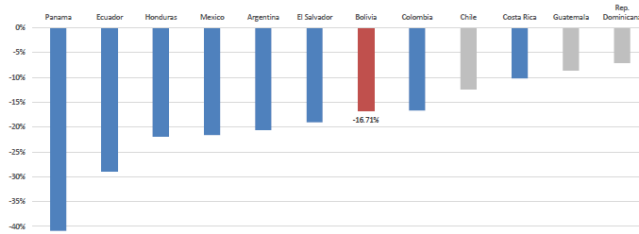


Lo bueno de esto, por lo menos en estos escenarios más pesimistas, es que hemos tenido una reactivación por las remesas de los últimos meses, justamente por el apoyo, sobre todo de Estados Unidos y de Europa, al empleo, al ingreso disponible. Hago la diferencia y comparo lo que es el ingreso disponible de las familias de los trabajadores versus la actividad económica de Estados Unidos: vemos que hay una divergencia en términos de la actividad económica que cae fuertemente, pero que el ingreso disponible de los trabajadores aumenta, justamente, por esos apoyos. Esto podría explicar de alguna forma el aumento de remesas en el mes de mayo y en el mes de junio [Diapositiva 14].

Diapositiva 15

Los datos ya muestran los efectos de la pandemia sobre la economía real de la región

Indicador Mensual de Actividad Económica (% cambio interanual)



Fuente: Fuentes nacionales

Nota: Los datos son para el mes de mayo, con las excepciones de Chile, Guatemala y República Dominicana que disponen de datos para el mes de junio.



19

Los datos muestran un efecto fuerte en la economía real y hacemos comparaciones de los indicadores mensuales de actividad económica. Vemos caídas, por ejemplo, en el caso de Chile. Esta llega a -13%. En el caso de Bolivia, tenemos -17% [Diapositiva 15].

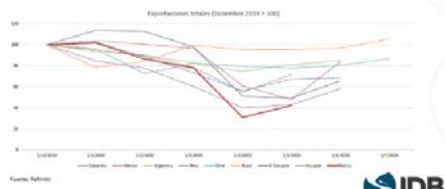
Pero también vemos casos extremos, como el caso de Ecuador, donde las caídas de la actividad llegan hasta casi el -30%, y, en el caso de Panamá, llegan a más de -40%. Eso lo vamos a vivir muy fuertemente en el segundo trimestre: lo veremos aparecer en los datos. El tercer trimestre debería ser un poco mejor, pero también contemplamos datos negativos. Es por eso que hemos dicho que el impacto va a ser muy fuerte y va a gozar de una recuperación más parecida a una U que a una V. La recuperación va a tomar tiempo.

Acá, simplemente, les muestro unos indicadores del impacto en la actividad económica, bastante fuerte en el caso de Bolivia [Diapositivas 16, 17, 18, 19]. Vemos que ha impactado en varios sectores, incluyendo el caso de turismo.

Y la proyección que tenemos para toda la región es una caída entre el 8% al 10% este año que no se compara con la reciente crisis del 2008 y 2009 [Diapositiva 20]. Lo que hemos planteado es que para volver a la tendencia que teníamos en la década pasada, van a pasar de 3 a 4 años. Eso significa que vamos a perder mucha riqueza, a no ser que tomemos medidas que puedan mitigar el impacto del Covid-19 [Diapositiva 21].

Diapositiva 16

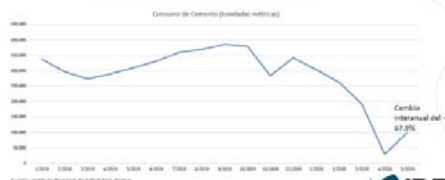
Impacto sobre Bolivia: Comercio Exterior



20

Diapositiva 17

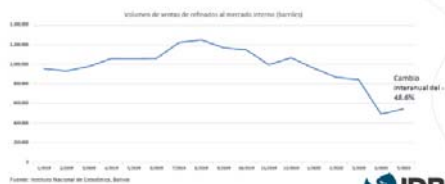
Impacto sobre Bolivia: Industria



21

Diapositiva 18

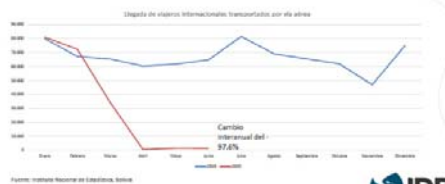
Impacto sobre Bolivia: Industria



22

Diapositiva 19

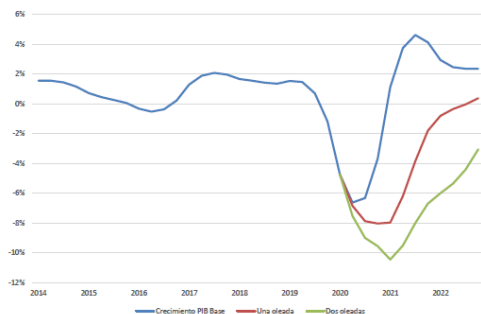
Impacto sobre Bolivia: Turismo



23

Diapositiva 20

Escenarios de crecimiento complejos para ALC



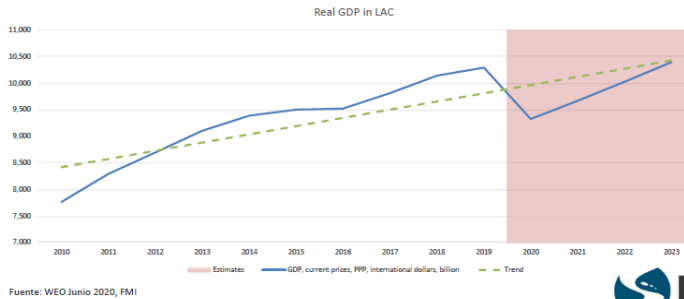
Fuente: Cálculos de personal del BID. El escenario base se basa en el VEO de Abril del FMI. Los escenarios se desarrollaron utilizando un modelo G-VAR de la economía global, véase Cesa-Bianchi et al. (2012) y Powell (2012) para más detalles.



- América Latina y el Caribe podría sufrir una recesión de entre -8% y -10% este año.
- El modelo indica una recuperación en U, en contra de la esperada recuperación en V.
- En el escenario con una segunda oleada de infecciones la recuperación tardaría todavía más.

Diapositiva 21

Escenarios de crecimiento complejos para ALC: La región puede no recuperar su tendencia durante 3 o 4 años



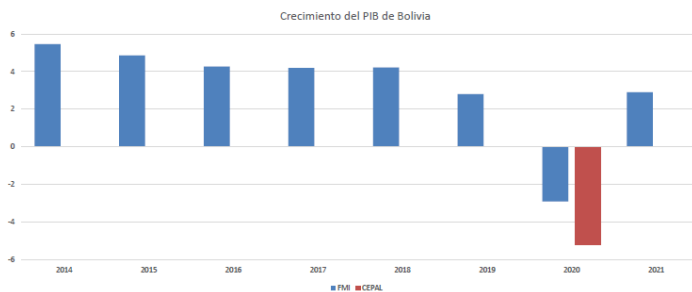
25

Vemos que el crecimiento de Bolivia era relativamente alto en comparación con otros países de América Latina [Diapositiva 22].

Otra cosa importante que quiero destacar es el lado micro. Esta pandemia es desigual en términos de su impacto. Eso significa que los segmentos de menores ingresos están perdiendo empleo -entre el 70% y 80% de las familias de menores ingresos versus las familias de mayores ingresos que no pierden tanto-. Lo mismo ocurre con los negocios familiares en base a una encuesta a 17 países. Lo que vemos es independiente del nivel de ingreso de los países [Diapositivas 23 y 24].

Diapositiva 22

Escenario de crecimiento para Bolivia



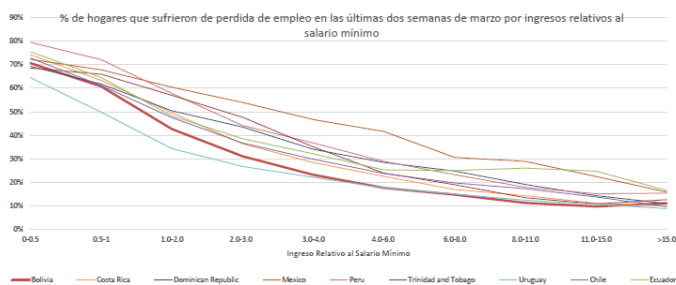
Fuente: WEO Abril 2020, FMI y CEPAL



26

Diapositiva 23

El impacto ya es evidente entre los más vulnerables: pérdida de empleo



Fuente: Bottan, N., Hoffmann, Bridget and Vera-Cossio, Diego. "The unequal burden of the Coronavirus pandemic: Evidence from Latin America and the Caribbean". Mimeo (2020).

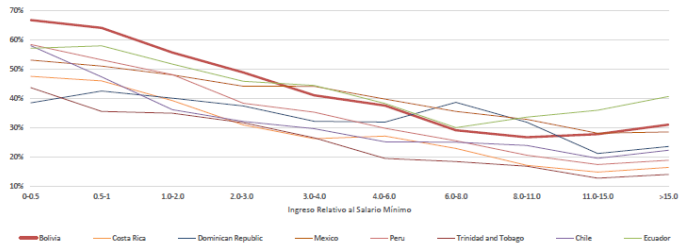


27

Diapositiva 24

El impacto ya es evidente entre los más vulnerables: cierre de negocio familiar

% de hogares que cerraron el negocio familiar en las últimas dos semanas de marzo por ingresos relativos al salario mínimo



Fuente: Bottan, N., Hoffmann, Bridget and Vera-Cossio, Diego. "The unequal burden of the Coronavirus pandemic: Evidence from Latin America and the Caribbean". Mimeo (2020).

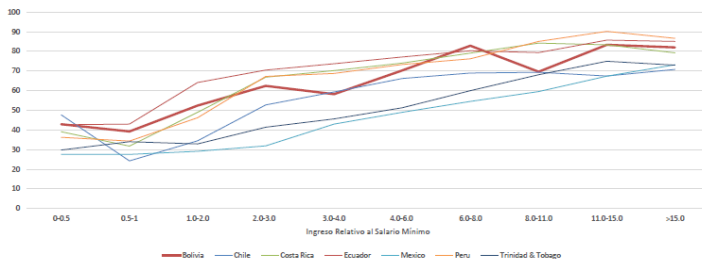


28

Diapositiva 25

El impacto ya es evidente entre los más vulnerables: trabajo remoto

% de hogares donde algún miembro trabajó desde casa durante las últimas dos semanas de marzo por ingresos relativos al salario mínimo



Fuente: Bottan, N., Hoffmann, Bridget and Vera-Cossio, Diego. "The unequal burden of the Coronavirus pandemic: Evidence from Latin America and the Caribbean". Mimeo (2020).



30

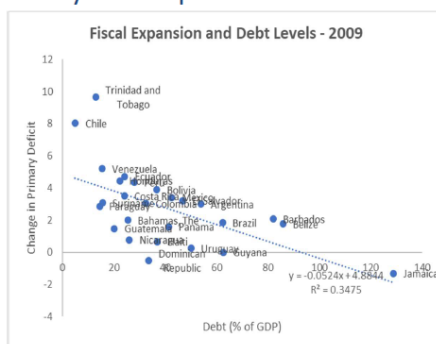
El trabajo remoto es un lujo y solamente los grupos de mayores ingresos pueden llevarlo a cabo, pues les cuesta más a los ciudadanos de menores ingresos. Ese también es un desafío para el manejo de la salud versus el manejo de la economía [Diapositiva 25].

Otra cosa importante que quiero mencionar son los paquetes que se han anunciado, dependiendo de la posibilidad de financiamiento y de poder implementarlos rápidamente a través de coordinaciones desde la política monetaria, la política fiscal, paquetes de liquidez de ayuda a pequeñas y medianas empresas. En el caso de Bolivia, los paquetes fiscales como porcentaje del PIB, son, más o menos, equivalentes a una relación entre deuda y la posibilidad de este apoyo [Diapositiva 26 y 27].

Diapositiva 26

Los países con menores niveles de deuda financiaron mayores expansiones en 2009

En promedio, la expansión fue del 3% del PIB en 2009



Los gobiernos con menores niveles de deuda pudieron financiar mayores expansiones.

Por ejemplo, Chile tenía un nivel inicial de deuda del 4.9% del PIB y pudo financiar una expansión del balance primario del 8% del PIB

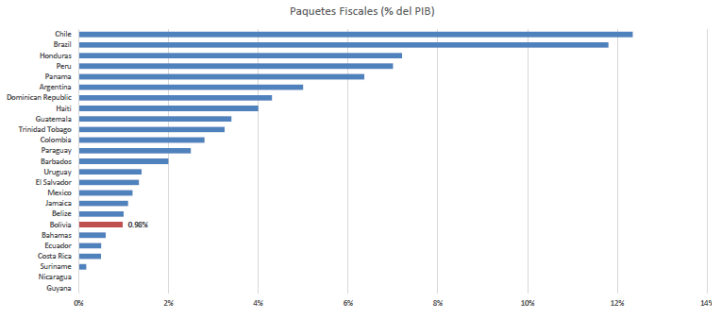
Fuente: Cálculos de personal del BID en base al WEO de Enero de 2020, FMI



32

Diapositiva 27

Los países de la región han anunciado importantes paquetes fiscales



Fuente: Elgin, C, G Basbug and A Yalaman (2020), "Economic Policy Responses to a Pandemic: Developing the COVID-19 Economic Stimulus Index", COVID Economics, Vetted and Real-Time Papers 3, 10 April.



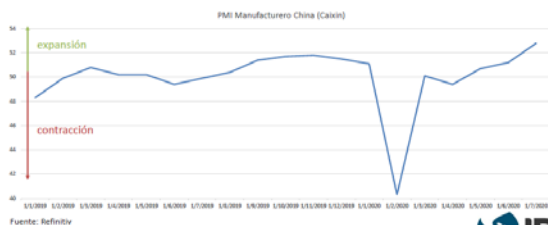
33

Pero hay espacio para tratar de eliminar ciertas ineficiencias, como la de la entrega de subsidios, por ejemplo, a personas o familias que no los necesitan. Hay un componente de malgasto en compras públicas y remuneración de empleados. Bolivia tiene muchas filtraciones y son muy altas.

La buena noticia, y ahora voy a terminar porque estoy en el tiempo, es que China se está empezando a recuperar. Vemos varios indicadores que muestran noticias positivas. Entendemos que la confianza empresarial ya está sobre los 50 puntos, lo que significa que están pensando que hay una expansión futura [Diapositiva 28]. Las ventas de autos también se han normalizado [Diapositiva 29]. Las ventas del comercio, del mismo modo, se normalizan [Diapositiva 30]. Por lo tanto, seguimos con tasas negativas pero con una tendencia mucho mejor respecto a lo que se vivió en enero y febrero, por lo menos en China. Esto nos ayuda a tener un poquito más de confianza en lo que va a pasar el 2021.

Diapositiva 28

Las buenas noticias: China se recupera. El PMI manufacturero vuelve a estar encima de los 50 puntos



35

Diapositiva 29

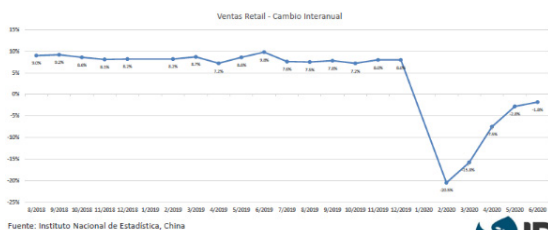
Las buenas noticias: China se recupera. Las ventas de autos se han normalizado



36

Diapositiva 30

Las buenas noticias: China se recupera. Las ventas se normalizan



37

La idea es pasar este túnel pandémico y hay que tener una estrategia. Una de las cosas que hay que destacar es que la infraestructura es importante y que podemos apostar a este sector para poder recuperarnos más rápidamente. Simplemente porque la base es muy baja, tenemos un déficit de infraestructura bastante grande en términos de las regiones y, en un ejercicio simple que hicimos en nuestro día de infraestructura, lo que vimos es que Bolivia podría tener un impacto muy fuerte en términos del PIB: podría invertir en una mayor digitalización en la que el impacto podría llegar al 9% del PIB, lo que sería bastante grande y positivo. Es decir, estamos apostando a un crecimiento inclusivo sostenible y, simplemente, los invito a revisar nuestros distintos documentos recientes enfocados en la pandemia que hablan sobre las políticas para combatir la pandemia fiscal, monetaria y financiera, sobre el concepto de crecimiento inclusivo sostenible y, también, acerca de nuestra estrategia para invertir en infraestructura [Diapositiva 31].



Los dejo hasta acá para mantenerme en el tiempo. Muchas gracias.

SESIÓN PLENARIA

José Darío Uribe

Presidente Ejecutivo del Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR)

Buenos días a todos. Quiero comenzar con un agradecimiento muy especial al Banco Central de Bolivia, por la invitación a participar en esta reunión virtual. Saludo cordialmente a los colegas en este panel, a los miembros de la comunidad académica y, por supuesto, a todos los que están conectados en esta plataforma el día de hoy.

Permítanme mencionar que, conociendo a los miembros del panel desde hace bastante tiempo, sabía que ellos iban a venir con magníficas presentaciones, con los datos y los gráficos relevantes. Teniendo en cuenta eso, lo que quiero hacer ahora es una serie de comentarios encaminados a organizar ideas relacionadas con los canales de transmisión de la crisis del COVID-19, una vez detectada la epidemia a comienzos del presente año. Después, me referiré a sus efectos macroeconómicos para luego pasar a las respuestas de política y, por último, destacar algunos de los desafíos que están enfrentando los países con esta crisis a la que, efectivamente, le corresponde el calificativo de global porque no hay rincón en el mundo que no se vea afectado por la pandemia. Es un fenómeno que ha tenido la particularidad de haber sido secuencial porque comenzó en Asia, -en China-, de allí se expandió al sureste asiático, pasó luego a Europa para después llegar al continente americano y nos tiene, en este momento, en el epicentro de lo que está ocurriendo con la enfermedad. Además, sabemos que esta crisis global y secuencial es profundamente recesiva y de duración incierta. Todavía no sabemos con certeza, por ejemplo, lo que vaya a ocurrir con las vacunas o con posibles tratamientos.

Sobre cómo se han transmitido los retos económicos a la región, a América Latina y el Caribe, podríamos hablar de tres canales principales que quedaron muy claros en la presentación anterior de Eric Parrado. Un primer canal, que yo lo calificaría como indirecto, y que está asociado con la recesión mundial y con la restricción del movimiento de la gente; ese canal indirecto, que afecta de manera masiva a la región, ha reducido la demanda de nuestras exportaciones. En consecuencia, los precios internacionales de los principales productos de exportación de muchos de nuestros países han caído, destacándose el caso del precio del petróleo. Los ingresos por turismo también han caído fuertemente y, en algo, las remesas, pero estas últimas han mostrado, en la región, cierto repunte desde el mes de mayo. Todos ellos son efectos que tiene la pandemia sobre la región; son significativos y nos afectan de manera muy importante a través de la demanda y el ingreso.

El segundo canal es más directo: las cuarentenas impuestas para defender la salud de la población, inevitablemente, vienen acompañadas de fuertes caídas de la producción y el gasto, y determinan lo que algunos han denominado ‘choque de oferta keynesiano’. Aquí, prefiero hablar de la Ley de Say, que se conoce hace siglos: toda oferta crea su propia demanda. En este caso, lo que estamos viendo es que toda contracción de oferta, genera su propia contracción de demanda.

El tercer canal de transmisión, también directo, es uno que siempre está presente y consiste en lo que Eric describía como la eterna amenaza para la región, a saber, la salida o parada súbita del capital extranjero.

Considerando estos tres canales, mencionemos entonces qué efectos –entre macroeconómicos y sectoriales– produjeron: en primer lugar, una caída significativa de la producción, del empleo

y cierre de empresas; en segundo lugar, un deterioro de las cuentas externas y fiscales, muy particularmente de las cuentas fiscales, debido a todas las necesidades de gasto y porque la propia recesión, dada la caída del producto y del ingreso, deteriora los ingresos del sector público; en tercer lugar, muy importante, un aumento de la pobreza y de la inequidad. En una región donde ya había excesiva pobreza y gran inequidad, ello es un impacto muy negativo. Afortunadamente, en buena parte de los países, la inflación se ha mantenido baja e incluso se ha reducido, con algunas excepciones. Esto, de alguna manera, se explica por el hecho de que la contracción de la demanda ha sido mucho mayor que la de la oferta, por lo cual aparecen presiones desinflacionarias, al menos, en el corto plazo, pero también puede tener que ver con la credibilidad que han ganado, con los años, muchos de nuestros bancos centrales.

Los riesgos de iliquidez y de insolvencia de personas, empresas y, eventualmente también, del sistema financiero, han aumentado considerablemente. Se trata de un aspecto que hay que tener en cuenta y que debe ser objeto de seguimiento y vigilancia con mucha atención.

La duración y profundidad de la crisis, tanto en la región como en el resto del mundo, son aspectos que generan enorme incertidumbre y expectativas pesimistas. Estas últimas, a su vez, tienen mucho que ver con que el mayor o menor impacto de la crisis, por ejemplo, sobre el ingreso permanente o sobre el mismo producto potencial de los países, podría verse afectado por la desaparición de empresas, antes rentables, o por los llamados efectos de histéresis en el mercado laboral, es decir, personas que pierden su empleo y, posteriormente, van perdiendo sus habilidades hasta quedar definitivamente fuera de dicho mercado.

Independientemente de la duración y profundidad de la emergencia sanitaria, la crisis amenaza la sostenibilidad de la deuda pública y privada de nuestros países en una región que recibió el choque del COVID-19 con un muy alto nivel de informalidad y pobreza. Su actividad económica venía creciendo poco desde el año 2014 con redes débiles de seguridad social y financiera, con poco espacio fiscal, y fuerte inequidad en la distribución del ingreso y la riqueza. En este contexto ¿cuál ha sido el nivel de respuestas en política? Hay que considerar tanto lo que tiene que ver con la salud como las respuestas en el campo económico. En el caso de la salud, hemos visto que las medidas implementadas básicamente son generalizadas y tienen como ingredientes principales el confinamiento, el fortalecimiento de redes hospitalarias, el énfasis en pruebas y el seguimiento, así como campañas para orientar el comportamiento de la población: lavado de manos, uso de tapabocas, distanciamiento social.

En el campo de la política fiscal, las respuestas abarcan muy diversos aspectos. El primero de ellos, como es de esperar, fue el de los alivios inmediatos a personas: transferencias a desempleados, a trabajadores informales, alivios de pagos –por ejemplo, de servicios públicos y de obligaciones financieras, alivios a empresas pequeñas y medianas. En algunos casos, también se han dado apoyos a empresas de mayor tamaño: se trata de alivios de tipo tributario o apoyos para el pago de nóminas, alivios para pago de obligaciones financieras, apoyos dirigidos a ciertos sectores particulares, garantías financieras (que han sido importantes en varios países con la ampliación de los fondos de garantías estatales y la recapitalización de bancos e instituciones financieras públicas) para promover créditos al sector privado. Otra reacción generalizada ha sido la suspensión de reglas fiscales. Cuatro países las han suspendido: Brasil, Colombia,

Perú y Paraguay. Otra respuesta fiscal ha sido, por supuesto, acudir al financiamiento externo, buscando recursos tanto de los mercados internacionales como de entidades multilaterales.

En cuanto a respuestas de política de los bancos centrales, estas se han referido fundamentalmente a la reducción de las tasas de interés de política monetaria y a ofrecer liquidez a entidades y mercados financieros, por ejemplo: mediante repos con títulos de deuda pública y privada, y con mayor duración, compras definitivas de deuda pública y privada, créditos directos del banco central a entidades financieras o al gobierno y reducciones del encaje. También hemos visto un suministro de liquidez en moneda extranjera y una intervención cambiaria en algunos casos, así como la búsqueda de acceso a líneas especiales de crédito flexible, como sucede con Perú y Chile, que se unen a Colombia y México en su contratación de la línea de crédito flexible del FMI¹.

Nótese que las medidas de política económica adoptadas en la región (y en otras partes del mundo) corresponden, en gran medida, a la primera de las fases de la pandemia sobre las que habló recientemente Raghuram Rajan. Recordemos que él mencionó cuatro fases de la pandemia: la primera, de contención y alivios; la segunda, de recuperación y control; la tercera, de reparación y reasignación; y la cuarta, de reformas estructurales. Por supuesto, en la medida que algunos países han abierto parcialmente sus economías, la producción muestra ya una recuperación frente a los niveles muy bajos alcanzados en abril o mayo. Pero ¿es esta una recuperación sostenida?

Esta reflexión me da paso para terminar con la consideración de algunos desafíos que se clasifican en dos grupos: primero, los relacionados con la recuperación sostenida de la economía. Recordemos que la pandemia todavía no está bajo control en la región, y la contracción de la economía en el segundo trimestre resultó más fuerte de lo esperado en la gran mayoría de los países. Los vientos externos, probablemente, no soplarán a favor. Recientemente, en estos días, salió un artículo muy interesante de Carmen Reinhart y Vincent Reinhart en la revista *Foreign Affairs* sobre este aspecto, en el que hacen algo de énfasis en este punto, acerca de que esos vientos externos van a estar mejor, van a mejorar, pero probablemente no a los niveles que teníamos antes del impacto de la pandemia.

La incertidumbre relacionada con el virus y la economía afecta negativamente a la inversión, al consumo y al crédito, y le quita potencia a las políticas macroeconómicas, tanto a la fiscal como a la monetaria. Este es un tema central muy poco comentado en la literatura, pero es que, con niveles muy altos de incertidumbre, tanto en la salud pública como en la economía, que se unen y se retroalimentan entre sí, hay efectos negativos en las principales variables macroeconómicas, y se reducen la potencia y capacidad de impulso de la economía de las políticas tradicionales fiscal y monetaria. ¿Qué es fundamental, entonces, en este contexto?: controlar el virus -antes de desarrollar vacunas efectivas-, por medio de pruebas, rastreos, aislamiento y campañas educativas, entre otras medidas. Esto es crucial y urgente. Entre más pronto logremos tener el control del virus y podamos funcionar de manera más o menos normal con la enfermedad, hasta que venga la solución definitiva, mejor vamos a estar.

1 Fondo Monetario Internacional.

En segundo lugar, está el reto de aplicar políticas macroeconómicas para reducir el riesgo de salida de capitales y tener un ajuste externo ordenado. En este caso, la tarea de los bancos centrales será impulsar monetariamente la economía, manteniendo la confianza de los inversionistas en medio de probables temores de dominancia fiscal y de futuros riesgos inflacionarios durante el proceso de recuperación. Probablemente mañana, los presidentes de los bancos centrales hablarán sobre estos difíciles desafíos.

En el campo fiscal, también existe un enorme desafío y ese es el de poder expandir el gasto y el financiamiento público, manteniendo la confianza de los inversionistas en medio del riesgo de que la recuperación del crecimiento sea lenta. El desafío financiero no es menor, y consiste en mantener la estabilidad del sistema financiero en medio de quiebras de empresas y de personas. Un tercer elemento relacionado con este desafío de la recuperación sostenida tiene que ver con asegurar el financiamiento externo, y ahí entran a jugar un papel importante entidades como el FMI, FLAR² y los bancos de desarrollo. Las presiones de financiamiento externo son fuertes y, muy probablemente, serán crecientes.

Para terminar, paso a nombrar un segundo grupo de reformas que serían las reformas estructurales. El choque COVID-19 y sus efectos han hecho visibles numerosas debilidades estructurales en nuestros países relacionadas con las redes de seguridad social, los sistemas de salud, el sistema tributario, la focalización del gasto, el funcionamiento del mercado laboral y la informalidad, entre otros. Tal vez, el mayor desafío inmediato, en muchos países de la región, es fiscal ya que las necesidades de recursos fiscales son enormes. El punto de partida, en muchos países, no fue el de unas finanzas públicas sólidas, y los riesgos de una recuperación sostenida, pero lenta, son altos. La mayor necesidad es enviar un mensaje creíble y contundente de que, en el momento oportuno, se aprobarán las reformas fiscales estructurales que permitirán que la deuda pública sea sostenible y los déficits fiscales sean menores a los que estamos viendo ahora, en el mediano y largo plazo.

Asimismo, y ya para terminar, se requieren reformas estructurales que impulsen aumentos de la productividad y reduzcan significativamente los altos niveles de informalidad en nuestros países. Esto incorpora cambios en los sistemas de seguridad social y su financiamiento sin afectar negativamente el funcionamiento del mercado laboral, tal como lo ha venido enfatizando recientemente, con trabajos muy interesantes, Santiago Levi en distintos escenarios.

Muchas gracias.

2 Fondo Latinoamericano de Reservas.

SESIÓN PLENARIA

Pablo Sanguinetti

**Vicepresidente de conocimiento del Banco de Desarrollo de América Latina
(CAF)**

Diapositiva 1

13 Encuentro de Economistas de Bolivia
Banco Central de Bolivia

"Políticas Económicas en la cuarentena y desafíos de los países de la región frente a las pandemias"

Pablo Sanguinetti, Vicepresidente de Conocimiento, CAF



Diapositiva 2

El impacto en América Latina: Canales de transmisión



Diapositiva 3

Ampliación de primas de riesgo, depreciación de monedas y desplome de bolsas de valores



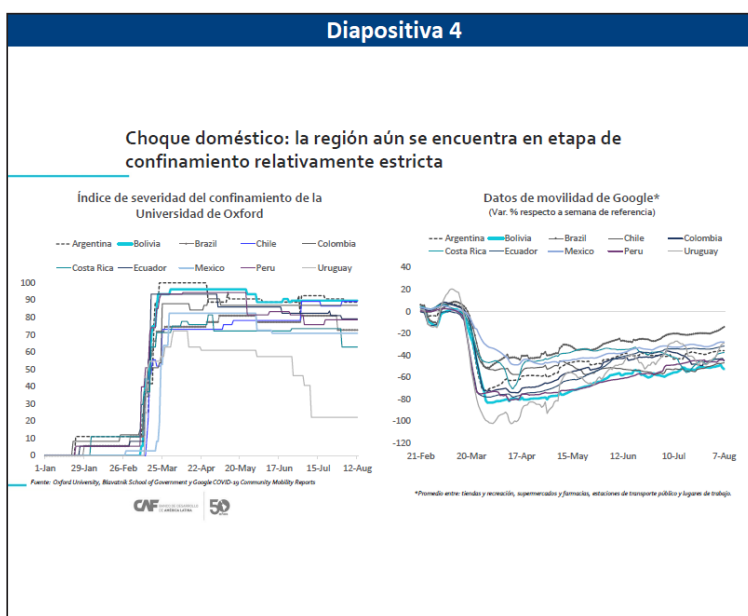
Para entender mejor la situación de la región y la de Bolivia frente a la pandemia del COVID-19, es útil analizar, en primer lugar, el *shock* externo que provocó esta crisis, por el lado del comercio, de los precios de los *commodities*, el turismo, las remesas, y los flujos de capital [Diapositiva 2].

Este impacto se lo puede ver en el aumento del riesgo país (de los países de la región latinoamericana) entre marzo y abril, principalmente. Además, se puede apreciar una devaluación de las monedas; por ejemplo, la del real brasileño. Y, por último, una caída en las bolsas. Se verificó una salida de capitales muy fuerte al principio de la pandemia, pero, desde mayo, estos mercados se están estabilizando. De todas formas, la mayoría de los países terminan con un *spread* más alto comparado con enero-febrero de 2020 [Diapositiva 3].

Existen diferentes tipos de países: los que no tienen acceso a mercados internacionales, como Ecuador, Argentina y Venezuela; países con un acceso más restringido, como Bolivia, Brasil y Colombia; y, por último, países con una situación más favorable, como Perú, Panamá, Chile, y Uruguay.

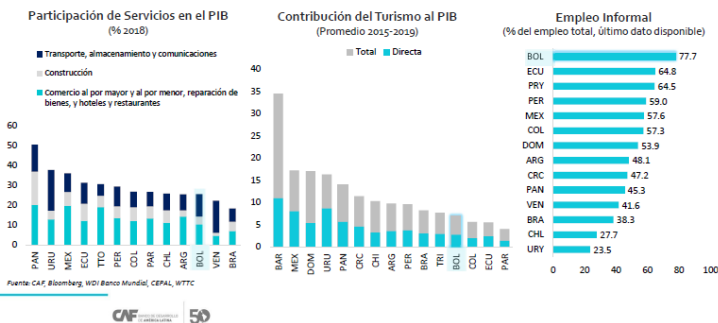
Además del *shock* externo, son fundamentales las restricciones domésticas a la actividad económica que se produjeron por las necesidades de contener los contagios. Las políticas de confinamiento han empezado a levantarse en la región, aunque aún (en septiembre) son importantes, salvo por Uruguay, y podrían reimponerse en el caso que se produzca una segunda ola de contagios, como está sucediendo

en Estados Unidos y Europa. Bolivia aparece entre los países con niveles de confinamiento más duros. Esto se refleja en los indicadores de movilidad que se ubican casi 40% por debajo del nivel que tenían en febrero [Diapositiva 4]. Por supuesto, estas políticas de confinamiento afectan más seriamente a ciertos sectores en particular, como transporte, almacenamiento, construcción, comercio, turismo. En Bolivia, estos sectores son muy relevantes dentro de la actividad económica. Quizás lo más importante es que muchas de estas actividades de servicio, fuertemente atacadas por el confinamiento y la cuarentena, tienen muchos trabajadores informales [Diapositiva 5]. Bolivia enfrenta una tasa de informalidad muy alta y las medidas de aislamiento social afectan la posibilidad de que estas familias obtengan ayudas del Estado (al no estar registradas en los sistemas de seguridad social formales). Luego, las obliga a salir a trabajar para obtener algún tipo de ingreso, aumentando el riesgo de contagio y expansión de la pandemia.



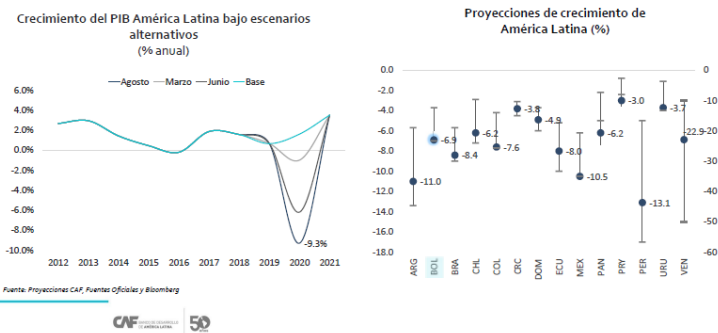
Diapositiva 5

Algunos países y sectores están muy expuestos al impacto de las medidas de confinamiento...



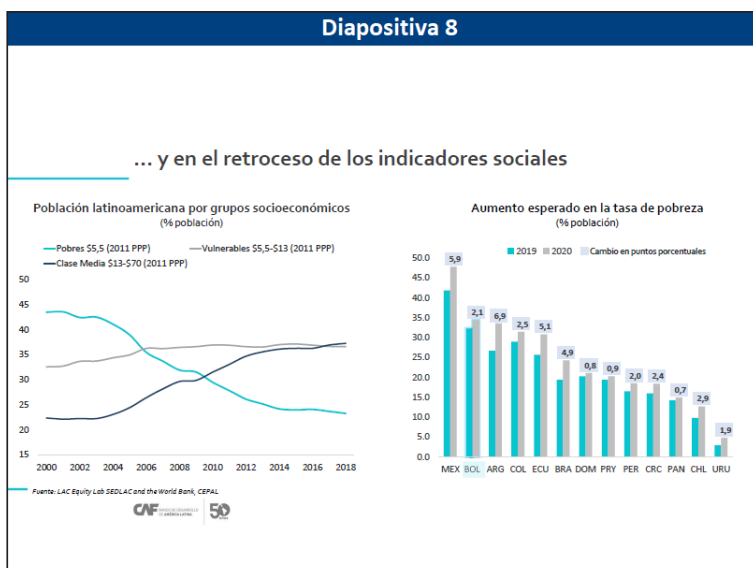
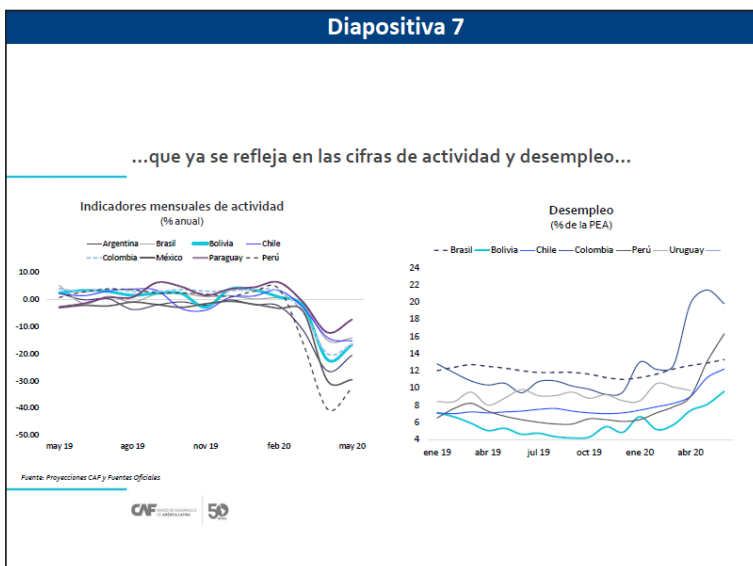
Diapositiva 6

COVID-19: Fuerte caída del PIB



Sumando el *shock* externo y doméstico del aislamiento, estimamos una caída de aproximadamente 8% para este año en el PIB promedio de la región. Para Bolivia, la estimación de la caída del PIB es del 7%, con riesgo a la baja, en función de lo que suceda en el sector de hidrocarburos y también de la evolución del control de la pandemia [Diapositiva 6]. Estos pronósticos ya se están reflejando en datos administrativos de actividad. Abril fue el mes en el que se registró la mayor caída. Perú, en el pico de la crisis, retrocedió su actividad económica en un 30%. Bolivia, en abril, cayó alrededor del 20%, pero ya en mayo se vio cierta recuperación. Estas caídas en los niveles de actividad también se reflejan en la tasa del

desempleo: en algunos países esta variable creció fuertemente, como en Colombia, donde la tasa de desempleo subió por arriba del 20%. En el resto de los países, las tasas de desempleo alcanzaron valores del 10% o más. En Bolivia, la tasa está por encima de 9% [Diapositiva 7].



Este tremendo *shock* económico empeoró varios indicadores sociales. Desde los años 2000, América Latina había logrado bajar los niveles de pobreza de casi 45% a 25% de la población (línea de pobreza de 4 dólares per cápita PPP) y hubo un fuerte incremento de la clase media (35%), además de un sector vulnerable que tenía ingresos, un poco por arriba de la línea de

pobreza, y que se mantuvo estable (34%). Pero la crisis del COVID-19, y sus consecuencias sobre los ingresos y el desempleo, implicarán que una muy buena parte de las familias vulnerables puedan pasar a la pobreza y, con ello, aumente la desigualdad. De acuerdo a la CEPAL, en muchos países, la pobreza se acrecentaría. En México, por ejemplo, la proyección es que la pobreza aumentaría en 6 puntos porcentuales. Todo esto puede implicar que las ganancias obtenidas en los últimos 10 años, en términos de pobreza y caída de la desigualdad, se pierdan [Diapositiva 8].

Ante estos efectos tan negativos a corto plazo debido a la pandemia, los gobiernos en el mundo y América Latina han reaccionado con políticas fiscales y monetarias expansivas. Por el lado de las políticas fiscales, las mismas estuvieron orientadas a aumentar recursos para la salud y servicios sanitarios; a la atención al sector formal de las empresas, para mantenerlas en modo “hibernación” y que no cierren ni despidan trabajadores (reducción de impuestos, subsidios para el pago de salarios, etc.); ayudas a los trabajadores del sistema formal, extendiendo y aumentando el seguro de desempleo y, por otro lado, el apoyo directo, vía transferencias a familias vulnerables, muchas de las cuales tienen trabajos informales, por lo que las ayudas del sector formal no les llegan [Diapositiva 9].

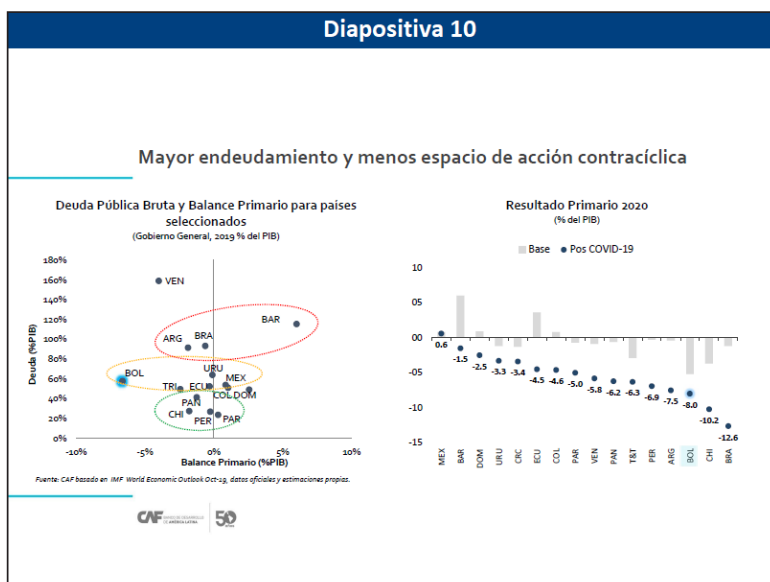


Los paquetes fiscales crecieron en el tiempo e incluyeron, en muchos casos, programas de garantías (gastos contingentes) muy importantes, los cuales complementan las medidas por el lado monetario para asegurar el acceso al crédito a las empresas. Por ejemplo, en Perú, las garantías representaron erogaciones contingentes de más de 8% del PIB, lo mismo que para Chile y Brasil. En el caso de Bolivia, la estimación del paquete fiscal es de 7,6% del PIB, de los cuales casi la mitad tiene que ver con estas garantías y el 3% son ayudas al sector formal e informal de la economía. Un aspecto muy interesante es cómo llegar a las familias con asistencia cuando hay tanta informalidad. Bolivia ha sido muy activa en esto creando programas

de transferencias adicionales a los que ya tenía, entre los cuales está el bono universal, que trata de llegar a trabajadores informales que no tienen cobertura, con ayudas a las familias con niños que van al colegio, o a través de transferencias por pensiones o el Programa Dignidad. Con este bono universal, se trata de llegar a trabajadores informales que no eran atendidos, lo cual es una interesante iniciativa.

Pero ¿cómo financiar estos programas fiscales de ayuda? Definitivamente, este es un desafío para los países. Algunos han usado ahorros, como es el caso de Chile y Perú, que tenían recursos acumulados por arriba de 8 - 10% del PIB en sus fondos de estabilización. Otros han reasignado gasto desde otras partidas como inversión pública. Algunos países han levantado las reglas fiscales y han expandido déficits. Algunos otros se han logrado financiar yendo al mercado, sobre todo estos últimos meses. Y, por supuesto, también son importantes las facilidades que han otorgado algunos bancos de desarrollo como BID¹, CAF², Banco Mundial. En este sentido, Bolivia tiene una serie de préstamos relevantes, entre 2%-3% del PIB, que están por ser aprobados. En algunos pocos países, el Banco Central ha adelantado fondos al gobierno para financiar estos programas (ej. Argentina).

Estos mayores gastos afectan, y están afectando, los déficits primarios. En Bolivia, el cálculo es de aproximadamente 8% del PIB. Este déficit ya era alto a fines de 2019, además de que se combinaba con un nivel de deuda elevado de casi 60%, lo cual es una situación complicada para abrir espacio fiscal para financiar estímulos adicionales en el futuro [Diapositiva 10].



Por el lado de la política monetaria, también se tomaron importantes medidas. Por ejemplo, la mayoría de los países redujo sensiblemente la tasa de política, en algunos casos reduciéndola

1 Banco Interamericano de Desarrollo.

2 Banco de Desarrollo de América Latina.

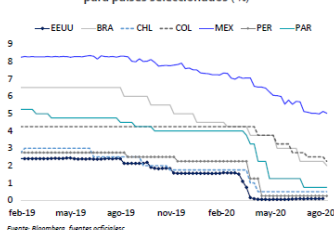
a niveles récords cercanos a cero (ej. Perú y Chile) lo cual no desestabilizó, mayormente, los mercados cambiarios ni tampoco causó fuertes presiones en la inflación, en parte, por supuesto, por la fuerte recesión. También se expandieron las líneas de liquidez de corto plazo para el sistema financiero (repos, *swaps*, etc.) y se redujeron encajes. Nunca antes los países habían podido realizar políticas monetarias contra-cíclicas, como en estos momentos y, para eso, ha ayudado la mejora de la institucionalidad monetaria con bancos centrales independientes y sistemas de políticas monetarias con objetivos de inflación [Diapositiva 11].

Diapositiva 11

¿Cuál es el menú de política pública disponible para moderar el impacto de la crisis?

Política Monetaria: espacio para mitigar riesgos de liquidez y quiebre de la cadena de pagos

Tasas de interés de política monetaria para países seleccionados (%)



Fuente: Bloomberg, fuentes oficiales

CAF 50

- Rebajas de tasas
- Intervención cambiaria (liquidez y cobertura, Swaps)
- Rebajas de encajes
- Ampliación de líneas de liquidez y Repos del Banco Central (tipos de títulos públicos y privados e instituciones participantes en las compras)
- Políticas de QE (títulos públicos y privados)
- Facilitar diferimiento y renegociación de vencimientos de préstamos
- Cambios regulatorios para clasificar activos

Diapositiva 12

La recuperación podría ser lenta

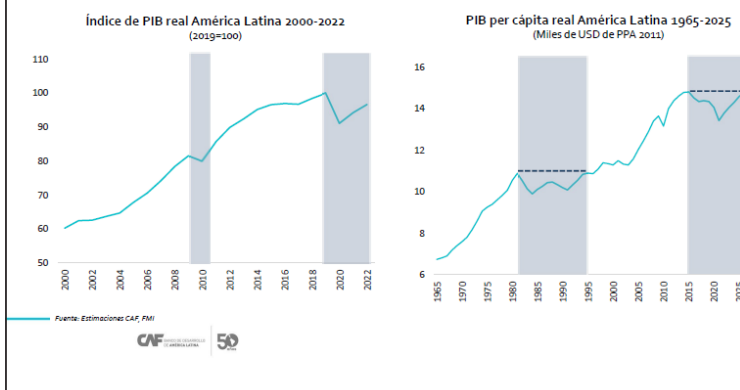
- Luego de superada la parte más crítica de la crisis, **la baja confianza de parte de los consumidores y las empresas** puede hacer que la demanda agregada permanezca deprimida por más tiempo
- Poco espacio fiscal para estimular la demanda mediante el gasto público (inversión en infraestructura y transferencias sociales).
- El crecimiento del PIB potencial podría verse mermado por una menor inversión privada, deterioro del capital humano y aumento de las tasas de informalidad, y menor productividad (por una mala reasignación de los recursos).

CAF 50

Con relación a las políticas de largo plazo, y de cara a la recuperación económica, asumiendo que, entre fines de este año y principios del siguiente, se pueda controlar la pandemia, hay una agenda relevante para recuperar el crecimiento. Esta agenda es muy necesaria porque la pandemia puede generar efectos de largo plazo que afecten el crecimiento potencial de las economías a través del aumento, muy probable, de la informalidad, lo que va a reducir la productividad de la economía. También, el mantenimiento de la incertidumbre va a reducir los incentivos a la inversión privada. Otro factor es el efecto negativo sobre la acumulación de capital humano que tiene la informalidad y que genera que el sistema educativo sea interrumpido por las medidas de aislamiento. A todo ello, hay que sumarle que los países tienen poco espacio fiscal para invertir en infraestructura económica, que también es necesaria, para promover la productividad [Diapositiva 12]. Es por eso que hay muchas razones para pensar que, si no se actúa en forma correcta, el crecimiento potencial se va a debilitar y la región podría enfrentar otra década perdida en el sentido que el ingreso per cápita que tenían los países el 2015 (cuando ya la región comenzó a crecer a tasas más bajas) quizás se pueda recuperar recién en el 2025 [Diapositiva 13]. Entonces, ¿cómo sería esta agenda estructural para recuperar la economía en el mediano y largo plazo?

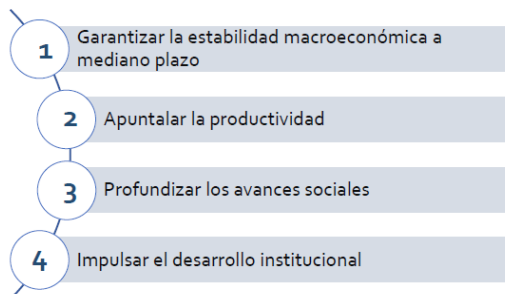
Diapositiva 13

...lo cual podría resultar en una nueva década perdida



Diapositiva 14

Bolivia: enfrentar los retos que vienen



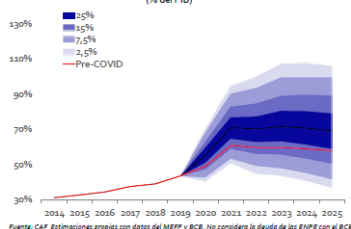
Para Bolivia y la región, vemos cuatro grandes temas: por un lado, garantizar la estabilidad macroeconómica de mediano plazo; por el otro, apuntalar la productividad; profundizar los avances sociales; y, por último, impulsar el desarrollo institucional [Diapositiva 14]. En el tema de la estabilidad macroeconómica a mediano y largo plazo, algo muy relevante es recuperar espacio fiscal. En una proyección realizada sobre la deuda a partir del *shock* de la crisis sanitaria, se puede apreciar que, para la mayoría de los países de Latinoamérica, esta va a crecer en unos 10 puntos porcentuales del PIB. Para Bolivia, la deuda se situaría entre 60 y 70 puntos porcentuales del PIB a fin del 2020, lo cual es muy preocupante. La idea de recuperar el espacio fiscal, en el caso de Bolivia, tiene que ver con mejorar o diversificar los ingresos fiscales. El sector de hidrocarburos es fundamental en la recaudación del país, de los casi 16% del PIB de recaudación impositiva, casi el 8% vienen de este sector. Entonces, se requiere fortalecer los ingresos que provengan de otras fuentes. Por ejemplo, Bolivia no tiene impuesto a los ingresos. Estas son reformas que se pueden dar a mediano plazo, no necesariamente deben implementarse inmediatamente. Son reformas fiscales muy necesarias, ya que van a generar los recursos que se requieren para mantener parte de los programas sociales.

Por el lado del gasto, se debe focalizar el gasto social y mejorar la calidad y eficiencia de la inversión pública. Uno de los determinantes para la recuperación, el año que viene, será aumentar el gasto en infraestructura. Esto no solamente genera aumento en la demanda agregada, sino también incrementos en la productividad de mediano y largo plazo en la economía [Diapositiva 15].

Diapositiva 15

1. Estabilidad macroeconómica a mediano plazo compatible con el crecimiento y la inversión

Simulaciones estocásticas de las principales variables que afectan la trayectoria de la deuda (% del PIB)



Fuente: CAF. Estimaciones propias con datos del MEFP y BCB. No considera la deuda de las EBNPE con el BCB.

CAF

50

- Recuperar el espacio fiscal. Es necesario un proceso de consolidación fiscal gradual.
- El sector de hidrocarburos se enfrenta grandes retos estructurales que tendrán impactos en los ingresos fiscales.
- Las fuentes de ingreso fiscal dependen de los recursos naturales e impuestos indirectos. Existe un amplio sector informal que no tributa y un influjo de bienes de contrabando.
- Espacio para focalizar el gasto social y mejorar la eficiencia de la inversión pública. El sector privado puede jugar un rol importante en la continuidad de los proyectos de inversión.
- La recuperación del espacio fiscal contribuye en la consecución de la política monetaria, cambiaria y la estabilidad de precios.
- Permite también estabilizar el crecimiento de la deuda pública. Es necesario analizar el rol de la deuda de las Empresas Públicas Nacionales Estratégicas con el BCB.

Diapositiva 16

2. Agotamiento de motores de crecimiento antes de la crisis: el problema de la baja productividad

Tasa de crecimiento del PIB (Porcentaje)

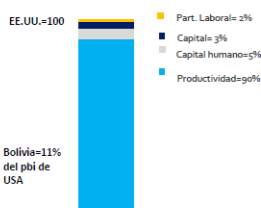


Fuente: INE, Banco Mundial y estimaciones de CAF

CAF

50

Brecha del ingreso per cápita Bolivia vs EEUU



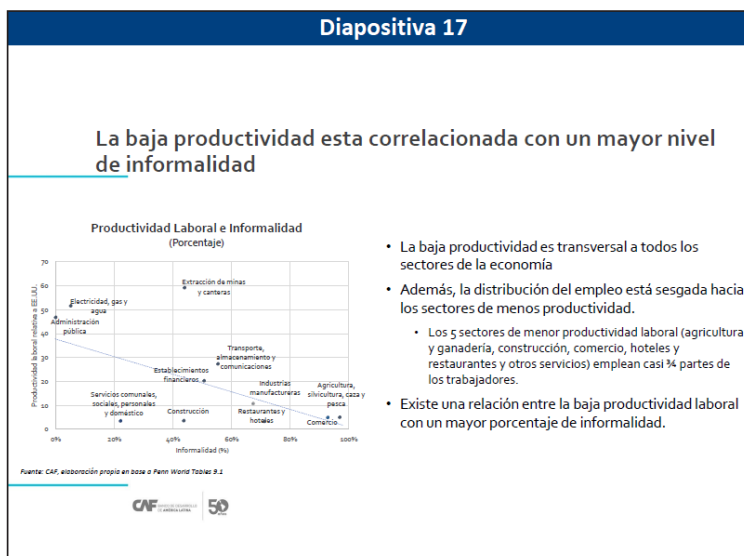
Fuente: CAF, estimaciones propias.

Por el lado de la productividad, lo que se ve es que el crecimiento económico en Bolivia fue fuerte desde mediados del año 2004, pero que en los últimos años este crecimiento se desaceleró por la reducción en el precio del petróleo. Mucho de este crecimiento fue motivado por la inversión de capital físico y capital humano. A pesar del crecimiento acelerado de Bolivia en los últimos años, la brecha de su ingreso per cápita, con respecto a países desarrollados, no se redujo (aunque hubo alguna convergencia con los ingresos de países de la región). Por ejemplo, hoy

Bolivia tiene un ingreso per cápita del 11%, equivalente al de Estados Unidos, y 90% de esa diferencia lo explica el problema de productividad. Entonces, este tema debe ocupar un lugar central en la agenda de políticas.

Esta agenda de productividad podría tener varios ámbitos de acción. El primero sería mejorar la competencia reduciendo trámites y costos a la apertura de empresas, menos burocracia y eliminando restricciones institucionales a la entrada y salida de firmas. Al mismo tiempo, Bolivia es una economía mediterránea y necesita aumentar su comercio internacional y, sin embargo, ha firmado muy pocos acuerdos internacionales. En tal sentido, también es importante mejorar la infraestructura de conexión física con los países vecinos. La mayor apertura internacional y el aumento del comercio también permitirán acceder a insumos de calidad que aumenten la productividad de las empresas. Dentro de los temas de infraestructura, es muy relevante la conectividad y transformación digital que debe aplicarse a todos los sectores de la economía [Diapositiva 16].

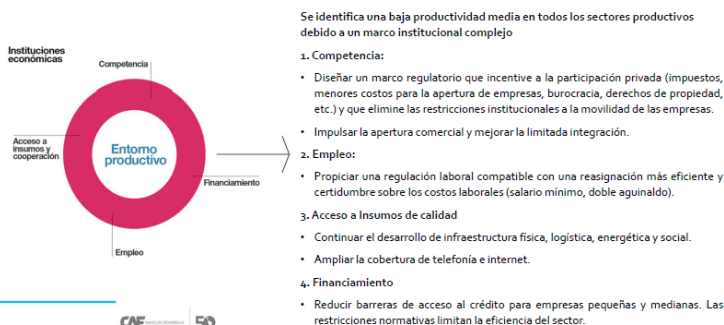
Un segundo ámbito para la productividad es el tema del empleo. Es necesario reasignar, de manera más eficientemente, el trabajo a los nuevos sectores y empresas que van a estar expandiéndose. En Bolivia, existen regulaciones laborales restrictivas, como el salario mínimo, que, si bien ha ayudado a mejorar en mucho la restricción del ingreso y la disminución de la pobreza, últimamente ha aumentado más que los niveles de productividad e inflación [Diapositiva 17].



Un tercer ámbito para la eficiencia económica es mejorar el funcionamiento del sistema financiero para asegurar recursos a empresas medianas, pequeñas y a aquellas más jóvenes que tienen oportunidades de crecer. Bolivia tiene muchas regulaciones para asignar créditos por sectores y controles a la tasa de interés que quizás no sean la mejor forma de asignación de recursos. Lo mejor sería promover un programa de garantías como los existentes en Chile y Perú y que ya está en planes del gobierno [Diapositiva 18].

Diapositiva 18

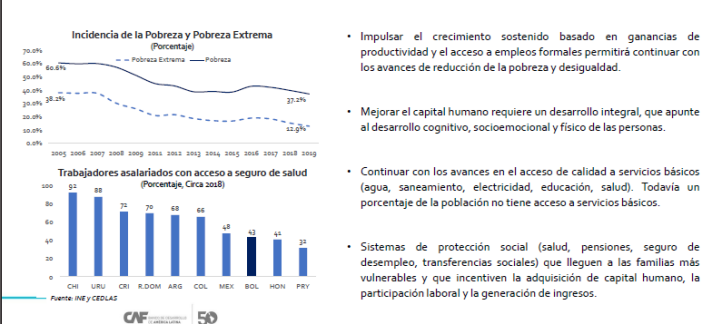
Apuntalar la productividad: ámbitos de acción



Por el lado social, se debe mejorar la calidad del capital humano, a través de la promoción del desarrollo de habilidades cognitivas y socioemocionales de los niños y jóvenes, mediante la adecuación de los programas de enseñanza e infraestructura escolar. Otra área de acción en esta materia es fortalecer el acceso a servicios básicos, sobre todo al agua y al saneamiento, ya que Bolivia está retrasada en esta materia en relación a otros países de la región. Esta agenda social también debe cubrir el acceso al sistema de salud que, en un contexto de emergencia sanitaria como lo es la pandemia, es muy relevante y encuentra claras deficiencias en el país. Por ejemplo, 43% de los trabajadores asalariados tienen acceso a un seguro de salud [Diapositiva 19].

Diapositiva 19

3. Profundizar los avances sociales



Por último, se deben mejorar las capacidades estatales. Se mencionó que la infraestructura es un determinante para la recuperación y, por este motivo, es muy importante mejorar la institucionalidad asociada con la planificación, adjudicación de contratos y la fiscalización de los proyectos de inversión. Por otro lado, Bolivia es un país muy descentralizado y, para que ello brinde beneficios, se debe mejorar la asignación y calidad de los gastos a nivel de los municipios. Estos deben tener mayor capacidad para recaudar sus impuestos y financiar sus inversiones.

Un tema central que se ha acelerado por la pandemia es la digitalización de los servicios públicos. Eso no solo mejora el acceso a los mismos, sino también da una mayor transparencia y facilita la rendición de cuentas [Diapositiva 20].

En resumen, esta agenda que se propone para la recuperación post-pandemia, en Bolivia, incluye un plan fiscal a mediano plazo que sea creíble con el fin de que el país pueda tener políticas fiscales expansivas, pero a la vez provea un compromiso de consolidación y estabilización de la deuda en dos o tres años. Por otro lado, se requieren medidas asociadas con la competencia, la creación de empleo formal, los mercados financieros y la integración comercial que alienten el crecimiento de la productividad. Las políticas sociales deben asegurar ingresos para las familias vulnerables (sin afectar los incentivos para buscar trabajo, formar y acumular capital humano) y el acceso a servicios básicos como agua y saneamiento, educación y salud.

Diapositiva 20

4. Impulsar el desarrollo Institucional



Promover la integridad de las políticas públicas permite maximizar el bienestar colectivo.

1. Mecanismos de entrada a la burocracia y a la política
 - Mecanismos transparentes y meritocráticos permiten garantizar la independencia en el ejercicio de los cargos y un sistema de contrapesos efectivo en el Estado.
 - Profesionalización del servicio civil e independencia para ejercer los cargos.
2. Gobernanza de la infraestructura
 - Planificación, selección de proyectos, adjudicación y fiscalización de contratos.
 - Protocolos y reglas objetivas que minimizan los riesgos de corrupción.
3. Descentralización
 - Para responder de mejor forma a las necesidades de servicios públicos y para promover sistemas más democráticos e inclusivos. Permite incrementar la responsabilidad fiscal.
4. Acceso a información pública y transparencia
 - Digitalización de los servicios públicos.
 - Apertura y acceso a la información para mejorar la transparencia.




Finalmente, es importante reforzar las capacidades estatales para asegurar el recaudo y la calidad del gasto. Esto puede lograrse con la transformación digital del Estado, lo que a su vez brinda oportunidades para mejorar la transparencia de la gestión pública.

SESIÓN PLENARIA

Daniel Titelman

**Director de la División de Desarrollo Económico
Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL)**

Diapositiva 1

América Latina y el Caribe: Efectos socioeconómicos del COVID 19 y desafíos futuros

13 Encuentro de ECONOMISTAS DE BOLIVIA
 "Políticas Económicas en la Cuarentena y desafíos de los países de la Región frente a las Pandemias"
 13 de Agosto de 2020

Daniel Titelman
 Director División de Desarrollo Económico
 Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL)



Buenos días, muchas gracias por la invitación a tan importante evento al que, con la CEPAL, siempre hemos estado acompañando. Y quisiera felicitar al [Banco Central de Bolivia] BCB por la organización de este importante evento y la invitación a compartir con ustedes algunos de los desafíos que está imponiendo la pandemia

COVID-19 en América Latina y el Caribe.

Siendo el último en presentar, después de otros colegas de diferentes instituciones, voy a aprovechar para tratar de sintetizar algunos puntos que compartimos con ellos y tratar de enfatizar algunas de las ideas que se estaba tratando de unir en el debate de la región.

Diapositiva 2

Mensajes

1. Se acentúa la caída de la economía mundial con una sincronía sin precedentes
2. Nuevo desacople de los mercados financieros internacionales de la economía real
3. Riesgos financieros latentes en las economías emergentes
4. Se intensifica la crisis en la región: la peor contracción de los últimos 100 años
5. PIB per cápita en 2020 retrocederá a los niveles de 2010
6. Fuerte aumento de la desocupación, la pobreza y la desigualdad
7. Las políticas fiscales y monetarias deben contribuir a mitigar los efectos de la pandemia y la reactivación
8. Complementariedad entre políticas macroeconómicas, sociales y productivas
9. Los esfuerzos nacionales deben ser apoyados por la cooperación internacional con financiamiento en condiciones favorables
10. Avanzar en la igualdad es fundamental para el control de la pandemia y una recuperación económica sostenible



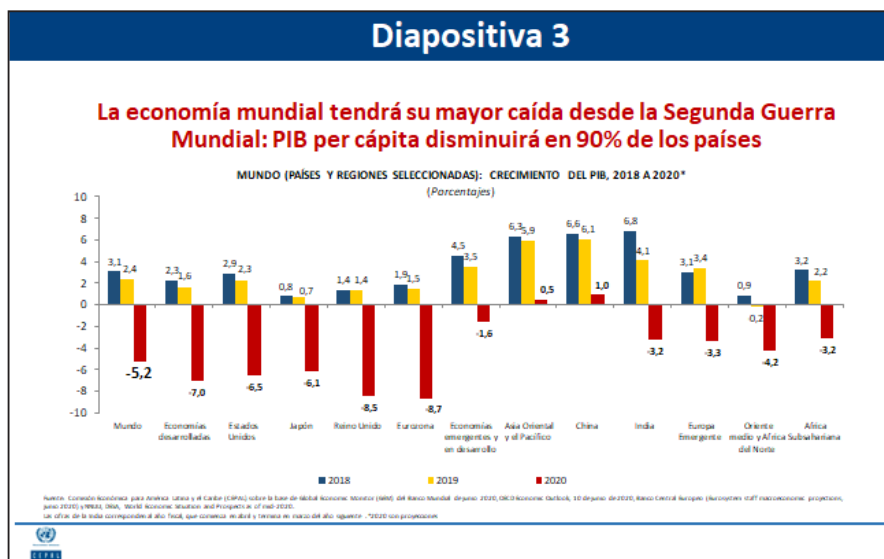
Fundamentalmente, quisiera partir sintetizando los que, creo yo, son los principales mensajes de esta presentación y comenzar por lo que ya se ha dicho, que la crisis COVID-19, tanto a nivel global como a nivel de la región, encuentra al mundo en una trayectoria de crecimiento compleja [Diapositiva 2]. La región ya venía creciendo en el último sexenio, entre 2014, 2015,

2019, con las más bajas tasas de crecimiento promedio de los últimos 20 a 30 años, y el mundo también venía en una dinámica de crecimiento baja. En ese contexto, es que la pandemia COVID-19 nos pilla. Y se observa una crisis global con una sincronía de contracciones en los países sin precedentes. Vamos a ver que son 90 países del mundo los que se estima están con una muy fuerte contracción.

Otro elemento que voy a destacar es el desacople de los mercados financieros internacionales con la economía real. Voy a mostrar todos los esfuerzos que han hecho los bancos centrales, sobre todo de los países desarrollados, en proveer mucha liquidez al mercado financiero internacional, lo que ha generado que haya una suerte de desacople entre la dinámica de los mercados financieros y las perspectivas de las

Desde la región, se intensifica la crisis económica y esperamos la peor contracción de los últimos 100 años. El PIB per cápita, en el 2020, va a retroceder a los niveles de 2010, lo que estaría dando cuenta de una nueva década perdida en la región. Esta dinámica de crecimiento está muy ligada y va acompañada de un fuerte aumento en la desocupación, la pobreza y la desigualdad. Y voy a cerrar, discutiendo los desafíos de las políticas fiscales y monetarias para contribuir a mitigar los efectos de la pandemia y la reactivación económica, junto con lo que estamos llamando como una ‘construcción mejor de nuestras sociedades hacia el futuro’. Eso requiere, a nuestro juicio, una gran complementariedad entre las políticas macroeconómicas, las sociales y las productivas. Lo que argumentaré es que, para esto, es clave que los esfuerzos nacionales deban ser apoyados por la cooperación internacional, con financiamiento en condiciones favorables. Y, por último, un mensaje de la CEPAL, ya de muchos años y con mucha fuerza, referido a que para construir una mejor sociedad y una agenda de desarrollo inclusiva y sostenible, avanzar en la igualdad es esencial, tanto para el control de la pandemia, como para la recuperación económica sostenible e inclusiva.

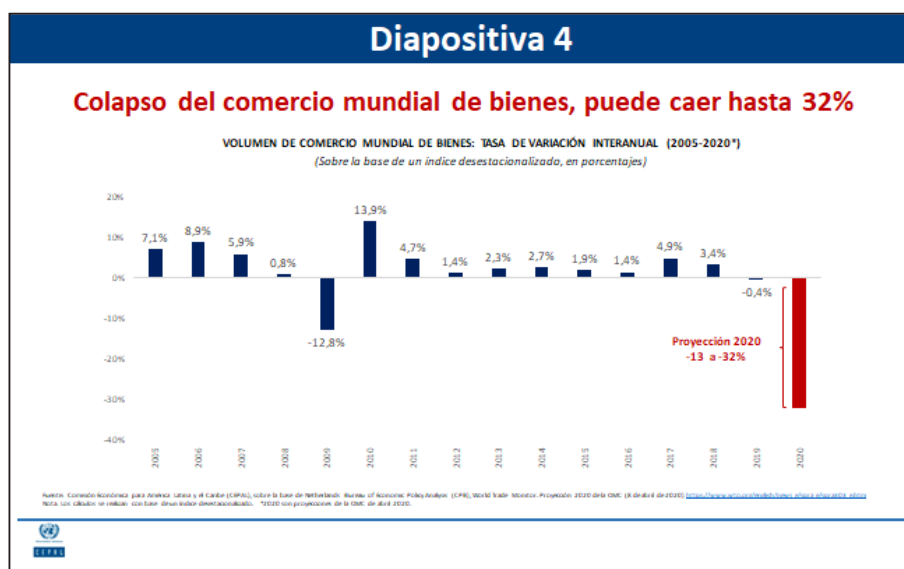
La economía mundial tendrá su mayor caída desde la Segunda Guerra Mundial: el PIB per cápita disminuirá en 90% de los países.



Como muy bien ya mis colegas han mencionado, la economía mundial va a tener una caída muy fuerte. En esta lámina [Diapositiva 3], simplemente deseo reiterar lo que ya se ha dicho: que esperamos, para el 2020, la peor contracción para la economía mundial desde la Segunda Guerra Mundial con una caída esperada de -5,2% en el mundo; una

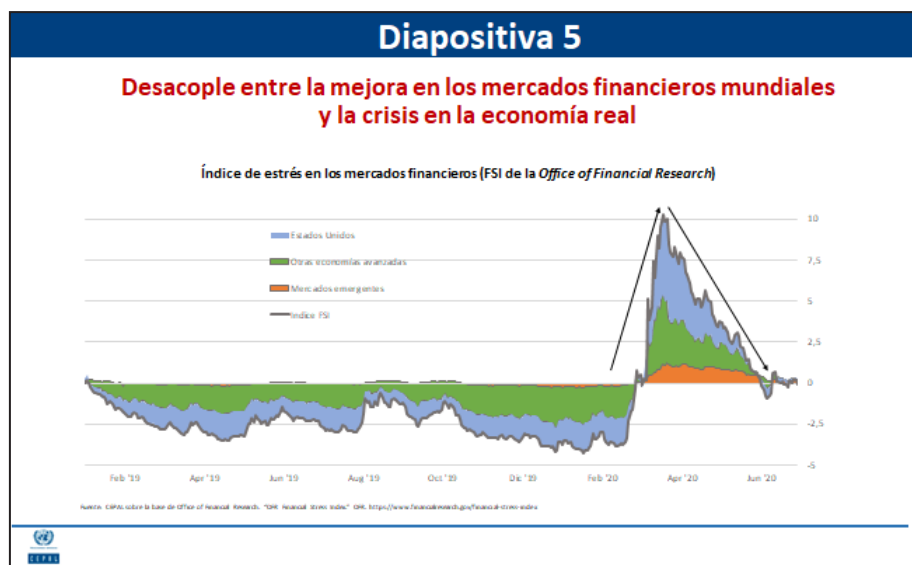
caída del -7% en las economías desarrolladas, -6,5% en Estados Unidos, -8,5% en el Reino Unido, -8,7% en la Eurozona; una caída en las economías emergentes de -1,6% que refleja, un poco, la recuperación de China que esperamos, este año, vaya a crecer un 1%. En general les queremos mostrar un panorama de la economía mundial muy complejo, con una contracción muy fuerte y que, además, creemos va a ser una contracción tanto por lo que ya se ha mencionado como por las incertidumbres, por la dinámica de la pandemia en la que, cuando las economías empiezan a reabrir un poco, las tasas de contagio comienzan a subir. Va a ser una recuperación, a nuestro juicio, tal como ya lo mencionaba Eric, más bien lenta y quizás en forma de U, pero una recuperación lenta y más problemática de lo que muchos esperábamos hace seis u ocho meses.

Colapso del comercio mundial de bienes, puede caer hasta 32%



El colapso mundial del comercio de bienes es impresionante y, de acuerdo con las proyecciones de la Organización Mundial de Comercio, la caída del comercio mundial se proyecta entre 13% y 32%, lo cual es una caída muy fuerte a una dinámica del comercio mundial que, como ustedes pueden ver en esta gráfica [Diapositiva 4], ya venía mal y que, desde la crisis *subprime*, desde la caída del 12% casi 13% en el año 2009, no se recuperaba, con la excepción del 2010, manteniendo tasas de crecimiento muy por debajo del comercio mundial que se observaban antes de la crisis *subprime*. Por lo tanto, es una caída profunda la que se espera en el comercio mundial. Ya en el 2019 había sido de -0,4% y está ratificando un problema complejo en la economía global que ya lleva más de una década, particularmente, con tasas de crecimiento del comercio mundial muy bajas.

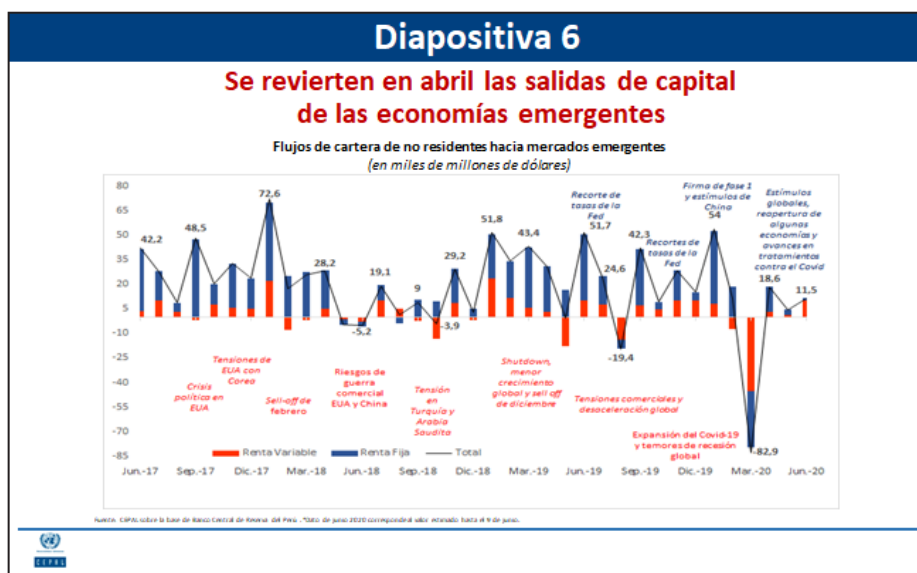
Desacople entre la mejora en los mercados financieros mundiales y la crisis en la economía real



Con esta gráfica, lo que quiero mostrar es el desacople entre la mejora del mercado financiero mundial y la crisis de la economía real. Aquí, lo que ustedes están viendo, es el aumento en el índice de estrés en los mercados financieros, el FSI, que se produce a partir de la pandemia entre febrero y marzo, alcanzando un *peak* en abril. Esto muestra la dinámica de la incertidumbre, riesgos y miedos que produjo la pandemia inicialmente; luego, este índice cae drásticamente y, en julio, significativamente, en los Estados Unidos, en las economías avanzadas y en los mercados emergentes. Este índice nos está mostrando, fundamentalmente, que los esfuerzos que han hecho muchos bancos centrales y, también, los gobiernos de los países desarrollados en poner liquidez a disposición de los mercados financieros han hecho que las incertidumbres financieras se hayan reducido y se haya retornado al aumento y al apetito por el riesgo. Esto ha generado una estabilización de las condiciones financieras a partir de mayo y junio de este año. Sin embargo, los riesgos estructurales y más profundos de los mercados financieros permanecen y el peligro es que, dada la dinámica de la economía real, que sigue mostrando una tendencia a la baja, en algún momento el apetito por el riesgo podrá cambiar y eso volverá a afectar, de manera muy significativa, como voy a mostrar un poco más adelante, a las economías emergentes. Pero el punto central que quería mostrar acá es esta suerte de desacople que hay entre las expectativas y la incertidumbre de la economía real, y que todo apunta a una contracción muy fuerte para este año y a una recuperación muy lenta de la dinámica financiera. Las políticas monetarias y también, en algunos casos, fiscales están reflejando apoyos crediticios muy expansivos que han aumentado significativamente la liquidez y, por lo tanto, esto ha llevado a un aumento del apetito por el riesgo [Diapositiva 5].

Se revierten en abril las salidas de capital de las economías emergentes

En esta gráfica simplemente les quiero mostrar, y me voy a fijar hacia el final de la gráfica, cómo hubo, de marzo a junio de este año, al principio de la primera fase de la pandemia, una salida fuerte, nunca antes vista, de flujos financieros, a la velocidad e intensidad con que las que se dio. Es decir, se dio desde las economías emergentes hacia las economías desarrolladas con una salida de cerca de USD82 mil millones en marzo del 2020. Pero, como les decía, luego, por los estímulos globales, la reapertura y el nivel de liquidez que se ha puesto sobre la mesa por parte de los bancos centrales del mundo desarrollado, se revirtió esta importante salida de capitales y ya, hacia mayo, junio y julio, se empieza a observar una mayor entrada de capitales hacia las economías emergentes. Esto es independiente de que la dinámica de la economía real siga a la baja y siga con mucha incertidumbre. Eso es lo que, también creemos, es preocupante: este desacople entre la dinámica financiera y la economía real. Lo fundamental es que los episodios anteriores nos hacen ser un poco cautelosos [Diapositiva 6].



Aumenta la intensidad de los choques externo e interno

Diapositiva 7

Aumenta la intensidad de los choques externo e interno

Choque externo

- La economía mundial cae más de lo previsto y de manera sincronizada: aumentan los impactos externos negativos sobre la región.

Choque interno

- Países de América Latina y el Caribe en el epicentro de la pandemia
Algunos gobiernos han comenzado a aliviar las medidas de contención; otros han debido continuarlas o intensificarlas.

Caida en precios de los productos primarios y términos de intercambio

Reducción del comercio de bienes

Reducción de las remesas

Menor demanda de servicios turísticos

Volatilidad y vulnerabilidad financiera

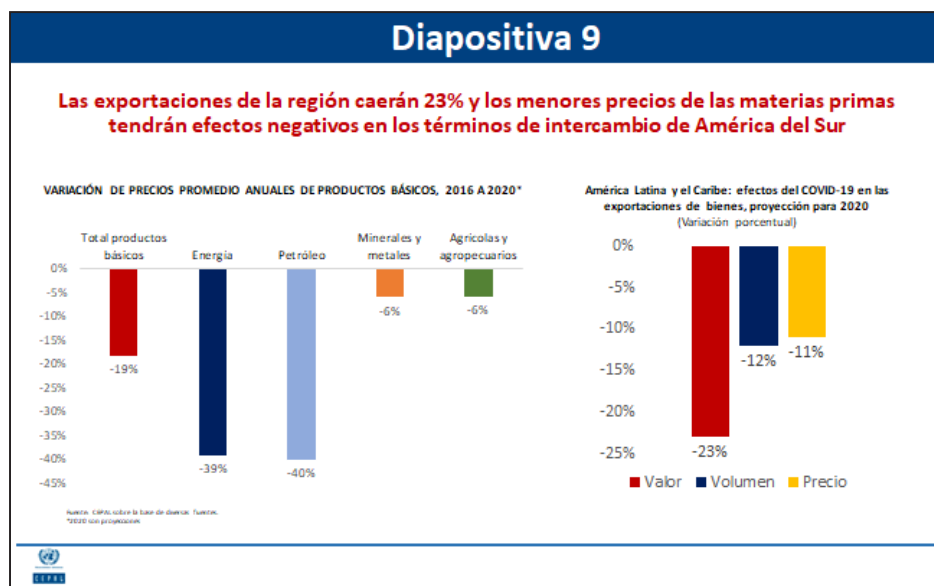



Como ya muy bien los colegas que ya han expuesto lo han mencionado, aquí se han dado dos tipos de choques: 1) desde la perspectiva de la región, el choque externo que tiene que ver con la caída en la tasa de la economía global, que afecta a los principales socios comerciales de nuestra región y también la volatilidad financiera; y con un choque interno, que es el choque de oferta. Han sido las medidas que han tomado correctamente los gobiernos de la región, para tratar de frenar la dinámica de la pandemia, las que ha llevado a una contención de la actividad económica y, además, han generado un choque de oferta muy intenso. Lamentablemente, como ya también se ha dicho, América Latina sigue siendo el epicentro de la pandemia y, por lo tanto, hay mucha incertidumbre con respecto a la dinámica y la velocidad con las que los gobiernos de los países puedan abrir las economías para reactivar, esperemos, las estructuras productivas y reducir el choque [Diapositiva 7].

2) Otro elemento importante es que esto ha sido más largo que lo esperado y más intenso. Es decir, la necesidad de tratar de contener la pandemia y de frenar los contagios ha llevado a tener paralizada la economía y con cuarentena con una serie de medidas sanitarias. Esto está en la dirección correcta, por supuesto, pero por mucho más tiempo y permanencia que lo que uno se imaginaba. Nadie concebía el inicio de la pandemia y vimos lo que ha ocurrido en la economía mundial, donde la caída y la contracción económica han sido mucho más severas.

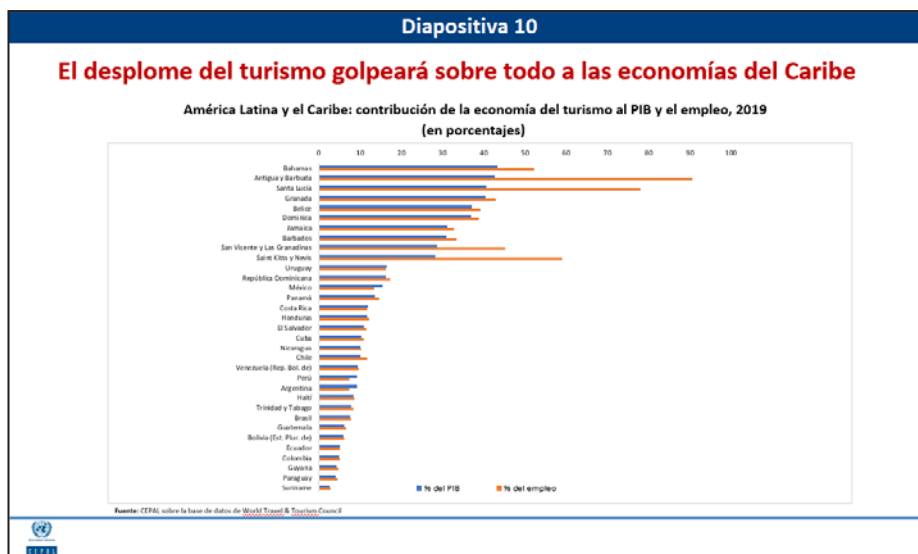
No voy a entrar en lo que ya han mencionado mis colegas, acerca de los mecanismos de transmisión de estos choques, pero estos tienen que ver con los precios de los *commodities*, los términos de intercambio, la caída del comercio de bienes, la reducción en las remesas, la caída en el sistema, en el turismo y la volatilidad financiera.

Las exportaciones de la región caerán 23% y los menores precios de las materias primas tendrán efectos negativos en los términos de intercambio de América del Sur

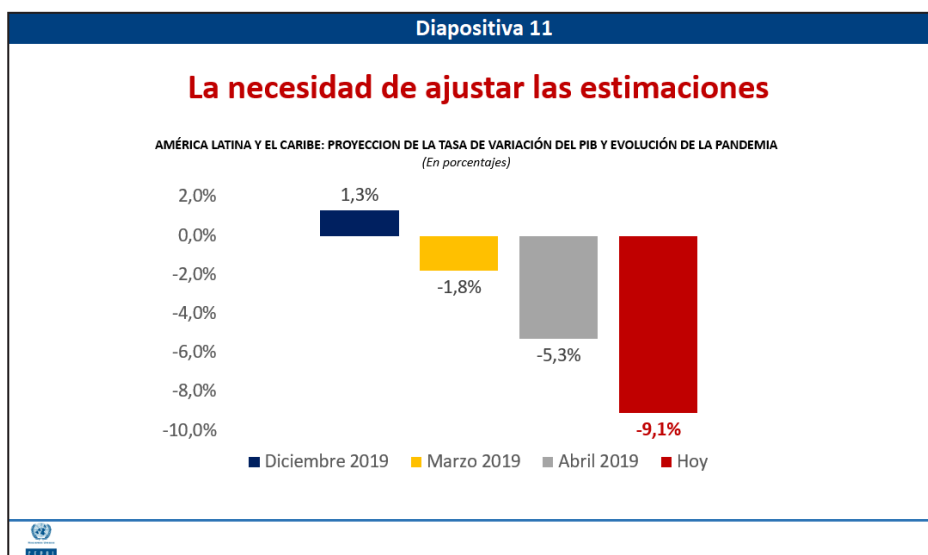


Esperamos una caída en las exportaciones de América Latina de cerca de 23% que está acorde con lo que se estimaba para la evolución del comercio mundial. Eso va a tener efectos muy significativos sobre la región. Es una caída en términos de valor de -23% para este año, una caída en términos de volumen del -12% y que supone una caída del precio de -11%. Lo que estamos esperando, entonces, es una contracción muy fuerte de las exportaciones, acompañada, como ya muchos lo han dicho, por los precios de los productos básicos que van, todos a la baja, particularmente de energía y del petróleo. Los precios de minerales y los agrícolas han caído menos, y ya estamos observando alguna recuperación en el cobre y en algunos otros minerales. La caída esperada en términos de los precios de los productos básicos es intensa, en torno a -19% en promedio, donde el precio del petróleo es, fundamentalmente, el que explica la mayor variación [Diapositiva 9].

El desplome del turismo golpeará sobre todo a las economías del Caribe

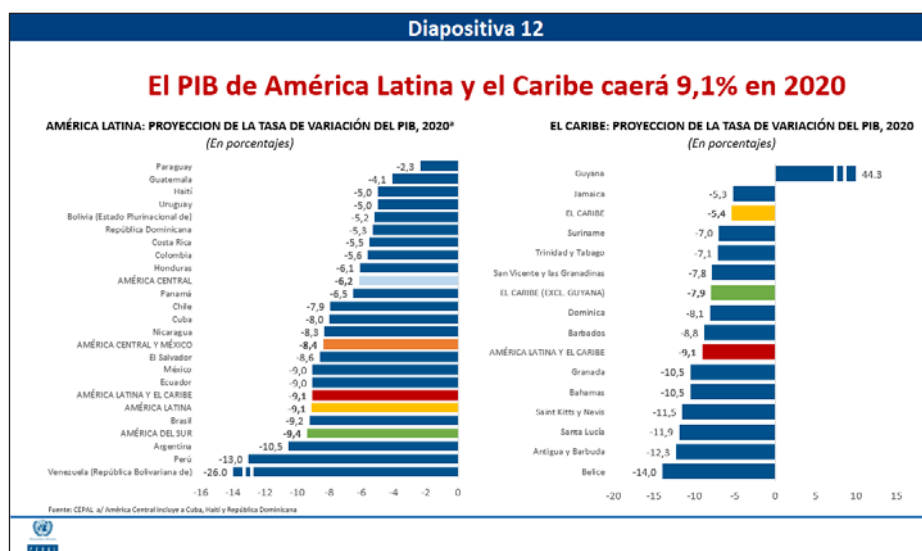


El desplome del turismo va a golpear a la economía de manera importante y eso, para algunas economías, sobre todo para las del Caribe, es esencial. Pero no solo en términos del Producto Interno Bruto, sino también de la creación de empleo, que es la línea naranja que les mostramos ahí. Como pueden ver, este desplome del turismo, que probablemente se va a mantener por mucho tiempo, va a tener un efecto muy importante sobre todas las economías del Caribe y de las pequeñas islas del Caribe [Diapositiva 10].



La necesidad de ajustar las estimaciones

En este contexto, la CEPAL pronostica la caída, para América Latina y el Caribe, en torno al 9,1% para este año, lo cual está en línea con lo que nos mencionaban nuestros colegas de la CAF², del BID³ y FLAR⁴ en términos de las caídas esperadas para este año [Diapositiva 11]. Por un problema de tiempo, no voy a entrar en los detalles de las raíces, pero si en América del Sur estamos esperando una caída del PIB de -9,4%, en América Central y México es de -8,4%, con países como Argentina en torno a -10,5%, Perú en -13% y, en el caso de Bolivia, estamos esperando una caída en torno a -5,2% [Diapositiva 12].



Lo que también es muy preocupante, desde las perspectivas regionales, es que el PIB per cápita en el 2020, va a alcanzar los niveles del 2010, lo cual nos da un retroceso de 10 años en su dinámica y, como hemos aprendido de las crisis anteriores, es muy difícil y muy lento recuperar la dinámica del PIB per cápita, sobre todo cuando las tasas de desempleo tienen una razón muy alta y los índices de pobreza van a aumentar. Ese es un elemento muy preocupante y hay que tenerlo en cuenta cuando se diseñen las políticas de reactivación y recuperación económica [Diapositiva 13].

2 Banco de Desarrollo de América Latina.

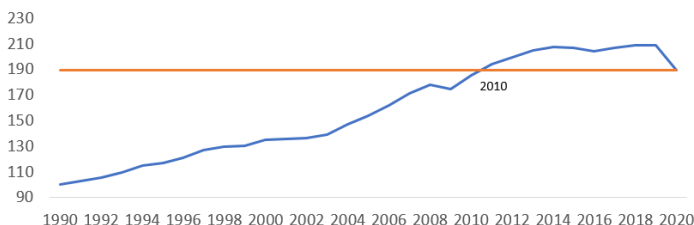
3 Banco Interamericano de Desarrollo.

4 Fondo Latinoamericano de Reservas.

Diapositiva 13

Un retroceso de 10 años: PIB per cápita de la región al cierre de 2020 será igual al de 2010

AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: EVOLUCIÓN DEL PIB PER CÁPITA
(ÍNDICE 1990=100)



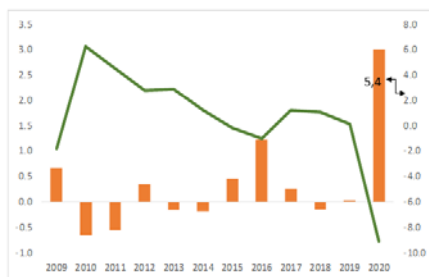
Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

La desocupación aumentará en 18 millones de personas, afectando a 44 millones

Diapositiva 14

La desocupación aumentará en 18 millones de personas, afectando a 44 millones

AMÉRICA LATINA: CRECIMIENTO DEL PIB Y VARIACIÓN DE LA TASA DE
DESOCUPACIÓN
(En puntos porcentuales)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

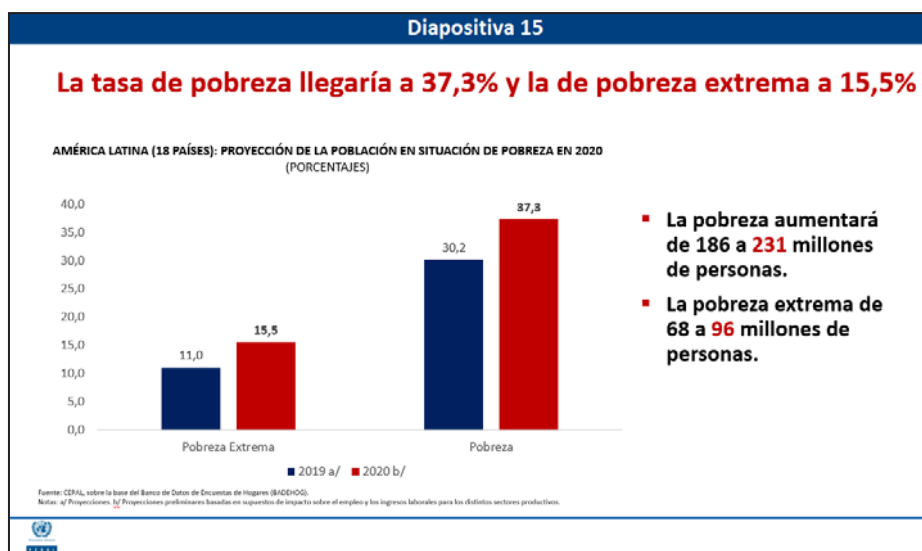
AMÉRICA LATINA: POBLACIÓN ECONÓMICAMENTE ACTIVA, DESOCUPADOS Y
TASA DE DESOCUPACIÓN
(Millones de personas)

	2020
PEA	326,9
Número de desocupados	44,1
Variación de desocupados	18,0
Tasa de desocupación	13,5%

Aumento de 5,4 puntos porcentuales en la tasa de desocupación respecto a 2019 (8,1%).

La desocupación, calculamos, va a aumentar en 18 millones de personas, alcanzando una tasa de desocupación, este año para el promedio de la región, en torno al 13,5%, que es un aumento de casi 5,5 puntos porcentuales respecto a la tasa observada en el 2019. Es decir, una tasa de dos dígitos que es compleja para la región, con cerca de 18 millones de personas nuevas y desocupadas que hacen casi un total de 44 millones de personas desocupadas este año [Diapositiva 14].

La tasa de pobreza llegaría a 37,3% y la de pobreza extrema a 15,5%



La pobreza también va a aumentar, llegando casi a 37,3% de pobreza, y la extrema pobreza a cerca del 15,5%. Eso nos va a llevar a un aumento grande en el número de personas viviendo en pobreza, de 186 millones a 231 millones de personas y, en términos de pobreza extrema, de 68 millones a 96 millones de pobres. Eso, como hemos visto, es muy difícil y toma muchos años recuperar; poder mejorar los indicadores de los mercados laborales y de la pobreza en nuestra región toma muchos más años que la recuperación del PIB y los efectos negativos son mucho más persistentes en el mundo laboral y en la pobreza que lo que se observa en la trayectoria del PIB. Ese es un tema central vinculado, como muy bien se mencionaba, con la alta informalidad de los mercados laborales de nuestra región [Diapositiva 15].

Mayor desigualdad de la distribución del ingreso en todos los países

También, junto con el aumento de la pobreza y el desempleo, va a aumentar la desigualdad y esperamos que, en promedio, para la región, el GINI se incremente en cerca de 5 puntos porcentuales, entre el 2019 y el 2020. Una región que ya estaba caracterizada, no solo por ser desigual, sino la más desigual del mundo, va a tener un retroceso en las pequeñas ganancias que habíamos logrado en la dinámica del indicador GINI en los últimos años, y va a haber un deterioro de la igualdad, en términos de un aumento de 5 puntos, y esto va a variar mucho de país a país. Hay países en los que aumentara entre el 1% y el 8% [Diapositiva 16].

Diapositiva 16

Mayor desigualdad de la distribución del ingreso en todos los países

AMÉRICA LATINA (17 PAÍSES): VARIACIÓN PROYECTADA DEL ÍNDICE DE GINI EN 2020,
SIN CONSIDERAR EL EFECTO DE LAS MEDIDAS ANUNCIADAS PARA MITIGAR EL IMPACTO DEL COVID-19

Entre 1.0% y 1.9%	Guatemala
Entre 2.0% y 2.9%	Paraguay
	Honduras
	Nicaragua
Entre 3.0% y 3.9%	Bolivia
	Costa Rica
	Panamá
	República Dominicana
Entre 4.0% y 4.9%	Colombia
	Uruguay
Entre 5.0% y 5.9%	Brasil
	Chile
	El Salvador
	México
6.0% y más	Argentina
	Ecuador
	Perú

Fuente: CEPAL sobre la base del Banco de Datos de Encuestas de Hogares (BAGEHOG).

- El índice de Gini de la región se incrementaría en 4,9 puntos porcentuales de 2019 a 2020.
- El incremento varía según país entre el 1% y el 8%.

Medidas fiscales anunciadas para fortalecer los sistemas sanitarios, apoyar los ingresos de los hogares y proteger la capacidad productiva

Ya para ir cerrando, las medidas fiscales que se han anunciado, como ya dijeron mis colegas, han estado dirigidas a fortalecer el sistema sanitario, a apoyar los ingresos de los hogares y a proteger la capacidad productiva y, en base a estos objetivos, se han conjugado distintos instrumentos que van desde el alivio tributario, aumentos del gasto público, quizá aumento y también reestructuración y reorganización de los presupuestos. Los países también han hecho muchos esfuerzos por generar liquidez con respaldo estatal, créditos en condiciones blandas, garantías estatales de crédito y participación en el capital. Sobre los 3 objetivos, estos han sido proteger la capacidad productiva, apoyar los ingresos de los hogares y fortalecer el sistema sanitario a través de estos instrumentos [Diapositiva 17].

Este gráfico que les estoy presentando, que trata de medir los efectos fiscales, tiene una diferencia con los gráficos que ustedes hayan visto de mis colegas. Aquí, nosotros no incorporamos los créditos, los temas de créditos y las garantías estatales de crédito, sino que tratamos de hacer la revisión, en este gráfico, solo de lo que está arriba de la línea, o sea incluye los gastos que pueden estar financiados por las reasignaciones de gastos extraordinarios, alivio tributario y liquidez, no incluimos las garantías estatales de crédito, porque tratamos de hacer el cálculo por arriba de la línea. Desde esa perspectiva de esfuerzos de gasto y esfuerzos de alivio tributario, para el promedio de la región, estamos en torno al 3,9%. En el caso de Bolivia, hemos calculado un esfuerzo en esta dirección, sin introducir los gastos, ni las garantías estatales de crédito, que está cerca de 4,9%, casi un punto más que el promedio de la región [Diapositiva 18].

Diapositiva 17

Medidas fiscales anunciadas para fortalecer los sistemas sanitarios, apoyar los ingresos de los hogares y proteger la capacidad productiva

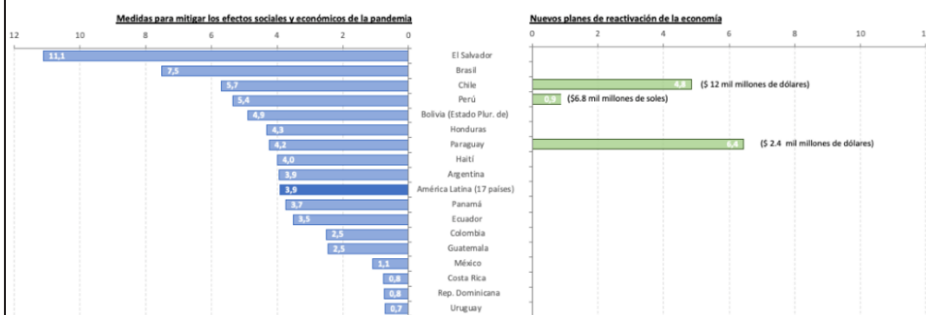
Medidas fiscales	Fortalecer el sistema sanitario	Apoyar a los ingresos de los hogares	Proteger la capacidad productiva
Alivio tributario	- Reducciones temporales de IVA - Eliminación de aranceles de importación	- Reducciones temporales de IVA en productos primera necesidad - Facilidades en pago impuestos a la renta - Devoluciones aceleradas	- Facilidades y/o reducción en pago de impuestos directos - Reducciones y/o exoneraciones temporales de IVA en sectores estratégicos
Gasto público	- Contrataciones de personal - Bonos extraordinarios al personal de salud - Compras de insumos médicos - Inversión en infraestructura - Transferencias a los gobiernos subnacionales	- Bonos extraordinarios no condicionados - Reforzamiento programas de transferencias condicionadas - Incremento monto/cobertura seguros de desempleos - Subsidios al consumo - Entrega canasta alimenticia	- Subsidios a la nómina y/o a la compra de insumos
Liquidez con respaldo estatal		- Préstamos en condiciones blandas	- Préstamos en condiciones blandas - Garantías estatales de créditos - Participaciones en el capital



Diapositiva 18

Las medidas fiscales se anuncian en un entorno fiscal de menores ingresos y mayores demandas de gasto en el corto plazo

América Latina (17 países): esfuerzos fiscales de las medidas para enfrentar la pandemia del coronavirus (COVID-19)
(En porcentajes del PIB)



Fuente: CEPAL con base en cifras oficiales. Nota: Cálculo con base en las medidas de gasto (reasignaciones y gastos extraordinarios), alivio tributario y liquidez, no incluyen garantías estatales de créditos. Actualización de la información al 6 de julio de 2020.

*Nota: en el caso de Chile, el plan incluye la ampliación de medidas de protección de ingresos de las familias y de reactivación económica y empleo.

Y el gráfico siguiente lo que les muestra son paquetes que se han estado anunciando recientemente en algunos países como Chile y Perú, pero ya no son paquetes dedicados a contener los efectos y mitigar los efectos sociales y económicos de la pandemia, sino los nuevos planes de reactivación de la economía. Chile ya anunció, en un horizonte de 24 meses, 12 mil millones de dólares equivalentes a casi 4,5% del PIB, y Perú, en un horizonte también de un año y medio más o menos, de 0,9% del PIB, cerca de 56 mil millones de soles [Diapositiva 18].

En la política, y aquí ya voy cerrando con los esfuerzos de política, nos parece que como ya lo han mencionado mis colegas, la región ha hecho un esfuerzo fiscal importante para mitigar los efectos de la pandemia, ya que algunos países han logrado acceder a condiciones de financiamiento relativamente favorables, desde la perspectiva histórica, pero los países están acumulando deuda y están acumulando un déficit fiscal muy importante. Según nuestros cálculos, el promedio de la región del déficit primario va a estar en torno al 6,3%, cifras que no veíamos desde los años 80, y un crecimiento de la deuda pública promedio, para la región, en torno a 9,2%, este año.

Entonces, hay un gran desafío acerca de cómo mantener las políticas fiscales expansivas en un contexto de sostenibilidad fiscal, y creemos que ese es uno de los grandes desafíos de la región. Vamos a necesitar políticas fiscales expansivas con el fin de mitigar los efectos de la crisis, las que van a seguir siendo necesarias, por un buen tiempo, para reactivar las economías. A la vez, tenemos que ir construyendo contextos de sostenibilidad fiscal importantes; creemos que hay que evitar las medidas de autoridad y hay que promover la política fiscal expansiva con estímulos fiscales, y el gran desafío ahí es ¿cómo vamos a lograr la sostenibilidad fiscal en esa lógica?, ¿por qué hay que mantener la política fiscal expansiva? Porque una de las grandes lecciones de la pandemia es que, parte de los efectos sociales y económicos de la pandemia, se reflejan en la matriz de desigualdad de nuestro país. Los efectos sanitarios de la pandemia se han visto muy magnificados y multiplicados por la matriz de desigualdad en nuestros países, lo cual tiene que ver con las informalidades laborales, con los débiles sistemas de protección social y otra serie de medidas, de temas que ustedes conocen muy bien y de hecho mejor que yo.

Por lo tanto, parte de la reconstrucción consiste en mejorar los estados de bienestar y avanzar hacia la creación de sistemas de protección social más inclusivos, y creemos que ahí el tema de la política fiscal es esencial. Desde esa perspectiva, vamos a necesitar nuevos pactos sociales y fiscales que nos parecen importantes, dentro de la idea de una política fiscal para reconstruir mejor. Para poder mantener la sostenibilidad fiscal en el tiempo, creemos que es muy importante, como ya lo mencionaban, quizás ni hoy, ni mañana, ni el próximo año, entrar en la discusión tributaria en la región. Ya es hora de que la región empiece a fortalecer su capacidad tributaria fortaleciendo, no solo la recaudación sino la progresividad de la estructura tributaria, y, además, reduciendo la evasión. Nuestros cálculos nos indican que, para el promedio de América Latina, la evasión equivale más o menos al 6,1% del PIB regional; los gastos tributarios los tenemos en torno a un 3,6 % del PIB regional y eso, unido a tasas tributarias bajas y regresivas, nos muestra tasas, más o menos promedio, del 23% del PIB de carga tributaria. Entonces, tenemos que avanzar para poder mantener políticas fiscales expansivas que ayuden a mitigar los costos de la pandemia y potenciar la recuperación económica y el fortalecimiento de una agenda de desarrollo más inclusiva y sostenible. Vamos a revisar políticas fiscales y el tema central va a ser empezar a discutir la estructura tributaria. Eso requiere también, por supuesto, la contrapartida de fortalecer la eficiencia, la efectividad de liquidar al gasto [Diapositiva 19].

Diapositiva 19

Política fiscal para reconstruir mejor

- Mayores esfuerzos fiscales para mitigar la pandemia con más financiamiento en condiciones favorables.
- Impulsar a la reactivación económica: evitar medidas de austeridad y promover estímulos fiscales.
- Reconstruir con igualdad: hacia Estados de bienestar.
- Nuevos pactos sociales y fiscales
- Fortalecer la progresividad y eficiencia de la recaudación: evasión (6,1% PIB); gastos tributarios (3,6% PIB); tasas tributarias bajas y regresivas (23% PIB)
- Fortalecer la eficiencia, efectividad y equidad del gasto



Para ir cerrando, las políticas monetarias. La mayoría de los países han seguido políticas que han sido muy expansivas e incluyen herramientas convencionales y no convencionales, lo cual nos parece importante. Entre las acciones que han tomado los bancos centrales para ayudar

a enfrentar la crisis y sentar las bases para la reactivación, se observan esfuerzos de asistencia a hogares y empresas, facilitación de crédito, y de acercar el financiamiento para las acciones fiscales. Hay países que están ajustando sus marcos institucionales para comprar y adquirir, desde los bancos centrales, deuda en los mercados, deuda fiscal, ya sea de emisión primaria o en los mercados secundarios, lo que nos parece muy importante. También ha habido un gran esfuerzo por apoyar a las instituciones financieras y deudores para evitar que, a la crisis actual, se sume una crisis crediticia. En ese sentido, la respuesta de los bancos centrales de la región ha sido muy efectiva, mitigando los efectos de la pandemia y apoyando la recuperación [Diapositiva 20].

La política monetaria es facilitada por una inflación históricamente baja y que tiende a seguir bajando

Diapositiva 20

La magnitud ha propiciado acciones de las autoridades monetarias que incluyen herramientas convencionales y no convencionales

- Acciones para atenuar los efectos de la crisis y sentar las bases para la reactivación.
 - Asistencia a hogares y empresas.
 - Facilitar el financiamiento de las acciones fiscales de los planes de respuesta.
 - Apoyo a instituciones financieras y deudores para evitar que a la crisis actual se sumen una crisis de liquidez y una crisis crediticia.
- Preservar la estabilidad macrofinanciera.



En ese contexto, como ya también se ha mencionado, se encuentra la lógica de preservar la estabilidad macrofinanciera. Esto ha estado apoyado y ayudado, por el hecho de que la región ha estado viviendo, ya hace mucho tiempo, una inflación históricamente baja y, este año, la inflación sigue bajando. Aquí se

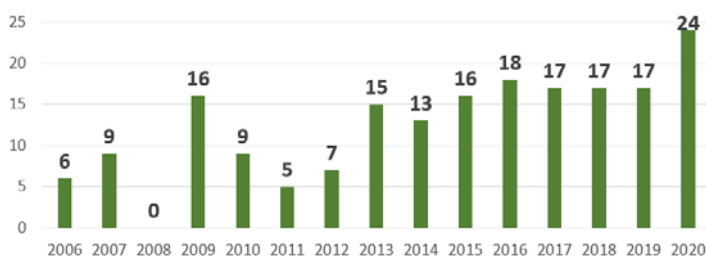
tiene un cuadro que muestra que 24 países de la región ya han tenido, en los últimos 12 meses, inflaciones inferiores al 3% en el 2020, cantidad que es mucho más alta que la que observamos en otros años, cuando teníamos 15 países o 16 países o 18 países;

y este 2020, tenemos 24 países de la región con tasas inferiores al 3% de inflación en los últimos dos meses, lo que ha permitido y le ha dado gran espacio a las políticas monetarias para que puedan ser expansivas, y aunque ya han hecho mucho esfuerzo por mitigar los efectos proveyendo liquidez en los mercados, es un factor muy importante [Diapositiva 21].

Diapositiva 21

La política monetaria es facilitada por una inflación históricamente baja y que tiende a seguir bajando

América Latina y el Caribe: número de países con tasas de variación del índice de precios al consumidor (IPC) en 12 meses inferiores al 3%, 2006-2020^a
(En número de países)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.



Diapositiva 22

Más cooperación internacional para ampliar el espacio fiscal y monetario con mayor financiamiento en condiciones favorables

- La cooperación financiera internacional MICs son fundamentales para enfrentar la pandemia y dar espacio financiero para construir sociedades más igualitarias y sostenibles.
- Ampliar las condiciones de liquidez.
 - Emisión de derechos especiales de giro (DEG) para aumentar la liquidez y ayudar a los países a enfrentar una disminución de sus reservas internacionales.
 - Transferencia de DEG de países superavitarios a países deficitarios.
 - Líneas especiales de crédito a bajos costos y mayores plazos.
- Compromiso de la comunidad internacional, en especial el G20, de capitalizar las instituciones multilaterales de crédito.
- Alivio de la deuda y su servicio a países altamente endeudados, con altos deficits y de renta media con alta carga de servicio de la deuda (Caribe y Centroamérica).
 - Apoyo financiero concesional para que los países del Caribe y de Centroamérica respondan a la crisis y enfrenten sus vulnerabilidades económicas y climáticas.



Y para cerrar, tenemos que la cooperación internacional va a jugar un papel central para ampliar el espacio fiscal y monetario en nuestros países. Por eso, tenemos que generar condiciones de financiamiento en mejores condiciones favorables. Creemos que la cooperación financiera internacional va a jugar, tiene que jugar, un papel central para apoyar el espacio fiscal de los países, y para dar espacio financiero también a los bancos centrales, y ahí creemos que hay que ampliar las condiciones de liquidez y la CEPAL ha estado abogando por el tema de la emisión de Derechos Especiales de Giro [DEG] por parte del Fondo Monetario Internacional. Pero no solo emitir, sino generar una transferencia de los DEG, de los países superavitarios a los países deficitarios. Hay varias propuestas de cómo generar mecanismos y vehículos financieros, para tratar de avanzar en estos temas y generar líneas especiales de crédito a bajo costo y mayores plazos, no solo por parte del Fondo Monetario Internacional, sino también por todas las instituciones financieras internacionales, los bancos de desarrollo, etc. El compromiso, también de la comunidad internacional, para capitalizar más a las instituciones multilaterales de crédito, nos parece esencial como una forma de apoyar los esfuerzos de los países de la región para mantener políticas fiscales y monetarias expansivas.

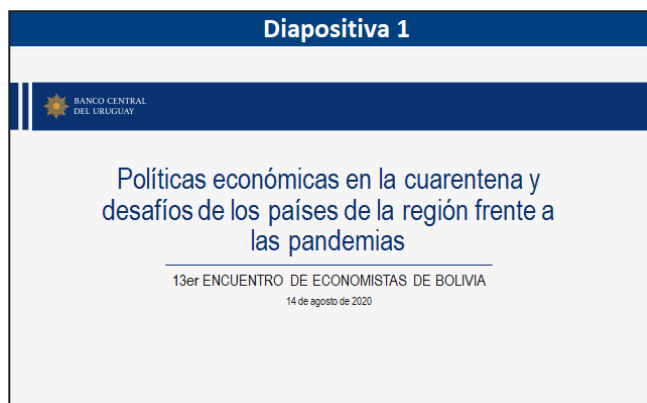
Y un tema que también nos parece esencial, en particular para los países del Caribe y Centroamérica, es avanzar hacia mecanismos de alivio de la deuda y del servicio de la deuda, a través de esquemas más sistémicos de la economía global, que permitan a los países negociar y reestructurar sus condiciones de deuda para poder avanzar en una política fiscal expansiva, en el tiempo, con una cierta sostenibilidad fiscal y una sostenibilidad de la deuda importantes [Diapositiva 22].

Fundamentalmente, eso es lo que les quería transmitir. Es cierto que la región enfrenta un gran desafío en la recuperación y en la reactivación económica como es la de empezar a generar un modelo de desarrollo más inclusivo y sostenible, y eso va a requerir una gran complementariedad entre las políticas macroeconómicas, sociales, productivas y, a nuestro juicio, un desafío de poder mantener, en el tiempo, políticas fiscales y monetarias expansivas, que den apoyo a las necesidades de construcción de un mejor estado de bienestar, protección de la estructura productiva, y aumento de la productividad que requiera la región. Muchas gracias.

SESIÓN PLENARIA

Diego Labat

Presidente del Banco Central del Uruguay



Buenos días, quiero empezar por agradecer a la organización y por la invitación a participar en este prestigioso evento que se desarrolla en medio de circunstancias que son realmente excepcionales, y en un mundo en el que nos hemos tenido que acostumbrar a una nueva realidad. No quiero centrar mi exposición en cuestiones muy particulares, pero sí contarles que en Uruguay

tenemos un gobierno que precisamente se inició el primero de marzo de este año. En particular, en mi caso, yo asumí como presidente del Banco Central el 4 de marzo: no habían pasado ni 10 días y ya estaba en el medio de la crisis sanitaria.

Efectos adversos de la pandemia

Aquello nos hizo mover muchas cosas y tuvimos que hacer el recálculo. Como sé que hay prestigiosos colegas que van a contar sobre sus países, yo voy a tratar de concentrar mi presentación en la experiencia de Uruguay y contarles, un poco, qué cosas hemos hecho. Por supuesto, ustedes conocen la pandemia que hemos tenido que enfrentar, es seguramente el evento macro global de mayor escala en la historia, quizás comparable con algunas guerras o crisis financieras. Esta emergencia sanitaria implica una combinación de un *shock* de demanda internacional que deriva en la caída de nuestros productos para socios comerciales en el mundo desarrollado, empezando por China, pero rápidamente expandiéndose para todo el globo, y de un *shock* de oferta global, derivado de los efectos de las restricciones de oferta sobre el funcionamiento de las cadenas comerciales y logísticas; un *shock* de oferta doméstico derivado de las restricciones impuestas por las autoridades en cada una de nuestras jurisdicciones y, además, el *shock* de demanda interna, derivada del efecto sobre los ingresos de los hogares y las firmas sobre el consumo y la inversión.

La región ha recibido este evento en condiciones muy variadas. Aún, abusando de los promedios, debiéramos decir que las condiciones eran aceptables hasta 2013. La región, aprovechando el *boom* de los *commodities* y de muy bajas tasas de interés a la salida de la crisis del 2008 - 2009, tuvo avances importantes en materia fiscal y monetaria, consolidando una situación de estabilidad sobre fundamentos fuertes. Como fuera repetidamente señalado desde organismos internacionales, el *tapering* y la caída de los precios de algunos *commodities*, redujeron estas tasas de crecimiento promedio con algunas notables excepciones y esas fortalezas construidas hasta 2013 empezaron a debilitarse poniendo sobre la mesa conflictos distributivos que fueron socavando la estabilidad política y económica de algunos países de la región. La pandemia nos encontró algo más debilitados, aunque, como ya dije, con varias asimetrías entre los distintos países.

¿Cómo está Uruguay? Si se quiere clasificar, no estaba en el peor grupo de la clase. Llegamos a la pandemia con un aumento marcado del déficit fiscal; en el último quinquenio, con una inflación cerca del 10% y crecimiento, básicamente, del 1% en los dos años. De todas formas, Uruguay llegó a la pandemia con grado inversor y, por ende, con acceso a financiamiento del mercado, con niveles bajos de pobreza, una relativa calma social, con niveles altos de reservas internacionales, con un sistema financiero resiliente y un razonable sistema de salud. Entonces, es un diferencial importante el que ha tenido esta crisis en Uruguay. Para mí, es importante resaltar que, en anteriores ocasiones, hubo crisis en Uruguay en 1982 y en 2002. Podría encontrar alguna otra anterior, en el tiempo, cuando el sistema financiero uruguayo entraba en crisis simultáneamente con la ocurrencia del *shock* de financiamiento externo. Pero, en este caso ha ocurrido todo lo contrario. El sistema financiero uruguayo, recientemente, ha estado con elevados niveles de capitalización, de liquidez, tiene una fuerte resiliencia con respecto al riesgo cambiario, que en otras ocasiones no era así, con lo cual el sistema ha sido parte de la solución y no parte del problema [Diapositiva 2].



Medidas asumidas en Uruguay

¿Cómo fue nuestra respuesta de política desde el Gobierno? Después, también me centraré, un poco, en la respuesta desde el Banco Central.

La respuesta de las autoridades uruguayas fue rápida. La ventaja que tuvo la región entera en este evento es que pudimos ver cómo progresaba la emergencia de salud en los focos iniciales y estábamos relativamente advertidos cuando el virus llegó al territorio. En cuanto se detectaron los primeros casos, el gobierno uruguayo puso en funcionamiento el Sistema Nacional de Emergencias y, en pocos días, el Presidente ya había cerrado aeropuertos, escuelas, espectáculos públicos y convocado a los ciudadanos de la República a quedarse en casa, en la medida de lo posible, poniendo en efecto las medidas de distanciamiento social, de

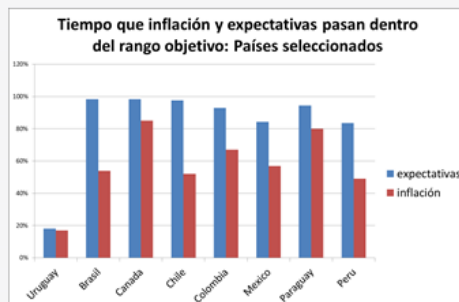
higiene, y activando el sistema de control epidemiológico. Uruguay, puede decirse, al día de hoy, avanzó rápidamente con una estrategia de uso responsable de la libertad individual. Ese ha sido un foco en esta medida, complementada con un uso crecientemente agresivo del testeo y el rastreo de contactos. Casi sin demora, el Poder Ejecutivo puso en marcha medidas para apoyar a los mecanismos ya existentes de apoyo cíclico a empresas, con la extensión del seguro de paro, seguro de desempleo, la creación de un seguro de desempleo parcial, la creación de un fondo de garantías para apoyo a pequeñas y medianas empresas.



Y en este entorno de medidas gubernamentales, las principales preocupaciones que teníamos en el Banco Central, se orientaban a los efectos que las medidas sanitarias podrían tener sobre empresas y el empleo. El cierre de mercados y empresas representaba un riesgo de corte en la cadena de pagos que necesitaba ser atacado en forma decisiva. Las incertidumbres eran muy altas y nuestra respuesta, entonces, se centró en lo inmediato, en asegurar el flujo de liquidez a las empresas a través del sistema financiero. Para ello, y aprovechando el número limitado de agentes que tiene el sistema uruguayo -ser chicos a veces es bueno-, establecimos una línea permanente de comunicación con la industria financiera, a efectos de anticipar los cuellos de botella para el flujo de financiamiento. Así, pudimos identificar que nuestra respuesta inmediata tenía que darse en cuatro frentes.

Diapositiva 4

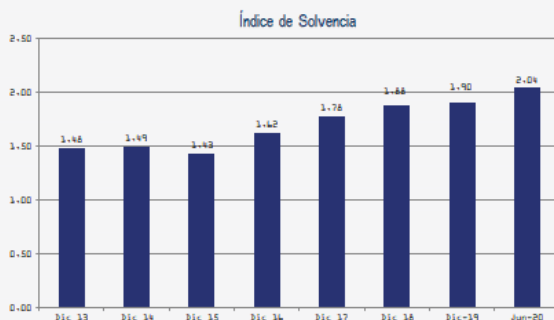
◀ Uruguay ha tenido mínima credibilidad en control de inflación y expectativa



BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

Diapositiva 5

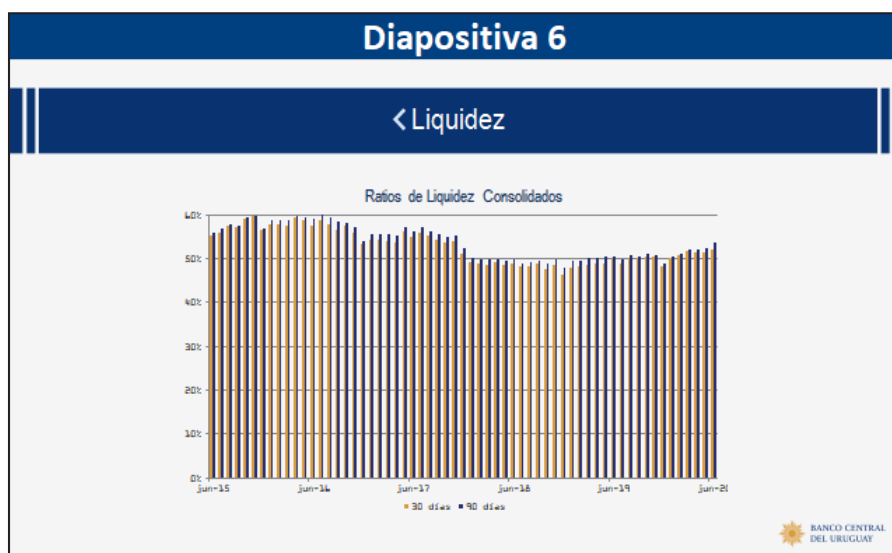
◀ Solvencia



BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

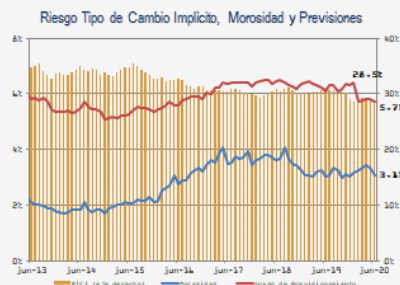
El primer frente y el más importante, fue poner la política monetaria en fase expansiva [Diapositiva 3]: En el caso de Uruguay, debe tomarse en consideración el elevado nivel de partida, tanto de la inflación como de las expectativas, pues como comenté, la inflación se acercaba al 10% y con un rango de expectativas entre 3% y 7%. Es decir, era una inflación que estaba por encima del rango y con expectativas también desalineadas por encima del rango [Diapositiva 4]. Allí estaba buena parte del desafío. Teníamos que dar liquidez [Diapositivas 5 y 6], pero evitando que las expectativas de inflación se alejaran aún más del rango objetivo de la política monetaria. Así, el mensaje del Banco Central comenzó a usar un anuncio mixto sobre la política monetaria, señalando que, en la emergencia sanitaria, la prioridad iba a ser

la provisión de liquidez, pero enfatizando que, en el largo plazo, el Banco Central buscaría un objetivo de inflación, aún más ambicioso, que estuviera de 3% a 7%, que era el que teníamos vigente en ese momento y que está vigente todavía en la actualidad. Si bien no se dijo con esas palabras, se anunciaba un camino ascendente de las tasas de interés que mostraría una faceta contractiva, una vez superada la emergencia sanitaria. Como resultado de la flexibilización del manejo de agregados, vimos, paso a paso, la flexibilización de las tasas de interés reales. Estas se volvieron muy negativas y así se mantienen en la actualidad. La inflación aumentó en el corto plazo, sobre todo como resultado de la corrección del tipo de cambio [Diapositiva 7], pues se observó en la región una depreciación importante que, luego, en estos dos últimos meses, comenzó un camino descendente. Según nuestras proyecciones, este va a continuar en lo que queda del año. Las expectativas de inflación, por su parte (para el Banco Central, esto es esencial en nuestra estrategia de política monetaria) no aumentaron en el corto plazo, lo cual, para nosotros, es realmente un éxito como autoridades recién incorporadas, pues era central sostener ese nivel de expectativas que, si bien todavía está fuera del rango, estamos actuando para que comiencen a alinearse al rango meta de inflación.



Diapositiva 7

< Riesgo de Tipo de Cambio Implícito, Morosidad y Previsiones



BANCO CENTRAL
DEL URUGUAY

Diapositiva 8

Expectativas de inflación a 12 y 24 meses



BANCO CENTRAL
DEL URUGUAY

Partimos justamente con un primer acto de política expansiva cuando justamente lo que queríamos era anclar expectativas [Diapositiva 8]. Por eso es que resalto este resultado, pues es un verdadero éxito no haber desanclado estas expectativas.

El segundo eje de actuación fue el prudencial: La regulación del riesgo de crédito establece que el atraso en el pago de créditos, ustedes ya saben, es causante de reclasificación crediticia, con la cual, si una empresa no puede pagar o no puede cumplir con sus pagos, tiene menos posibilidades luego de ser sujeto de crédito. Una de las primeras medidas que se pusieron en práctica desde la Superintendencia de Servicios Financieros que, en Uruguay, es parte del Banco Central, fue permitir que los bancos extendieran los plazos de los créditos vigentes al sector privado por 180 días. Esta medida surgió de las conversaciones con la industria como una de las prioridades para que los bancos pudieran mantener el flujo de créditos hacia las empresas

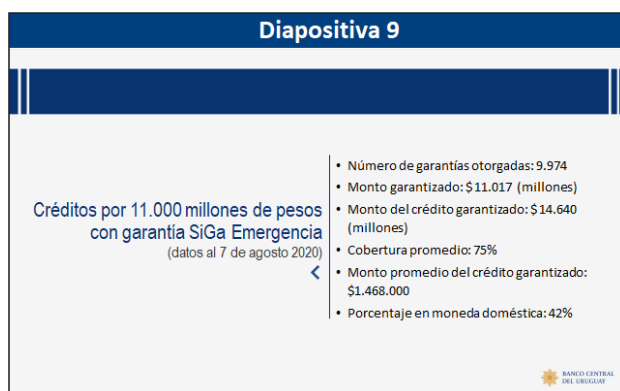
y hacer uso del nuevo sistema de garantías que el Poder Ejecutivo estaba implementando. Este es un sistema que se llama SiGa, que ya existía, pero que tenía muy poco volumen y realmente ha tenido mucho éxito. La agencia ha tenido mucho éxito, en esta pandemia, en asegurar el crédito, fundamentalmente, a pequeñas y medianas empresas [Diapositiva 9]. El crédito, en Uruguay, es bajo y a plazos cortos, con lo cual

tampoco podíamos esperar grandes usos de esa facilidad. Pero, realmente, hubieron más de 10.000 operaciones, cifras entorno al 3% de aumento del crédito que usaron este tipo de garantías y que permitieron sostener el crédito. Para nosotros, esta también fue una buena noticia. En este frente de crédito fuimos también tomando algunas medidas menores, en las que no me voy a detener, pero que ayudaron al funcionamiento del sistema financiero y del sistema de pagos. El sistema financiero, salvo algún caso excepcional, en algún centro comercial, estuvo durante todos los días en estos 5 meses que llevamos de pandemia, abrió todos los días y prestó servicios todos los días.

El tercer frente estuvo en liberar recursos a los bancos para dar crédito nuevo: En este sentido, el Banco Central del Uruguay aprobó una rebaja de encajes con la particularidad de que esta estaba condicionada a la generación del crédito nuevo. Se permitió a los bancos cumplir sus requisitos de encaje por el aumento de crédito en moneda nacional que se diera respecto al *stock* que estaba vigente a fines de febrero. Esta facilidad se podía utilizar hasta junio; todos los créditos resultantes iban a operar para rebajar el encaje durante un año. Esta medida, en junio, no la renovamos porque entendimos que ya no era necesario, pero al haber sido directamente orientada a generar crédito nuevo, tuvo un efecto de 10 puntos en los requerimientos de encaje, 10 puntos de los depósitos. Con ello, entendemos que esa liberación de recursos fue muy interesante. Los bancos la usaron bastante, algunos en forma completa usaron toda la facilidad, con lo cual también entendemos que esa ha sido una estrategia exitosa dentro de estas medidas.

Y, por último, el cuarto frente estuvo en mantener al Banco Central y al sistema de pagos funcionando en la emergencia: Como el resto del sector público y buena parte del sector privado, el Banco Central pasó, en tres días, a funcionar en teletrabajo, con los mercados abiertos, mercados de valores, mercados de cambio, todos funcionando en forma electrónica y con los operadores tele-trabajando. Consideramos que esta modalidad está puesta a punto. Los planes de continuidad funcionaron y realmente creo que el Banco Central pasó con buena nota en esta emergencia.

Digo, sin falsas modestias, acerca de cómo podemos valorar esta situación, acerca de la *performance* de Uruguay, que hasta ahora hemos ido bien. Uno no debe bajar la guardia. Como siempre tiene que mantenerse atento, pero estamos muy conformes con la estrategia general del



país. La crisis sanitaria se ha logrado controlar. Luego del brote inicial, han surgido 7 a 8 rebrotes que, por suerte, han podido ser controlados, sobre todo con una muy buena *performance* de testeo y rastreo y eso nos ha permitido una reapertura gradual de la economía, sin prisa, pero sin pausa. Esto nos permite tener una visión que, para nosotros, es muy oficiosa acerca de cómo ir hacia la normalización.

Comentarios finales

Siempre hemos tenido la premisa que, a pesar de que uno esté muy agobiado por la pandemia, nunca dejar de pensar en el día después, es decir, en lo que viene. Nosotros seguimos monitoreando la situación. Tenemos algunas medidas en carpeta que implementaremos en la medida que entendamos que se las necesite, pero no vamos a actuar sino se necesitan. Por ello, es el monitoreo constante, como decía.

También hay mucho diálogo con la industria y con todos los agentes del sistema. Creo que eso ha sido clave: tener el oído abierto, escuchar todos los planteos y, a partir de ello, construir las soluciones.

Para ir cerrando esta ponencia, dejo algunos pensamientos de lo que nos deja esta pandemia, de cómo ir hacia el día después y, como decía, por más que estemos agobiados con los problemas del día a día no tenemos que dejar de pensar en las soluciones. Esta emergencia, que seguramente todos vamos a superar, nos va a dejar una serie de legados. Para empezar, nos va a dejar un legado social con un impacto sobre diversos sectores de la sociedad, los cuales van a tener dificultades y, aunque eso no entra dentro de la materia del Banco Central, es un tema que nos va a dejar cambios importantes. Vamos a tener un legado tecnológico y con cambios muy claros en las formas de producción, comercialización y consumo. Habrá un legado de reestructuración de empresas, y esta pandemia ha acelerado el ciclo de vida de muchas pues, para ellas, han sido oportunidades que les ha permitido acelerar proyectos; otras deberán adaptarse y modificar rápidamente; algunas podrán saltar ese obstáculo y otras tendrán dificultades para saltarlo. Habrá un legado fiscal, porque si la región ya tenía desafíos en esta materia antes de la pandemia, los esfuerzos y asistencia que cada uno de los países ha realizado y los efectos de ciclo económico van a hacer que esos desafíos fiscales sean mucho más importantes. Por eso, también es importante estar muy atento ahí. En particular, en el caso de Uruguay, tenemos una necesidad imperiosa de lograr una estabilidad monetaria que sea consistente con el crecimiento de largo plazo de nuestra economía. Ese es el foco y el centro al que estaba puesta nuestra atención en marzo, al inicio del gobierno y al inicio de este mandato. De nuevo, sin prisa pero sin pausa, va a ser nuestro centro y nuestro foco en los próximos meses. No quiero reiterar todos los desafíos que vienen, pero creo que la región tiene un gran equipo. Vamos a ser muy optimistas, vamos a estar a la altura de los desafíos que se nos vienen y, por acá, los voy a ir dejando. Lo bueno, si es breve, es doblemente bueno, así que cedo la palabra a los colegas que siguen a esta presentación. Quedo, nuevamente, agradecido por esta invitación y a las órdenes de ustedes. Muchas gracias.

SESIÓN PLENARIA

Juan José Echavarría Soto

Gerente del Banco de la República de Colombia



Muy buenos días. En primer lugar, quiero agradecer a los organizadores del evento, al Banco Central de Bolivia, por su invitación. Es un placer estar con colegas de otros bancos centrales de la región.

Comienzo, entonces, hablando de los temas de Colombia. Los temas que voy a tratar son cuatro. Voy a hablar: del contexto internacional en el que nos movemos, que tiene que ver con lo que también van a presentar mis otros colegas de

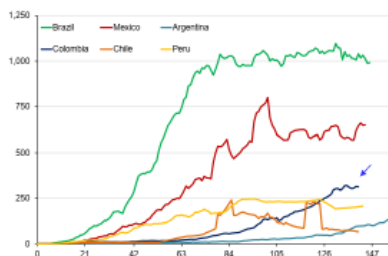
la región, haciendo más énfasis en la coyuntura de Colombia; las medidas adoptadas por el Banco de la República; su impacto; y lo que estamos esperando, sobre todo nuestro equipo técnico, en temas de crecimiento, inflación y cuenta corriente.

Comencemos con el contexto internacional y, por supuesto, lo primero es el choque del virus [Diapositiva 2]. En resumen, Colombia ha adoptado, al igual que Argentina, medidas muy agresivas de cuarentena. Las buenas noticias consisten en que hemos ahorrado muertes y hemos ahorrado casos de virus, y eso se ve. La mala noticia es que Colombia no ha alcanzado el pico como lo han alcanzado otros países como Brasil, México, Chile y Perú. En Argentina y Colombia, seguimos creciendo en el número de casos diarios. Como dicen los economistas, no hay almuerzo gratis. Todo va a depender mucho de la duración de estos eventos, de los rebrotes que tengamos, de cuándo descubramos vacunas, de cómo son las características de la pandemia, etc. Entonces, en acumulado, Colombia todavía está bajo en número de casos y en número de muertos, pero esa diferencia disminuye día a día, y en los últimos días, ya tenemos niveles parecidos a los de otros países, incluso en los acumulados. De manera que este es el debate que hay en toda la región: qué tanto mantener cuarentenas muy fuertes y qué tanto liberalizar [Diapositiva 3]. Y repito, la estrategia colombiana y argentina ha sido la de establecer una cuarentena muy fuerte. Hemos ahorrado muertos y hemos ahorrado casos, pero no hemos alcanzado los picos como los han alcanzado otros países de la región.

Diapositiva 2

El choque del Coronavirus

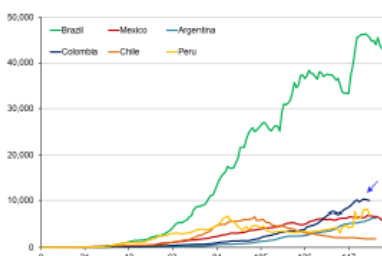
Casos nuevos por día



Fuente: Latin American Consensus Forecast. Promedio móvil de siete días de nuevos casos (eje vertical) por número de días (eje horizontal) desde que se notificó el primer caso.

4

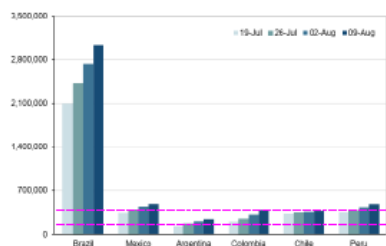
Muertes nuevas por día



Diapositiva 3

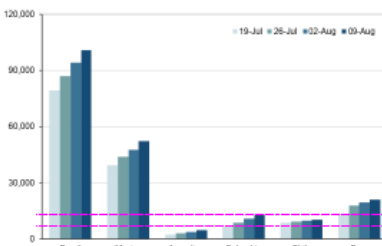
El choque del Coronavirus

Casos (acumulados)



Fuente: Latin American Consensus Forecast

Muertes (acumuladas)

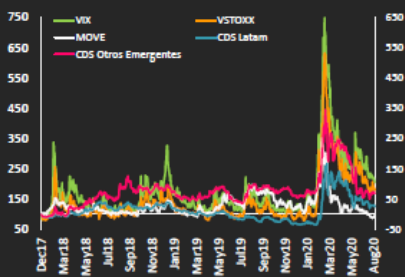


5

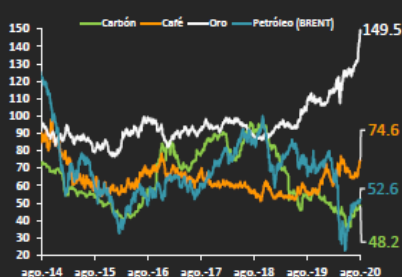
Diapositiva 4

Indicadores financieros y precio del petróleo y del carbón

Percepción de Riesgo Internacional



Precios de bienes exportados (nov 2010=100)



Fuente: Riesgo: Bloomberg. Datos: Diciembre de 2017. En el eje derecho se grafican los cambios (p.p.) de los CDS. Datos a 6 de agosto de 2020. Precios de bienes exportados: Bloomberg

7

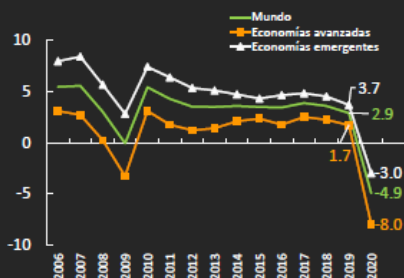
Luego, hemos tenido otros choques:

- Un deterioro de los indicadores financieros internacionales [Diapositiva 4].
- Un deterioro de los precios de *commodities* particulares de Colombia: petróleo y carbón. Como ustedes saben, el precio del petróleo ha caído bastante, más que el de otros *commodities* [Diapositiva 4].
- Un deterioro en el crecimiento de nuestros socios comerciales [Diapositiva 5].
- Una caída en las remesas internacionales. Colombia, México y Centroamérica tienen indicadores altos en la importancia de esas remesas, más altos que otros países [Diapositiva 6].

Diapositiva 5

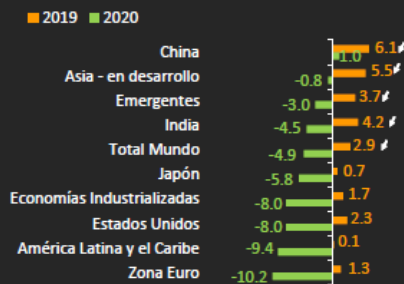
Crecimiento (%) del PIB en diferentes regiones

La economía mundial se ha desacelerado
PIB Mundial (crecimiento anual, porcentaje)



Fuente: IMF, World Economic Outlook (WEO), Abril de 2020.

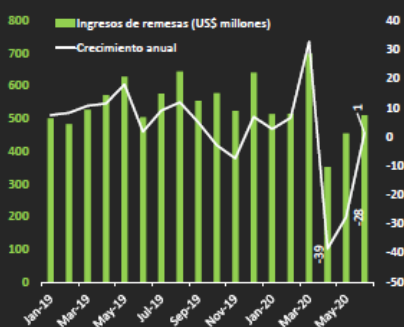
PIB en diferentes regiones
(variación porcentual anual)



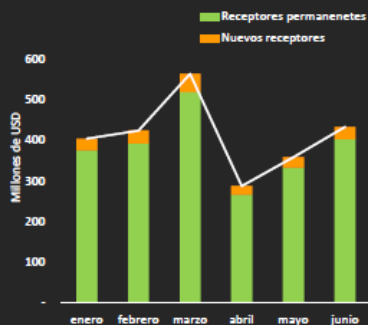
8

Diapositiva 6

Remesas

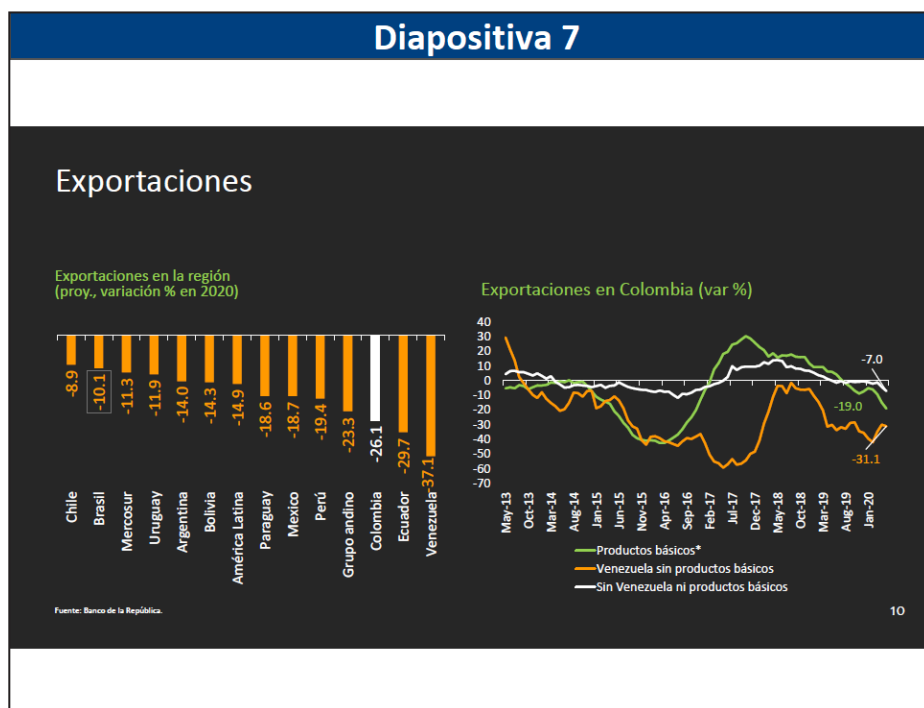


Fuente: Banco de la República



9

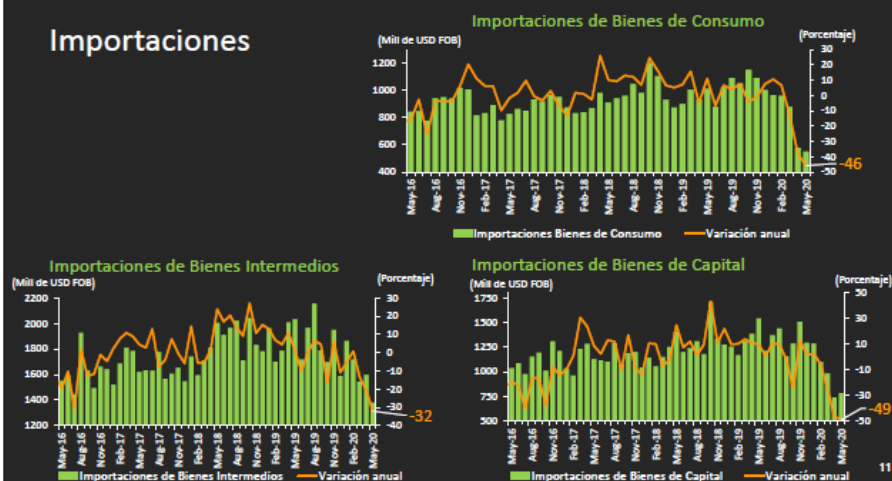
- Tenemos menos importancia del turismo. El turismo estaba creciendo de manera importante después de la firma del acuerdo de paz en el país, pero todavía no tenía las magnitudes, para nada parecidas, de México, Perú u otros países de la región.
- Y también hemos vivido una fuerte caída en exportaciones e importaciones. En exportaciones, por supuesto, hemos tenido una caída mucho más fuerte que otros países, precisamente porque dependemos del petróleo y del carbón [Diapositiva 7]. Los estimativos de esas exportaciones son que Colombia, Ecuador y Venezuela van a tener una caída más fuerte que el resto, durante este año. En parte, se deberá a esa dependencia del petróleo y del carbón. Pero tampoco es que se estén comportando bien las exportaciones de manufacturas ni las de agricultura, por razones obvias. Y las importaciones, que venían creciendo a tasas muy altas hasta hace unos meses, hasta marzo, ya están cayendo de forma marcada. Las importaciones de bienes de consumo están cayendo al 46%, las de bienes intermedios al 32%, y las de bienes de capital al 49% [Diapositiva 8]. Claro, esto está relacionado exactamente con el comportamiento de la economía.



El segundo tema que quiero tratar, son las medidas adoptadas por el Banco Central. Nuestros objetivos son similares a los de otros bancos centrales de la región: garantizar el funcionamiento del sistema de pagos, tratar que el crédito fluya, estabilizar mercados financieros, reactivar, en la medida de lo posible, la economía. Y ¿qué hemos hecho? Hemos reducido tasas de interés, hemos otorgado liquidez adicional al sistema en pesos y hemos otorgado liquidez adicional al sistema en dólares. Permítanme hablar de cada uno de esos temas a su turno.

Diapositiva 8

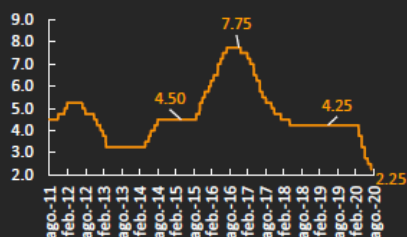
Importaciones



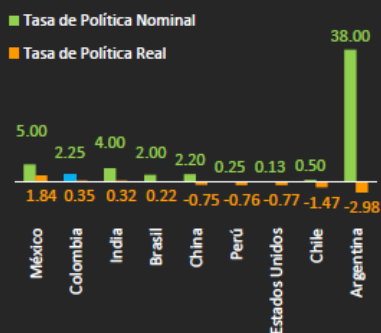
Diapositiva 9

Tasa de interés

Tasa de intervención (%)



Tasa nominal y real en distintos países (%)



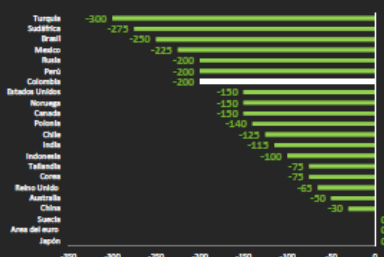
15

El banco ha reducido las tasas de interés en 200 puntos básicos, desde que comenzamos esas reducciones en febrero. Y ya tenemos una tasa de interés real cercana a cero [Diapositiva 9]. Todavía no estamos como otros países avanzados ni como Chile ni como Perú, con tasas nominales cercanas a cero. Todavía estamos en 2,25%. Hay otros países que tienen tasas nominales más altas como México, pero tenemos margen para seguir bajando si quisiéramos hacerlo. En esencia, hemos bajado tasas de manera relativamente similar a otros países. Aunque, por ejemplo, México ha avanzado un poco más, Brasil ha reducido un poco más, y nuestra reducción de 200 puntos es parecida a la del Perú e incluso superior, en ese periodo, a la de otros países como Chile. Colombia comenzó tarde a bajar tasas y hemos continuado bajando. Nuestra reducción acumulada es parecida a la de otros países, pero lo hicimos más tarde. Quizás en parte por las medidas ante la pandemia. Como dije, Colombia adoptó una cuarentena muy fuerte y, en ese momento, no tenía mucho sentido reducir tasas cuando la gente estaba en su casa. A medida que se ha ido liberalizando el manejo de la pandemia, hemos ido reduciendo tasas. Y lo otro es que los analistas esperan una reducción más, hasta del 2%. Vamos a ver, eso va a depender mucho del voto de los miembros de la Junta [Diapositiva 10].

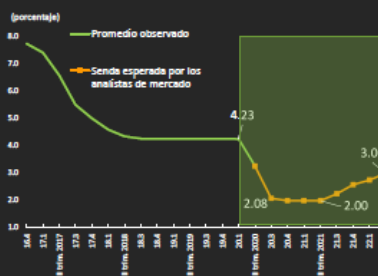
Diapositiva 10

Tasas de interés (variación y expectativas)

Cambio tasas de política (enero - último dato) (pb)

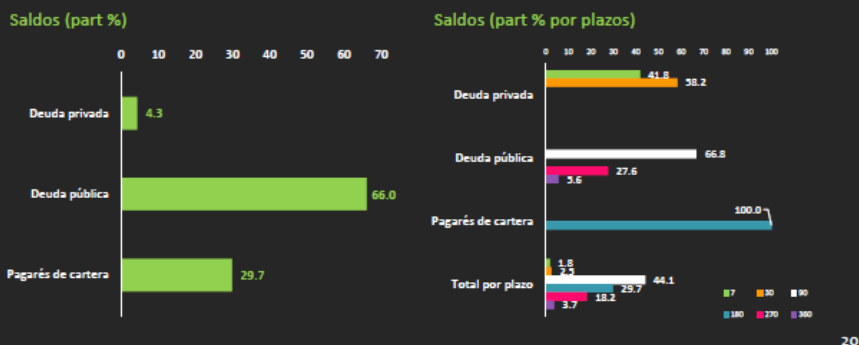


Tasa de política esperada por los analistas



Diapositiva 11

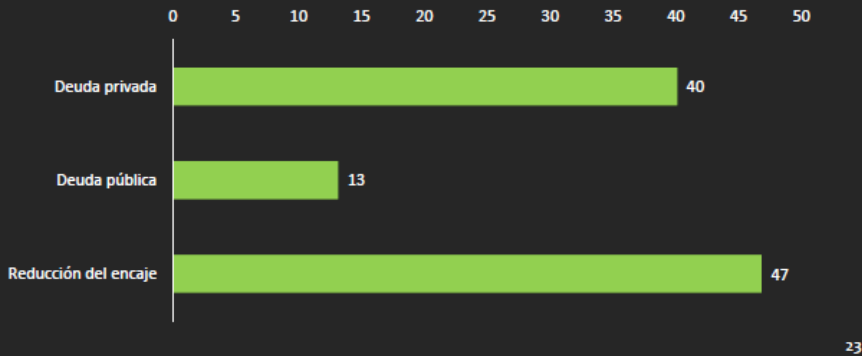
Liquidez transitoria en \$ (repos)



También, hemos provisto masivamente de liquidez a la economía. En resumen, hemos irrigado unos 40 billones de pesos adicionales, entre todas nuestras medidas de liquidez. Eso es, más o menos, el 3,7% del PIB. En esencia, pues, hemos hecho algo parecido a los demás bancos centrales. En materia de repo, hemos ampliado los plazos de las contrapartes y los títulos admisibles [Diapositiva 11]; hemos comprado títulos públicos y privados por 11,5 billones de pesos; hemos reducido el encaje de 7% a 5%. En Colombia, ese era un número relativamente alto, comparado con otros países, pero redujimos el encaje de forma significativa, lo que significa que hemos dado liquidez permanente a la economía, de forma continua, sobre todo por la reducción del encaje y la reducción de las compras de deuda privada [Diapositiva 12]. Eso es lo grande que hemos hecho.

Diapositiva 12

Liquidez Adicional Permanente (part %)



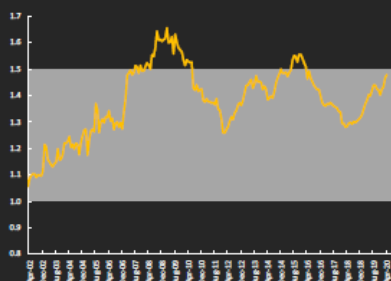
Y, finalmente, hemos dado liquidez en dólares, hemos vendido dólares *forward* y hemos vendido y ampliado los *swaps*. Sobre todo, hemos ampliado reservas internacionales que es lo que hace el Banco. Hemos comprado un seguro mayor en estos tiempos difíciles. Logramos renovar un crédito flexible con el Fondo Monetario Internacional por USD10.800 millones. Compramos dólares al gobierno y, además, la FED¹, como a otros países de América Latina, nos incluyó en lo que se llama el mecanismo FIMA (*repurchase agreement facility for foreign and International monetary authorities*), un mecanismo repo de corto plazo contra títulos públicos. Las reservas internacionales de Colombia no son tan altas como las de Perú, pero cuando se comparan, por ejemplo, con el nivel adecuado que estima el Fondo Monetario Internacional en su modelo AR, son ligeramente superiores a las de Brasil, Chile o México. Esto depende de los diferentes indicadores. En resumen, hemos comprado reservas, tenemos un mayor seguro contra eventualidades internacionales [Diapositiva 13].

¹ Banco de la Reserva Federal de Estados Unidos.

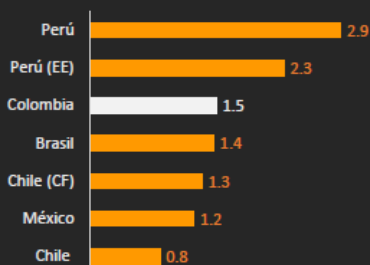
Diapositiva 13

Reservas internacionales (cercasas a US\$ 56 mil millones)

Reservas netas / Nivel adecuado (ARA - FMI)



Reservas netas / Nivel adecuado (ARA - FMI)

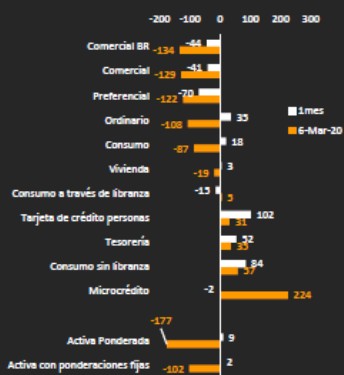


27

Diapositiva 14

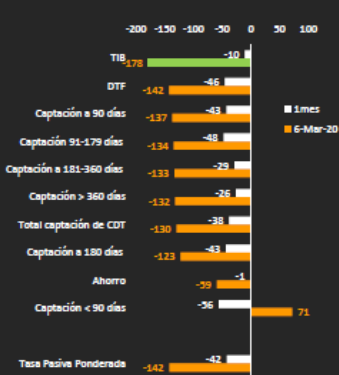
Transmisión de tasas de interés

Tasas activas (variación, puntos)



Fuente: Banco de la República

Tasas pasivas (variación, puntos)

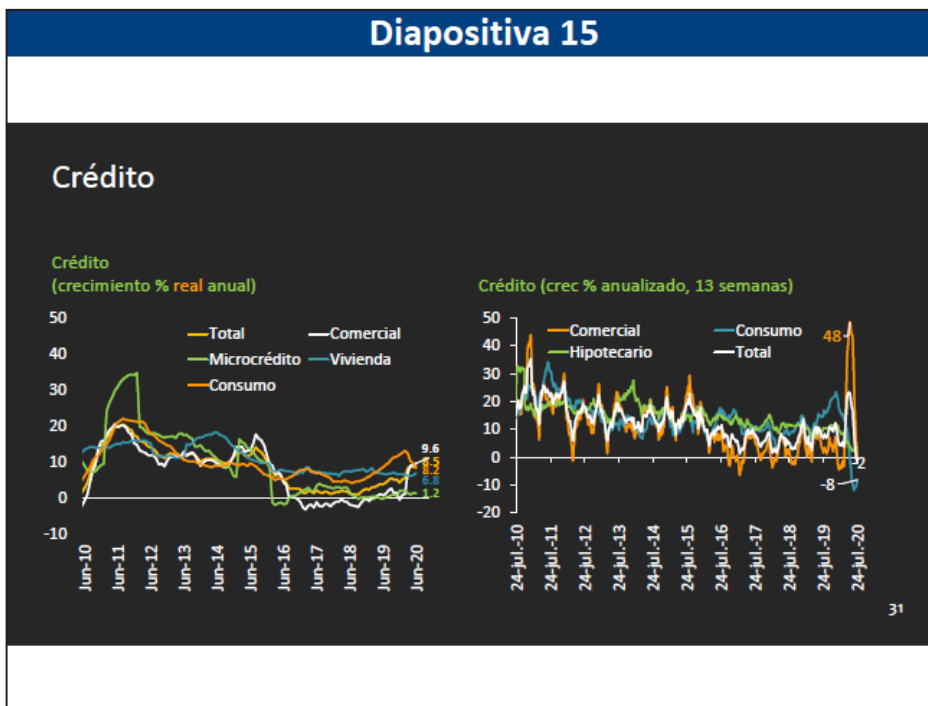


29

¿Qué impacto se ha tenido? En primer lugar, las tasas de interés se han transmitido. Digamos, hemos bajado unos 200 puntos básicos y las tasas activas, depende de cómo se ponderen, han bajado unos 177 puntos, o unos 100 puntos, si se tienen constantes o no los ponderadores. Muchas de las tasas han bajado en números parecidos a los de nuestra rebaja de 200 puntos. Y también se han reducido las tasas pasivas a los bancos, el costo de adquirir dinero para los bancos, más o menos en niveles parecidos a los que mencionaba anteriormente [Diapositiva 14].

Por supuesto, el segundo impacto es que los activos del Banco Central han aumentado un 25% en este periodo. Y el efectivo, los pasivos sujetos a encaje, y el M3 han crecido en forma marcada. El efectivo ha crecido en 32% durante este año. Los pasivos sujetos a encaje, el encaje de los bancos privados en el Banco Central, ha crecido en 15%. Y el M3 crece en 18%, algo que también ha estado ocurriendo en el resto de la región.

El crédito, cuando uno mira periodos amplios, está creciendo en cifras parecidas al 6% o 7% en términos reales, pero en el margen ya no se ven esos resultados. Ya el crédito comercial y el crédito de consumo se han venido desacelerando en forma marcada. Hace un mes, o mes y medio, las firmas requirieron mucho crédito y los bancos se lo otorgaron. El crédito creció en el margen, hace un mes o mes y medio, pero eso ha ido cambiando y los consumidores están demandando menos crédito. Por lo tanto, el crédito de consumo también está cayendo, incluso el nominal [Diapositiva 15].

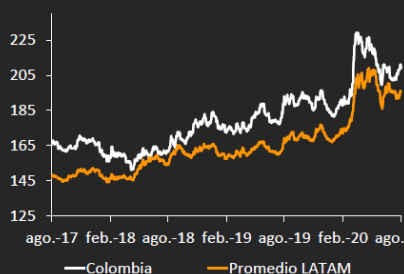


La tasa de cambio se depreció fuertemente, más que en el resto de la región, pero hace mes o mes y medio, se ha venido revaluando también más que en el resto de la región, de manera que nuestro nivel se ha movido mucho con el precio de petróleo [Diapositiva 16]. Como ustedes saben, Colombia flota. No hemos intervenido en los mercados, aunque hemos otorgado mayores *swaps* y coberturas. En general, hemos flotado. Y los *swaps*, en el mundo entero, pues también han venido bajando recientemente, se elevaron muchísimo hace algunos últimos meses. Esa ha sido, también, una experiencia común en el resto de la región. No tenemos los niveles de *credit default swaps* de Chile y Perú, pero sí estamos muy cerca de México y por debajo de Brasil, algo que ustedes conocen. El precio de la deuda privada y pública, que es un indicador de la liquidez que otorgamos, también se ha recuperado. El peso de la deuda privada y pública cayó mucho en el mes de marzo, precisamente por esta volatilidad e incertidumbre que se vivió en esos meses, pero se ha recuperado, en parte, por nuestras medidas y porque la volatilidad internacional se ha reducido [Diapositiva 17].

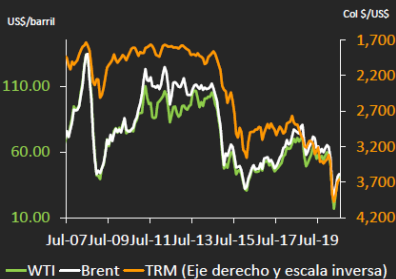
Diapositiva 16

Tasa de cambio nominal y precio del petróleo

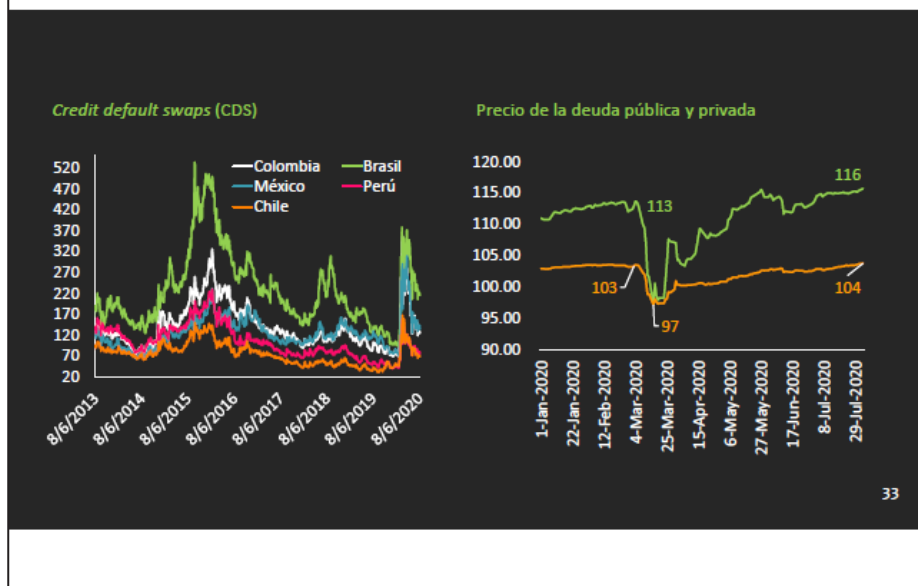
Tasa de cambio nominal
(14 de Septiembre de 2010=100)



Tasa de cambio nominal y precio del petróleo
(Dólares por barril)



Diapositiva 17



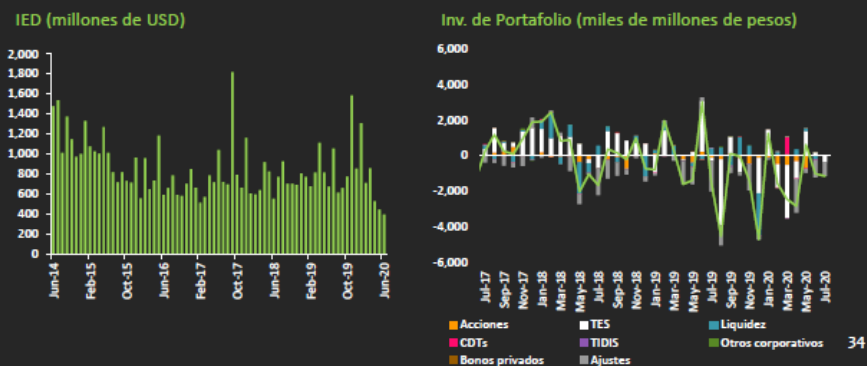
33

Nosotros no hacemos *quantitative easing* en el sentido de *target* de una tasa de 10 años o la curva de rendimiento. Lo que hacemos es un *inflation targeting* tradicional, donde tenemos un instrumento que es la tasa de interés. Tratamos de que la tasa de interés IBR, que así llamamos en Colombia a la tasa interbancaria, un día coincida con la nuestra. No tratamos de tener un *target*. Y, simplemente, cuando el precio de la deuda pública y la deuda privada cayeron muy fuertemente, hace mes o mes y medio, por la volatilidad que se vivió y por el pánico en ciertas bolsas de los mercados financieros, otorgamos liquidez adicional.

¿Qué ha pasado con la financiación de nuestra cuenta corriente que es amplia? Básicamente, la inversión extranjera directa sigue llegando al país, pero ha caído fuertemente. Tuvimos salidas muy fuertes de portafolio, en el mes de marzo y comienzos de abril, pero eso se ha moderado [Diapositiva 18]. Las variables financieras se han moderado, en parte, por nuestras medidas y porque a nivel internacional también se ha presentado esa moderación.

Diapositiva 18

Inversión Extranjera Directa (IED) y Flujos de Portafolio



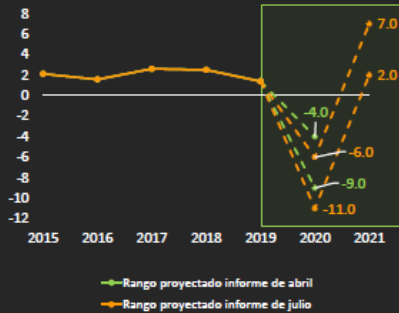
Permítanme usar mis cinco minutos adicionales para hablar de los pronósticos sobre la economía colombiana y cómo estos se comparan con otros países de América Latina. Estos son pronósticos del equipo técnico del Banco no necesariamente compartidos por el *Board*. Son un insumo central para las decisiones de la Junta. Primero, retomo los supuestos y, luego, los pronósticos del equipo técnico.

Sobre nuestros socios comerciales, nuestro equipo técnico cambió a la baja los pronósticos y ahora está hablando de una caída entre -6% y -11% para finales del 2020, con un precio trimestral del petróleo que tuvo su nivel más bajo en marzo del 2020 con USD33 por barril. Esperamos una recuperación paulatina en los próximos trimestres, con precios del barril de USD41 llegando hasta USD55. Son precios mucho más bajos que en el pasado, pero que de alguna forma generarían una relativa recuperación frente a los niveles más bajos que vimos [Diapositivas 19 y 20].

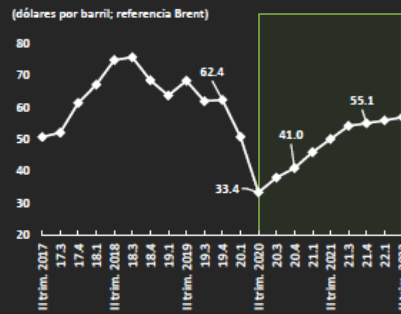
Diapositiva 19

Crecimiento de los socios comerciales y precio del petróleo

Socios Comerciales (crec % anual del PIB)



Precio trimestral del petróleo

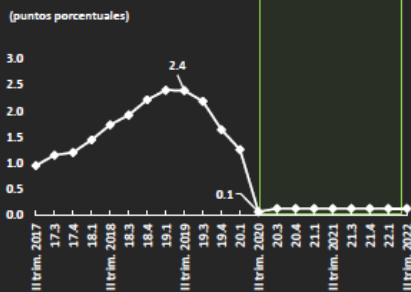


37

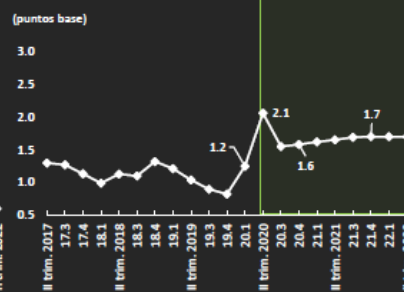
Diapositiva 20

Tasa de interés de la Fed y prima de riesgo (CDS)

Tasa de interés de la Fed



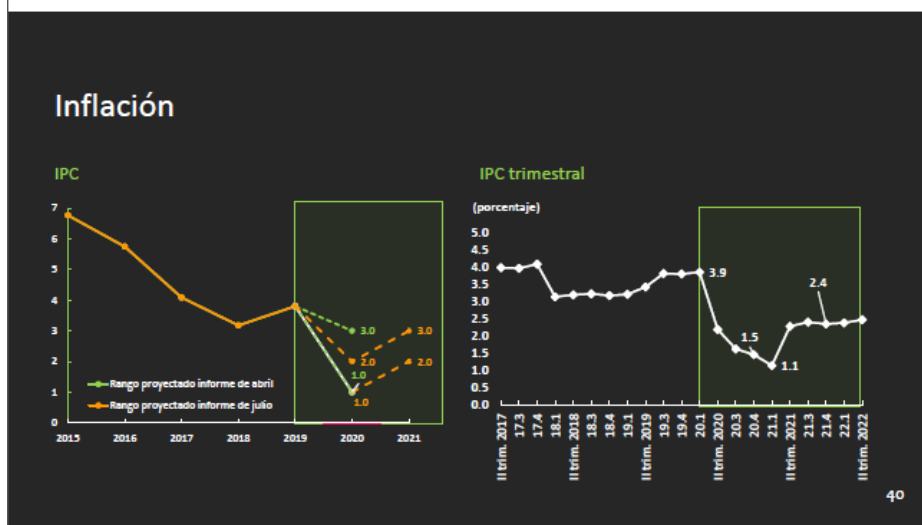
Prima de riesgo de Colombia (CDS)



38

¿Qué estamos esperando en materia de inflación? Un nivel puntual, para fin de año, de 1,5%. Como ustedes saben, Colombia tiene un régimen de inflación objetivo, con una meta de mediano plazo de 3%, así que 1,5% estaría muy por debajo de ese supuesto. Eso tiene que ver con la desaceleración de la economía, pero no en todos los países está ocurriendo aquello. Hay países en los que la devaluación de la tasa de cambio y otros factores han llevado, incluso, a mayor inflación. Pero el caso más común es la reducción de la inflación [Diapositiva 21]. Ese 1,5% está muy por debajo del 3% y eso nos ha permitido reducir tasas. Estamos esperando cerrar el crecimiento de la inflación en 1,5% con una recuperación paulatina en los próximos trimestres y con un comportamiento “favorable” de regulados y de alimentos que también está cayendo de forma marcada. Pero esperamos que, en el 2021, estos precios se recuperen y volvamos a niveles de inflación cercanos a 2,5% que, de todas formas, estarían por debajo del 3% que es nuestra meta de mediano plazo [Diapositiva 22].

Diapositiva 21



En cuanto al PIB, el equipo técnico está esperando una caída que podría oscilar entre -6% y -10% para este año, y una relativa recuperación rápida, el año entrante. Entre -6% y -10% con un promedio de -8,5%, ya es una caída fuerte. De todas maneras, el FMI ha pronosticado una caída de -9%. O sea que esta cifra, para Colombia, no sería tan mala en términos comparativos. Pero por supuesto, una caída de 8,5% es la peor de la historia del país, como seguramente estará ocurriendo en todos nuestros países. Para el año entrante, se está esperando una recuperación, un crecimiento de 4,1%. Ojalá ocurra. Como ustedes saben, va a depender mucho, por supuesto, de las características de la pandemia, de que tengamos o no rebrote, de que surja o no una vacuna. 4,1% sería un número favorable para cerrar el año 2021. Pero lo más certero es la caída de 8,5% de este año, una caída violenta [Diapositiva 23].

Diapositiva 22

Alimentos y regulados



Diapositiva 23

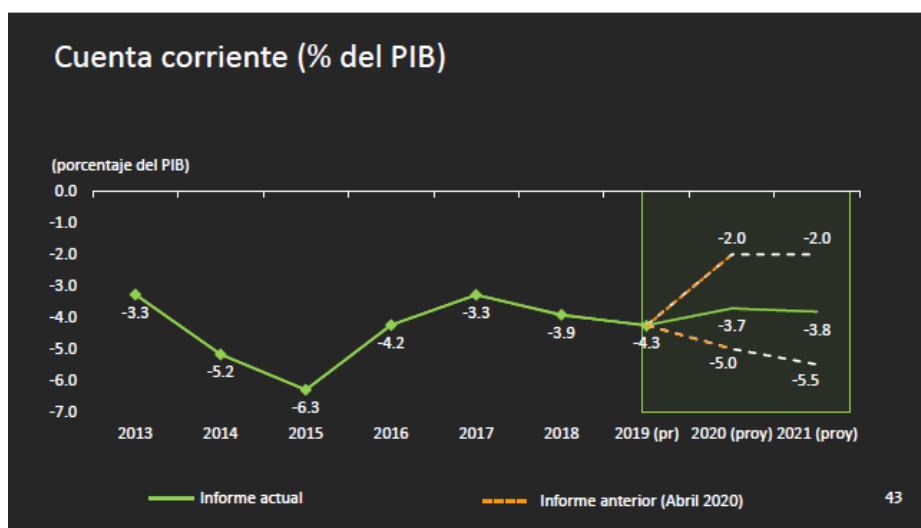
PIB



--

El desempleo se ha disparado. Tuvimos un desempleo de un 20% hace un mes o mes y medio más alto que en el resto de la región, lo cual históricamente se ha dado con Brasil y con unos pocos países de la región. Colombia es un país con niveles de desempleo históricamente altos. Apenas tuvimos esta caída en el crecimiento, el desempleo se fue a un 20%. Tenemos mercados laborales muy rígidos y me temo que esto puede ser duradero. De todas formas, es posible que el desempleo oscile entre un 15% y un 17% este año, a fin de año. Estos son números terriblemente malos, pero no lo son tanto en esta coyuntura particular. El equipo espera que el peor trimestre haya sido el segundo del año en materia del PIB y también del desempleo, y que comencemos, poco a poco, a tener noticias menos malas.

Diapositiva 24



Finalmente, para ocupar mis 20 minutos, la cuenta corriente del país es amplia, el déficit ha sido muy fuerte. Esperamos una ligera corrección favorable para cerrar este año en -3,7% que es un déficit muy fuerte, de todas formas. Estábamos en -4,4%, y, el año entrante, en números parecidos a -3,8%. Hasta ahora hemos tenido financiación para ese déficit, pero Colombia tiene un déficit muy alto en cuenta corriente en el contexto internacional y, definitivamente, en el contexto de América Latina [Diapositiva 24].

Con eso termino mi presentación. Muchas gracias.

SESIÓN PLENARIA

Mario Marcel

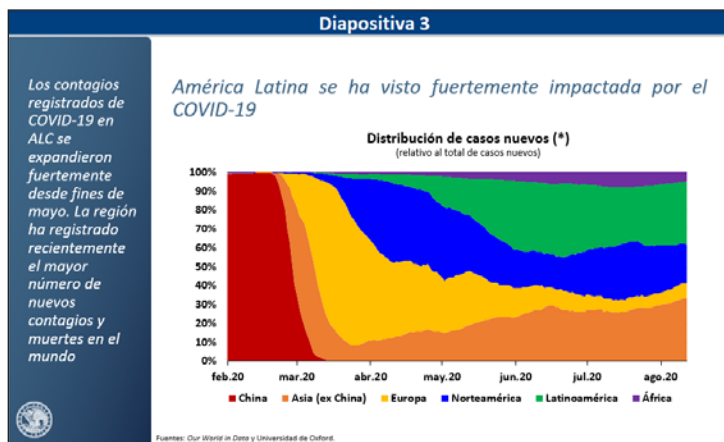
Presidente del Banco Central de Chile



Buenos días. Muchas gracias por la invitación para participar en este encuentro y un saludo para todos los asistentes, especialmente para nuestros colegas del Banco Central de Bolivia. Nos encontramos acá para hablar sobre la evolución del estado de la economía en la región y las respuestas de política en un momento complejo, en el cual, América Latina es una de las regiones más afectadas por los efectos de la pandemia del coronavirus que llegan a los diferentes países del mundo [Diapositiva 3].



Hoy comentaré algo sobre la evolución de la epidemia en la región, sobre sus efectos económicos, la respuesta macroeconómica y la efectividad de las políticas de contención, del lado macroeconómico y, por supuesto, un poco más sobre la experiencia de Chile.



Estamos en un momento en el que la región está en el epicentro de la pandemia. Actualmente, América Latina, junto con Asia, especialmente tras el aumento de contagio en la India, son las regiones con mayor flujo

de contagios. Hay cinco países de la región que están entre los diez con mayor número de casos, representando, aproximadamente, una cuarta parte de ese total y, en el caso de fallecimientos, también con una proporción bastante alta. De modo que no cabe duda que nuestra región ha sido afectada fuertemente por este fenómeno.

Esto responde, en alguna medida, a las condiciones de vida de la población. América Latina es una región de desarrollo intermedio, donde del lado sanitario, en términos de acceso a servicios de saneamiento, no tiene, por supuesto, los mismos indicadores de países desarrollados. Tiene situaciones de hacinamiento de la población y segregación espacial que obligan a muchos trabajadores y a muchas personas a emplear mucho tiempo en el transporte público. Es una región con déficit en temas de educación, acceso a la información, capital social, y con ciertas características que son propias de los hábitos de vida, de la forma de vida de nuestra región, que pueden haber incidido en esto [Diapositiva 4].

Diapositiva 4

La evolución de los contagios depende en parte de las condiciones de vida de la población.

Condiciones sanitarias de vida (*)
(porcentaje de la población, 2017)

	Población que utiliza servicios básicos de saneamiento	Población que utiliza servicios de saneamiento gestionados de forma segura
Brasil	88	49
Argentina	94	-
Chile	100	77
México	91	50
Ecuador	88	42
Perú	74	43
Colombia	90	17
Uruguay	97	-
Bolivia	61	23
Paraguay	90	58
Estados Unidos	100	90
Corea del Sur	100	100
Francia	99	88
Alemania	99	97
España	100	97
Japón	100	99
Singapur	100	100
Italia	99	96
China	85	72

Incluyendo también:

- Hacinamiento
- Segregación espacial
- Educación, acceso a la información, capital social
- Hábitos de vida

Pero también tiene que ver con el desarrollo de los sistemas de salud y de la capacidad que estos tienen para responder a una emergencia como esta. En América Latina, el número de médicos por cada 100 mil habitantes, el número de enfermeras, el número de camas hospitalarias y otros indicadores son substancialmente menores a las de los de países más desarrollados [Diapositiva 5]. Aún está por responderse ¿por qué la pandemia se ha dado con tanta fuerza en esta región? No hay una respuesta definitiva, pero es parte de la realidad a la que debemos enfrentarnos.

Diapositiva 5

Así como también de la capacidad de los sistemas de salud para articular una adecuada respuesta sanitaria

Disponibilidad de camas de hospital y personal médico por habitante (*)
(por cada 100.000 habitantes)

	Médicos	Enfermeras/os y Matronas	Camas hospitalarias
Brasil	185	1012	220
Argentina	391	260	500
Chile	103	1332	220
México	223	240	150
Ecuador	187	251	150
Perú	112	244	160
Colombia	182	133	150
Uruguay	374	194	280
Bolivia	47	156	110
Paraguay	129	166	130
Estados Unidos	257	1455	290
Corea del Sur	233	730	1150
Francia	324	1147	650
Alemania	419	1324	830
España	387	573	300
Japón	237	1215	1340
Singapur	228	624	240
Italia	402	574	340
China	181	266	420

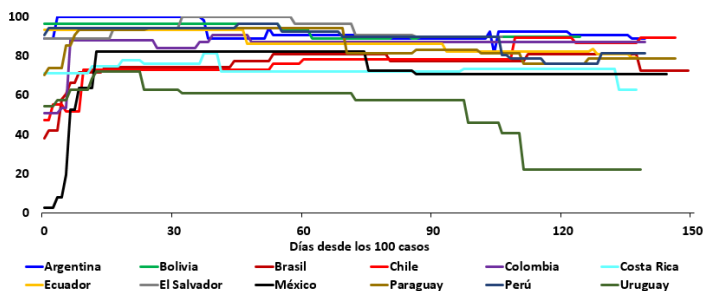
(*) Fuente: Organización Mundial de la Salud.

Diapositiva 6

La mayoría de los gobiernos latinoamericanos impusieron medidas estrictas de confinamiento...

Oxford Stringency Index (*)

(100 = rigurosidad máxima; comienza en el caso 100 de cada país)



(*) Fuente: Universidad de Oxford.

La forma de enfrentarnos, por lo menos en el caso de nuestra región, se expresó en medidas de distanciamiento social y en medidas de contención sanitaria que se adoptaron de manera relativamente temprana durante la pandemia. Con el indicador de ‘restrictividad’ de la Universidad de Oxford, vemos que América Latina empezó relativamente pronto con las medidas de cuarentena, confinamiento, y distanciamiento social [Diapositiva 6]. Estas medidas empezaron temprano en relación al primer caso o a la primera muerte. Luego, se determinó la suspensión de clases en los establecimientos educacionales, pocos días después de que se manifestaran los primeros signos de la epidemia en varios países de la región. Destacaron especialmente Argentina, Colombia, Perú, donde se adoptaron medidas muy drásticas de confinamiento, algunas de las cuales se mantienen hasta el día de hoy. Las restricciones a la movilidad han sido importantes y se han extendido por un largo tiempo en varios países de la región [Diapositiva 7].

Diapositiva 7

...y lo hicieron con anterioridad a otros gobiernos...

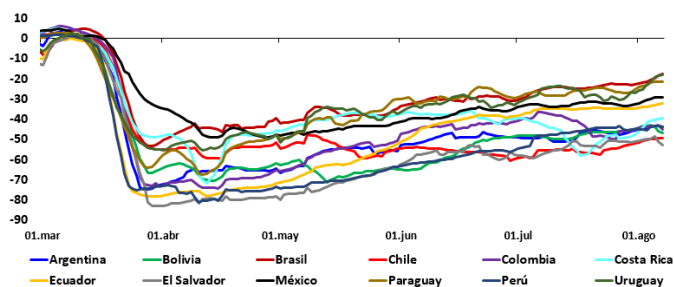
		Días transcurridos desde el primer caso de COVID-19 y las primeras medidas sanitarias no farmacológicas				
	Primer caso	Primera muerte	Suspensión de clases	Toque de queda	Aislamiento de ciudades	Otras medidas
Chile	3-Mar-20	19	13	20	24	Suma otra ciudades en cuarentena
China	8-Dec-19	3	4	58	24	Primer caso
	31-Dec-19	-	-	-	-	Cuarentena en Wuhan
España	1-Feb-20	13	12	13	16	-
Irán	19-Feb-20	3	6	24	23	-
Brasil	26-Feb-20	21	17	29	28	-
México	29-Feb-20	19	15	28	-	Suspensión actividades sociales
Tailandia	13-Jan-20	49	65	-	72	Suspensión de exención de visas
Japón	16-Jan-20	29	43	-	-	Cuarentena a cruceros
Corea	20-Jan-20	32	18	-	-	-
EEUU	21-Jan-20	32	23	67	60	Prohibición entrada desde Irán
Singapur	23-Jan-20	59	65	-	-	Restricción de vuelos
Francia	24-Jan-20	34	40	54	54	-
Canadá	26-Jan-20	46	46	-	16	Cierre de fronteras
Alemania	28-Jan-20	42	36	55	-	-
Filipinas	30-Jan-20	4	40	47	44	-
Italia	31-Jan-20	23	38	22	38	-
Argentina	3-Mar-20	6	13	23	23	-
Colombia	6-Mar-20	16	9	-	15	-
Perú	6-Mar-20	14	5	13	9	-
Promedio		26	29	36	33	

En el caso de Chile, se comenzó con una estrategia más flexible, pero al aumentar significativamente los casos, a finales de abril y principios de mayo, eso llevó a una aplicación más drástica de cuarentena que recién en el último mes ha comenzado a flexibilizarse. Es necesario resaltar que una cosa son las restricciones que imponen las autoridades y otra diferente es lo que ocurre con la movilidad efectiva de la población. Al observar cómo se ha comportado la movilidad, según el *Google Mobility Index*, en la mayor parte de los países de la región, esta se redujo significativamente en el mes de abril. Desde entonces, empezó a recuperarse sin seguir necesariamente la evolución de las medidas restrictivas de las autoridades [Diapositiva 8].

Diapositiva 8

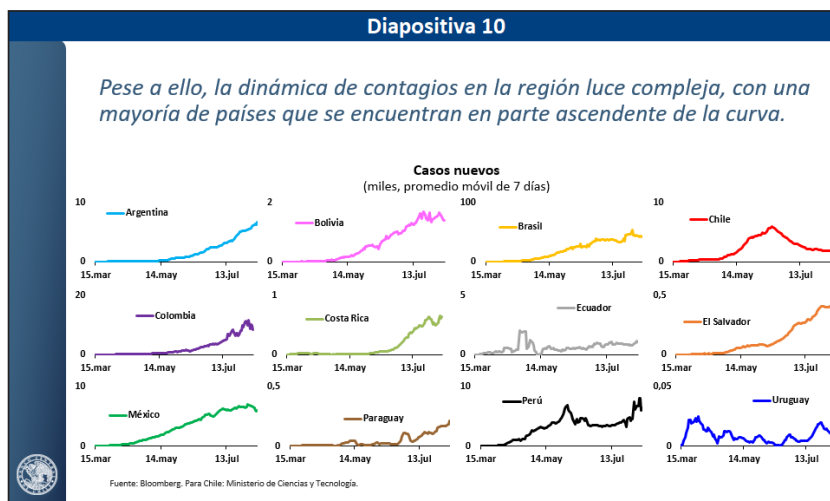
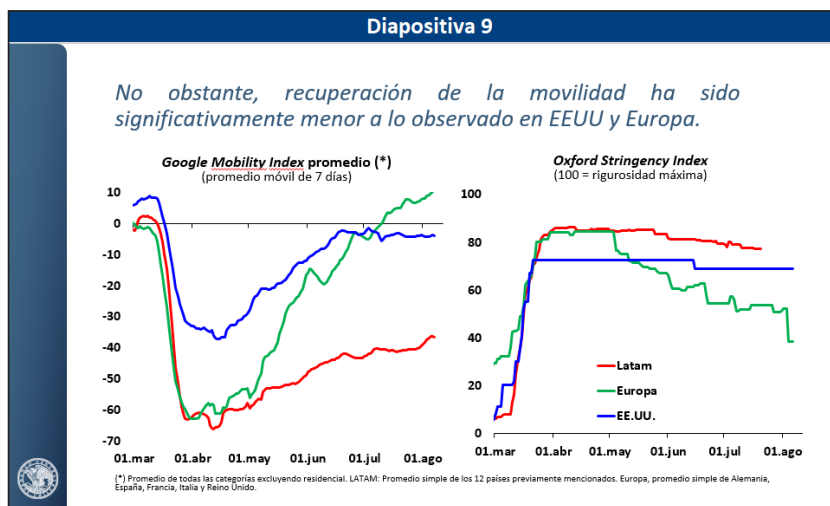
...provocando caídas importantes de la movilidad en Abril, que ha tendido a recuperarse desde entonces.

Google Mobility Index promedio (*)
(desvío respecto a la mediana de la primeras 5 semanas del 2020, porcentaje en promedio móvil 7 días)



(*) Fuente: Google Mobility Report. Promedio simple de todas las categorías Google, excepto residencial.

Este aumento de la movilidad tiene relación con problemas económicos, con la informalidad de los mercados de trabajo en algunos países, con la dificultad para imponer estas restricciones a la movilidad y las características de las ciudades. Sin embargo, lo que se observa, en general, es una tendencia bastante sistemática a aumentar la movilidad, desde abril en adelante, en algunos países con trayectorias un poco distintas. En el caso de Chile, hubo una reducción de la movilidad, especialmente en el mes de junio, y solo recientemente ha comenzado a reactivarse. Chile, que partió en la parte alta del rango de los países de la región, ahora se ubica en la parte baja. Es decir, es uno de los países que aún mantiene un grado significativamente menor de movilidad [Diapositiva 9].

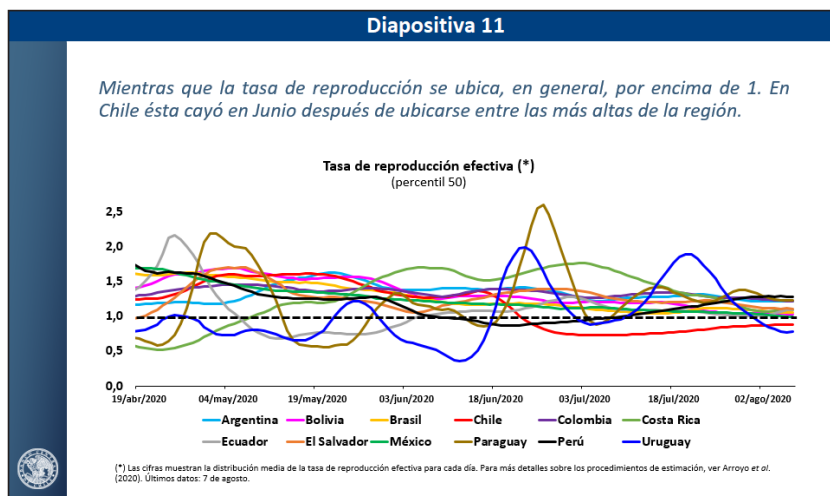


La recuperación de la movilidad en América Latina ha sido menor a la observada en Estados Unidos y Europa. En América Latina, la ciudadanía no ha seguido exactamente las etapas de cuarentena que han fijado las autoridades. Eso tampoco ha significado recuperar un grado de movilidad equivalente al que han tenido otras economías en el mundo, que están más adelantadas en términos de la reducción de los contagios y la incidencia de la pandemia.

Este fenómeno se encuentra con una trayectoria de contagios, en la región, que es relativamente disímil y bastante compleja. Hay países de la región que todavía se encuentran en una etapa ascendente de la curva mientras que otros han empezado a estabilizarse. Algunos están en la etapa descendente, pero, por cierto, aquí las escalas de comparación son muy diferentes. Es muy diferente Brasil a Chile, que aparece a su lado, o Uruguay que está más controlado. Por lo tanto, la extensión de la pandemia es diferente [Diapositiva 10].

Pero, lo destacable es que la situación de contagios sigue siendo compleja y existe todavía una parte importante de países con una evolución al alza, pese a mantener restricciones importantes a la movilidad. Por supuesto, todavía está por verse si tendremos algún tipo de rebrote o segunda oleada.

Esta es la realidad a la cual nos enfrentamos y a la que, si miramos en términos de la tasa de reproducción, se observa que, en general, países de la región están con una mayor a 1. Por el momento, los que se encuentran con una tasa por debajo de 1 son Uruguay y Chile, aunque Chile venía siendo uno de los países con mayor tasa hace sólo unos meses atrás. Todo esto ha significado, para la economía de la región, caídas de la actividad no vistas hace muchos años que casi no tienen comparación histórica [Diapositiva 11].



Diapositiva 12

2

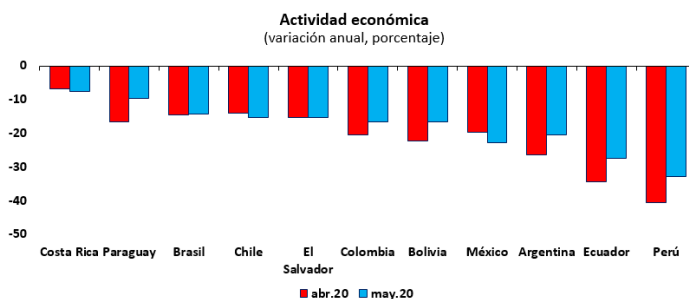
Efectos económicos de la pandemia en la región

Algunos países como Chile, que sufrió una crisis más profunda de la deuda en los años ochenta, se han acercado más a ese episodio, aunque no se repetirá esa experiencia, afortunadamente. En general, se observa una caída en la actividad, en abril y mayo, que se ubica por encima del 10% interanual, y en

algunos países se superó el 20%. Algunos países parecen haber tenido la caída más profunda en abril, con alguna recuperación, una caída menor, en mayo, mientras que otros la intensificaron en ese mes. En el caso de Chile, pareciera que la caída mayor se produjo en mayo. Las cifras de junio, ya disponibles, muestran una recuperación comparada con el mes anterior relativa [Diapositiva 13].

Diapositiva 13

El contagio, las medidas de confinamiento y crisis económica internacional provocaron caídas interanuales en la actividad entre 10 y 40% puntos del PIB en abril y mayo.

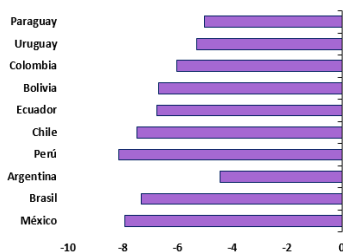


Fuente: Bloomberg y oficinas estadísticas nacionales.

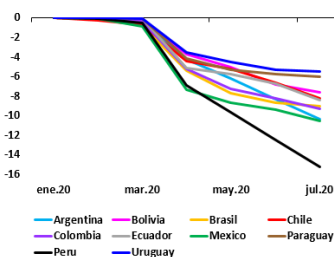
Diapositiva 14

Mientras que obligaron a correcciones en las expectativas de crecimiento para el 2020 entre 6 y 16 puntos porcentuales respecto a lo esperado antes de la pandemia.

IMF WEO: Cambio en las proyecciones (1)
(proyecciones de PIB 2020, puntos porcentuales)



Consensus Forecast: Cambio en las proyecciones (2)
(proyecciones de PIB 2020, puntos porcentuales)



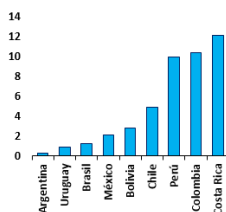
(1) Cambios en el IMF WEO de abril 2020 con respecto al IMF WEO de octubre 2019. Fuente: Fondo Monetario Internacional. (2) Cambios con respecto a enero 2020. Fuente: Consensus Forecast.

Esto significa una pérdida prevista del PIB para el año según diferentes proyecciones. El cambio en las proyecciones, respecto a las que se tenían previamente a la pandemia, son muy significativas. Se ubican entre 5 y 15 puntos de diferencia respecto a aquellas previas. Incluso, al considerar las proyecciones del Fondo Monetario Internacional, todavía se consideran las proyecciones del *World Economic Outlook* de abril. La actualización posterior haría que la proyección de los países de la región empeore aun más. Al revisar cómo han cambiado las proyecciones según *Consensus Forecast*, se advierte que todos los países se han ajustado a la baja en proporciones importantes. Algunos vienen de situaciones complejas anteriores o enfrentaron algún problema o crisis anterior, siendo Chile uno de ellos, dado que el último trimestre del año pasado fue muy débil. De hecho, hubo una caída en la actividad, como producto de la crisis social, que se dio con particular intensidad en ese momento [Diapositiva 14].

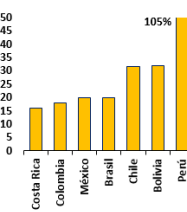
Diapositiva 15

El mercado laboral ha reaccionado de forma dispar en la región.

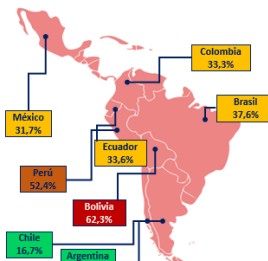
Cambios en la tasa de desempleo (1)
(en 12 meses, puntos porcentuales)



Cambios en los inactivos (1)
(en 12 meses, puntos porcentuales)



Economía informal: 1991-2015 (2)
(promedio, porcentaje del PIB oficial)



(1) Último dato disponible para cada país. Para Bolivia corresponde a la tasa de desocupación urbana. Para México, datos desde abril corresponden a Encuesta Telefónica de Desocupación y Empleo (ETDE), por lo que no es 100% comparable con datos anteriores. (2) Fuente: Medina, L y F. Schneider (2018), "Shadow Economies Around the World: What Did We Learn Over the Last 20 Years?" Working Paper, 18/17, Fondo Monetario Internacional. Promedio 1991-2015 de 158 países: 31.9% del PIB oficial.

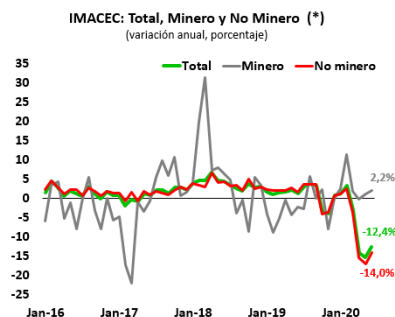
Esto ha afectado a los mercados de trabajo con aumentos en la tasa de desempleo y aumento de los inactivos. Es algo que se debe revisar con mucha atención porque tiene que ver con los efectos sociales de esta pandemia y, al mismo tiempo, refleja las características de los mercados de trabajo. Se advierten aumentos importantes de los inactivos que, probablemente, corresponden a trabajadores por cuenta propia, trabajadores del sector informal que no han podido desempeñar sus actividades y no están buscando activamente empleo porque son autoempleados. Por lo tanto, la incapacidad o limitaciones para poder trabajar se reflejan en la declaración como inactivos en las encuestas de empleo.

En general, muchos países, como México, Bolivia, Chile, Perú, Colombia y Costa Rica, han visto fuertemente golpeados sus mercados de trabajo como producto de este fenómeno. En el caso de Chile, las cifras de actividad, hasta junio, sugieren que la actividad interanual había tenido una caída de 12%, menor al 14% que experimentamos en mayo [Diapositiva 15]. Esto refleja algunas cosas interesantes, al pensarlas en términos de los diferentes sectores de actividad o componentes del gasto. Las mayores caídas se han producido por el lado del gasto—consumo—, especialmente consumo durable y de servicios, observándose una caída muy importante en los sectores de restaurantes, hoteles y turismo sin observarse una recuperación y una intensificación de la caída de la inversión y de la actividad de la construcción. En cambio, se ha observado una relativa estabilidad, de hecho, un pequeño crecimiento en la minería, que nunca estuvo directamente afectada por las cuarentenas [Diapositiva 16]. Los servicios financieros, la administración pública y las exportaciones mantuvieron un cierto dinamismo. Luego, algunos sectores que tuvieron caídas importantes anteriores, hoy muestran algunas señales de recuperación, como el comercio, la industria, los servicios empresariales, los servicios de educación y la salud. Eso último pareciera significar que hay sectores que han tenido mayor capacidad para adecuar sus operaciones y así poder recuperar, en algo, su actividad en este último par de meses. Sin embargo, siendo los sectores de servicios y comercio muy intensivos en mano de obra, la pérdida de empleo ha sido muy importante.

Diapositiva 16

En Chile, la mayor caída de actividad se produjo en mayo. El último dato, correspondiente a junio, arroja una caída de 12,4% en 12 meses

- La serie desestacionalizada creció 1,7% respecto del mes precedente y disminuyó 13,3% en doce meses.
- Las actividades más afectadas fueron los servicios y la construcción, y, en menor medida, el comercio y la industria manufacturera.
- En los servicios, destacaron las caídas de educación, transporte, restaurantes y hoteles, y servicios empresariales.

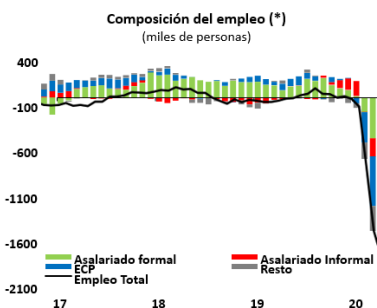


(*) Variación anual del nivel de IMACEC (volumen a precios del año anterior encadenado; series empalmadas; promedio 2013=100). Fuente: Banco Central de Chile.

Diapositiva 17

En el mercado laboral se registra una fuerte caída del empleo al trimestre móvil abril-junio 2020

- Tasa de desocupación se ubicó en 12,2%, inferior a lo esperado por el mercado (12,6%).
- El empleo descendió 20,0% en doce meses (-1.780 mil personas).
- La tasa de participación en la fuerza de trabajo se ubicó en 51,9% (trimestre móvil previo: 53,6%).
- La fuerza de trabajo se redujo en 1.481 mil personas, presentando una caída anual de -15,4% (trimestre móvil previo: 12,8%).



(*) Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas. Asalariados formal corresponde a trabajadores dependientes que cuentan con cotizaciones de salud (Isapre o Fonasa) y previsión social (AFP) por concepto de su vínculo laboral con un Empleador (teniendo que cumplirse ambos criterios de forma simultánea para ser clasificados con una Ocupación Formal); beneficiarios que no tienen los asalariados informales. Resto contiene las categorías: Empleadores, Servicio Doméstico y Familiar no Remunerado.

Diapositiva 18

3 La respuesta macroeconómica

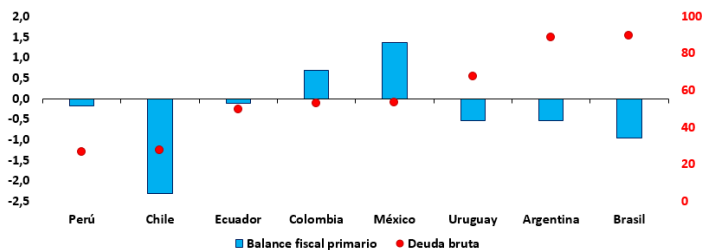
Se han producido importantes caídas en el empleo tanto para asalariados formales como para asalariados informales y trabajadores por cuenta propia. De hecho, más de la mitad de la pérdida de empleo corresponde a trabajadores por cuenta propia, asalariados informales y otro tipo de no asalariados, como empleo doméstico, familiares no remunerados, etc. Además,

se observa una caída en la tasa de participación [Diapositiva 17]. Esto sugiere que hay una parte del mercado del trabajo que corresponde a trabajadores que no han podido salir a desempeñar sus actividades. Estos no siempre corresponden a trabajadores asalariados. Es decir, no tiene que ver con despidos o cierre de empresas sino, más bien, con actividades por cuenta propia que no se pueden desempeñar debido a las normas sanitarias. Esto es importante porque involucra la forma y características de la recuperación posterior.

Diapositiva 19

Crisis económica encontró a la región en una situación poco favorable para una respuesta fiscal agresiva

Deuda y Balance Fiscal 2019
(porcentaje del PIB)

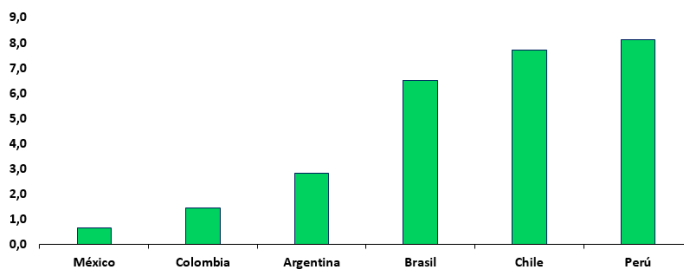


Fuente: IMF *World Economic Outlook*, abril 2020.

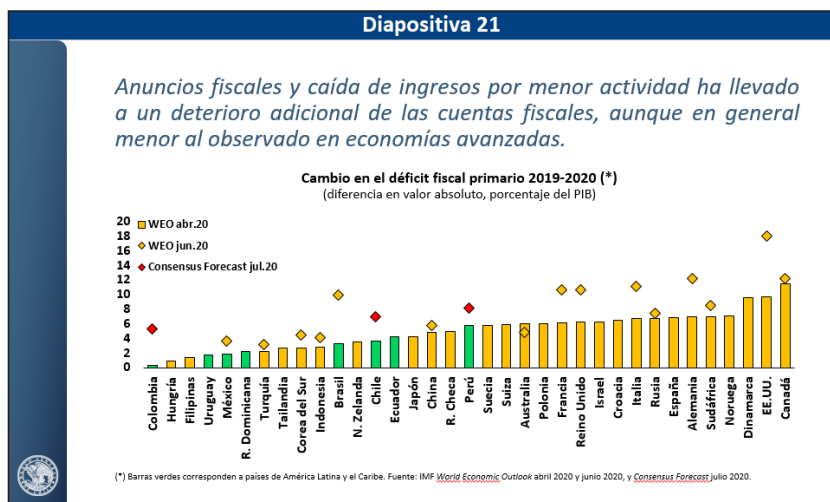
Diapositiva 20

Pese a ello, algunos países han anunciado medidas fiscales importantes

Anuncios fiscales
(porcentaje del PIB)



Fuente: IMF *Fiscal Monitor*, abril 2020.



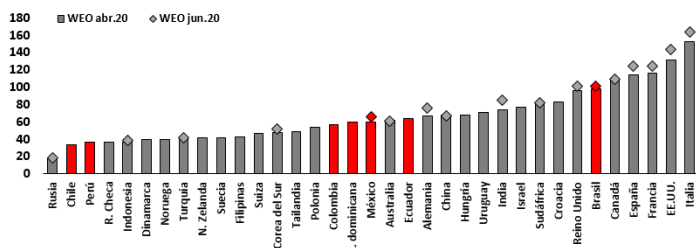
En materia de políticas económicas, esta es una crisis que encontró a la región en una situación poco favorable para una respuesta fiscal muy agresiva [Diapositiva 20]. Había algunos países con un déficit importante [Diapositiva 21] y otros con niveles de deuda significativos, especialmente Brasil y Argentina. Si bien, Chile y Perú no tenían niveles de deuda significativos, Chile tuvo, el año anterior, un déficit fiscal importante, en parte, explicado por el fenómeno de la crisis social. Esto se traduce en políticas fiscales importantes que implican ampliar los déficits fiscales primarios.

El impacto de estas medidas en las finanzas públicas depende, en gran medida, de la situación inicial de cada país. Los países que comenzaron con niveles relativamente bajos de endeudamiento, como Chile y Perú, van a cerrar el 2020 con niveles de deuda relativamente bajos, mientras que se prevé que países como Brasil superen el 100% del PIB como deuda pública [Diapositiva 22].

Diapositiva 22

Proyecciones de deuda alcanzan en algunos casos niveles similares o superiores al de varias economías avanzadas, aunque se mantiene contenida en los países con una posición inicial más moderada

Proyección deuda bruta (*)
(promedio 2020 y 2021, porcentaje del PIB)

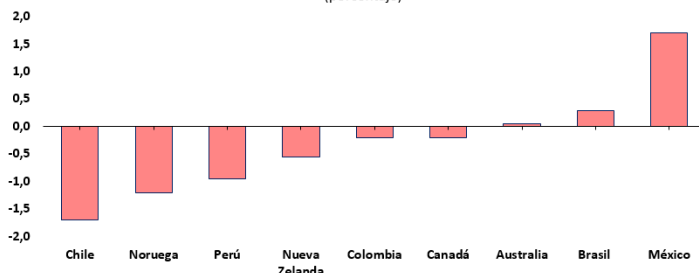


(*) Barras rojas corresponden a países de América Latina y el Caribe. Fuente: IMF *World Economic Outlook*, abril 2020 y junio 2020.

Diapositiva 23

Respecto a la política monetaria, TPM reales se ubican en terreno negativo en varios países.

Tasa de Política Monetaria real (*)
(porcentaje)



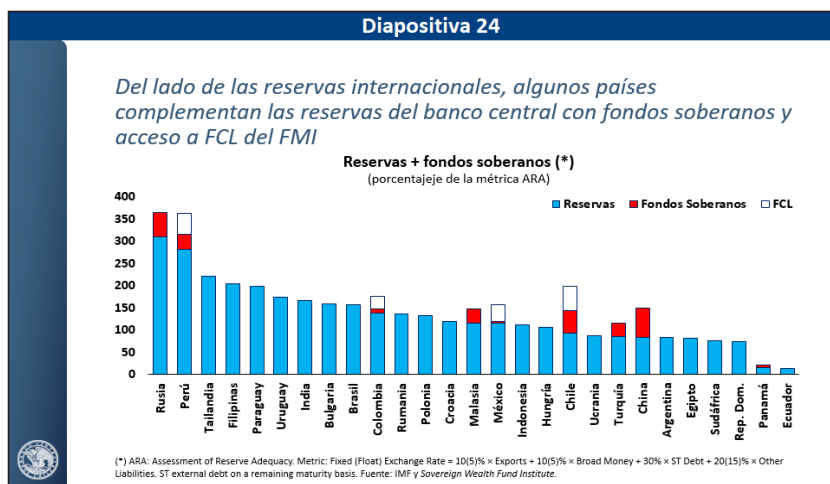
(*) Tasa de Política Monetaria nominal deflactada con la inflación esperada al 4T 2020. Fuente: Bloomberg.

Ha habido una respuesta importante de política fiscal y también las ha habido en cuanto a la política monetaria. Los casos de Colombia, Perú y Chile son probablemente los que han tenido políticas monetarias más agresivas porque, de hecho, han reducido la tasa de política monetaria a sus mínimos técnicos, sustancialmente por debajo de la inflación, con lo cual la tasa de política monetaria real se ha ubicado en terreno negativo. Se trata, incluso, de un terreno más negativo que países relativamente desarrollados e intensivos en recursos naturales, como es el caso de Nueva Zelanda, Canadá o Australia [Diapositiva 23].

¿Cuán sostenibles son estas medidas? Depende de la posición de reservas de los países, especialmente de aquellos que tienen alguna presión mayor por el lado de la cuenta corriente. Al revisar las reservas como porcentaje, en la métrica ARA¹ del Fondo Monetario Internacional,

¹ Assessing Reserve Adequacy.

vemos como estas se modifican en el caso de países que tienen, además, fondos soberanos y aquellos que han recurrido a la Línea de Crédito Flexible del Fondo Monetario Internacional. Así, se observa que Colombia, México, Perú y Chile han podido complementar sus reservas internacionales con estas dos fuentes de recursos [Diapositiva 24].



Por el momento, las reservas no han estado bajo gran presión, pero esta es una coyuntura en la cual es importante estar seguros de tener las espaldas bien resguardadas. En el caso de Chile, junto a la reducción de la tasa de política monetaria, se han estado aplicando medidas para proveer liquidez al mercado, facilitar los ajustes de los agentes financieros y estimular el crédito. Esto empezó a mediados de noviembre del año pasado a raíz de la crisis social.

Primero, se adoptaron medidas de liquidez a través de compras de *swap* y repos a tasa de política monetaria flotante. Esto ocurrió el 13 de noviembre mientras que, al día siguiente, se ampliaron algunas de estas medidas de liquidez, se suspendió la emisión de deuda de corto plazo y se inició un programa de recompra de títulos de deuda del Banco Central de Chile (BCCh). Esto permitió estabilizar mercados en los cuales había un *sell-off* importante a raíz de la crisis social y de la incertidumbre que surgió a raíz de ese contexto. A fines de noviembre, se inició una intervención cambiaria que se extendió hasta comienzos de enero de este año [Diapositiva 25].

Diapositiva 25

El Banco Central de Chile ha adoptado medidas especiales desde fines de 2019

	Fecha	Medidas	Objetivo
Mitigar impacto en los mercados producto de acontecimientos sociales nacionales	13/Nov/19	Compra swap USD a 30 y 90 días plazo	Proveer liquidez en dólares
		Repo a TPM flotante a 30 días	Proveer liquidez en pesos
	14/Nov/19	Aumento frecuencia compra swap a 30 y 90 días	Proveer liquidez en dólares
		Repo a 30 y 90 días con ampliación de colaterales (Dap y bonos bancarios) tanto para el repo como para FPL y FLI	Proveer liquidez en pesos
		Suspensión emisión de deuda corto plazo (PDBC) del BCCh, hasta el 08/Dic/19	Proveer liquidez en pesos
	28/Nov/19	Recompra títulos de deuda BCCh	Proveer liquidez en pesos
		Venta spot por hasta US\$ 10.000 millones y venta forward por hasta US\$ 10.000 millones	Disminuir volatilidad de la moneda
	3/Ene/20	Se suspenden operaciones de venta spot y forward y se continúa sólo con las renovaciones de las operaciones forward.	Objetivo original: Reducir volatilidad del mercado cambiario
	10/Ene/20	Renovación de operaciones forward será equivalente a US\$4.500 millones	Disminuir volatilidad de la moneda

Fuente: Banco Central de Chile.

En marzo, cuando se manifiesta la pandemia del coronavirus y los mercados financieros internacionales enfrentan gran volatilidad, el BCCh amplió los programas de liquidez y se estableció la Facilidad de Financiamiento Condicional al Incremento de las Colocaciones (FCIC), facilidad con la cual el BCCh proporciona créditos, a cuatro años, a los bancos comerciales a la tasa de política monetaria, condicionado a que estos incrementen sus colocaciones de crédito, particularmente las colocaciones comerciales. Para esto, además, se ampliaron los colaterales elegibles y se tomó una serie de medidas complementarias. También se creó un programa de compra de bonos bancarios. Luego, esto se fue extendiendo, flexibilizando, ajustando y se complementó con garantías de parte del gobierno. Con la flexibilidad de algunas medidas regulatorias, se permitió una respuesta bastante dinámica del crédito [Diapositivas 26 y 27].

Diapositiva 26

El Banco Central de Chile ha adoptado medidas especiales desde fines de 2019

	Fecha	Medidas	Objetivo
Mitigar impacto negativo en los mercados producto de la expansión del COVID-19	12/Mar/2020	Ampliación del programa de gestión de liquidez en USD y Pesos. Compra swap a 30 días vigente se amplía a 90 y 180 días.	Proveer liquidez en dólares
		Ampliar los plazos de los Repo 30 y 90 días vigentes a 7 y 180 días	Proveer liquidez en pesos
	16/Mar/2020	Facilidad Financiamiento Condicional al Incremento de Colocaciones (FCIC)	Facilitar crédito
		Ampliación de colaterales a bonos corporativos para operaciones de liquidez en pesos vigentes, incluyendo la FCIC	Proveer liquidez en pesos
	18/Mar/2020	Programa de compra de bonos bancarios	Mitigar los efectos de alta volatilidad en renta fija
		Ampliar la posibilidad de constituir encaje de obligaciones en moneda extranjera (Euro, Yen y Pesos)	Flexibilizar la gestión de liquidez en moneda nacional y extranjera
	8/Abr/2020	Activación del tramo condicional de la FCIC	Proveer liquidez en pesos
		Ampliación de colaterales (incluye colocaciones comerciales de la cartera individual, clasificaciones A1 a A3)	
	3/Jun/2020	Proyecto para incorporar Entidades de Contraparte Central y Cooperativas de Ahorro y Crédito a facilidades de liquidez del BCCh	Objetivo original: Reducir volatilidad del mercado cambiario
		Inicio proceso gradual de reducción de su posición vendedora en el mercado NDF	
	16/Jun/2020	Nueva Facilidad Financiamiento Condicional al Incremento de Colocaciones (FCIC2)	Facilitar la liquidez y el crédito
		Implementación de programa de compra de activos	

Fuente: Banco Central de Chile.

Diapositiva 27			
El Banco Central de Chile ha adoptado medidas especiales desde fines de 2019			
	Fecha	Medidas	Objetivo
Mitigar aumentos de volatilidad en los mercados producto de cambios de portafolio de fondos de pensiones	30/Jul/2020	Programa especial de operaciones de compra al contado realizada conjunta y simultáneamente con una venta a plazo, en el mercado abierto, de instrumentos elegibles emitidos por empresas bancarias (Programa CC-VP).	Facilitar la liquidez y el crédito
		Continuar con la ventanilla de compra de Bonos Bancarios por el remanente de US\$ 4.100 millones del programa de marzo, el que está destinado a contener escenarios de volatilidad	
		Ventanilla de compra de Depósitos a Plazo por hasta US\$ 8.000 millones	

Más recientemente, se creó una segunda Facilidad de Financiamiento Condicional al Incremento de las Colocaciones (FCIC2) condicionada a estos créditos con garantía estatal. Finalmente, a raíz de la aprobación de la legislación, que permite retirar parte de los fondos de pensiones a los afiliados, también se introdujeron medidas que buscan amortiguar el impacto de la liquidación de activos de los Fondos de Pensiones sobre los mercados financieros y eso está, actualmente, en plena operación. El BCCh ha sido tremendamente activo en este campo de medidas no convencionales y, muy recientemente, el Congreso aprobó una Reforma Constitucional que permite al BCCh comprar títulos de deuda del fisco en el mercado secundario, lo que estaba prohibido por la Constitución de 1980. Todo esto ha permitido una reprogramación del volumen de crédito muy significativo, prácticamente 1.300.000 operaciones de reprogramación, lo que representa el 10% del total de clientes de la banca y un 32% del total de créditos del volumen total de créditos de la banca. Se ha constatado cómo los distintos bancos han entregado un importante volumen de crédito a empresas de menor tamaño, hecho bastante inusual para un periodo de caída de la actividad como el actual [Diapositiva 28].

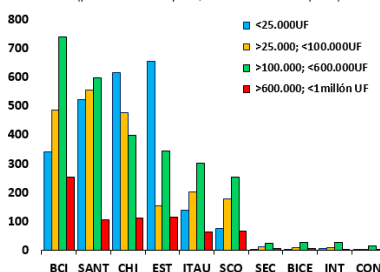
Diapositiva 28

Estas medidas han facilitado las reprogramaciones de cuotas de crédito que vencían en este período y el otorgamiento de préstamos con garantía estatal para el financiamiento de capital de trabajo, con énfasis en PYME

Reprogramaciones (*)
(porcentaje)

	Monto (**)		Total		% sobre el total	
	No. Clientes	MMMS Coloc.	No. Clientes	MMMS Coloc.	Número	Monto
Comercial (grupal)	185,377	6,836	729,194	19,519	25	35
Consumo	738,240	4,581	10,071,972	24,411	7	19
Hipotecario	323,969	20,583	1,199,983	55,643	27	37
TOTAL	1,247,586	32,000	12,001,149	99,574	10	32

Flujos de crédito asociados a garantía FOGAPE (*)
(por tamaño de empresa, miles de millones de pesos)



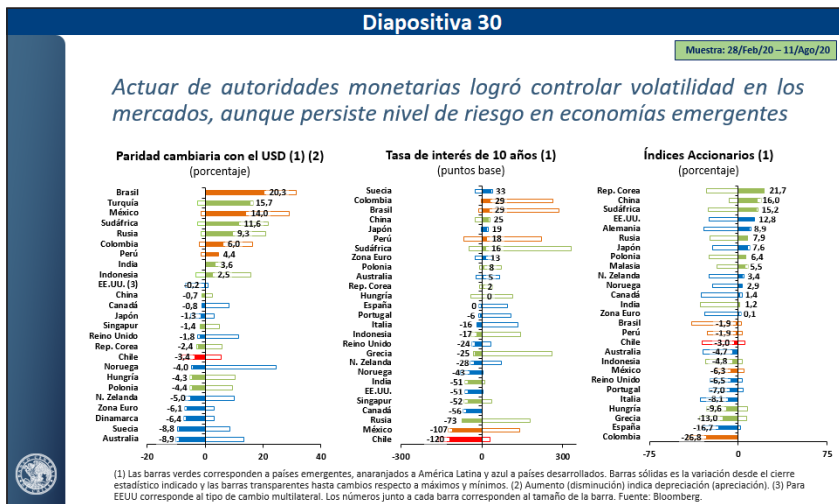
(*) Fuente: Elaborado en base a información de la Comisión para el Mercado Financiero.

Diapositiva 29

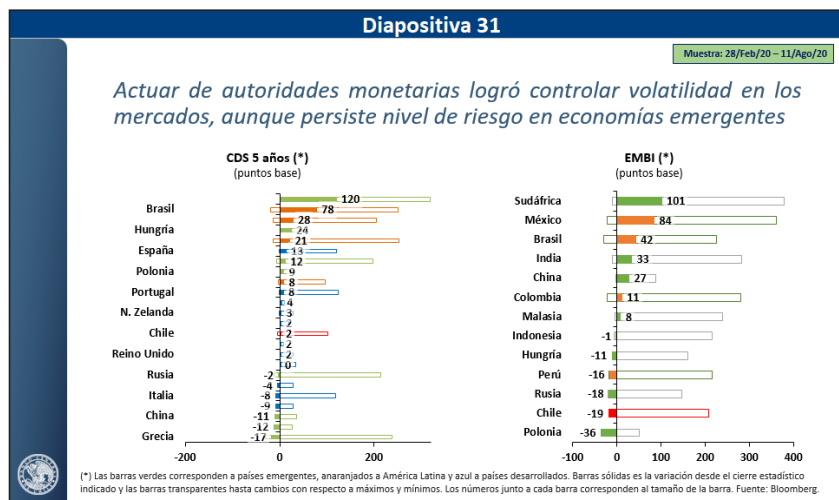
4 Efectividad de las políticas de contención macro

Corresponde, entonces, revisar qué efectos han tenido estas políticas. Los efectos en la paridad cambiaria respecto al dólar, en la tasa de interés de largo plazo, y en las bolsas de valores en distintos países, incluyendo los países de la región, sugieren movimientos importantes de las paridades. Desde fines de febrero hasta agosto, Chile ha tenido una leve apreciación cambiaria

después de haber tenido una depreciación importante a fines del año pasado. Algunos países de la región han tenido depreciaciones bastante significativas, como es el caso de Brasil, México y, en menor medida, Colombia y Perú.



Las tasas de interés de largo plazo, en general, no han tenido, en el balance final, cambios relevantes, aunque sí presentaron bastante volatilidad. En el caso de Chile, en el resultado neto, hubo una caída de la tasa de interés de largo plazo, lo cual significa que se ha logrado una transmisión adecuada, mientras que el índice accionario muestra un relativo equilibrio, aunque con grandes cambios en los meses pasados [Diapositiva 30]. También, hubo periodos importantes de aumento de las percepciones de riesgo que, afortunadamente, se han ido moderando en los últimos meses [Diapositiva 31].



Varios países de la región han logrado que el crédito se comporte de manera contracíclica, al igual que lo observado en economías avanzadas. Esto ha tenido el propósito de mitigar el impacto de la disminución de actividades sobre la viabilidad de las empresas y, por tanto, permite tener economías mejor preparadas para recuperarse en el futuro [Diapositiva 32].

Diapositiva 32

Política monetaria ha permitido el crédito se comporte de forma contra cíclica en la región, al igual que lo observado en economías avanzadas.

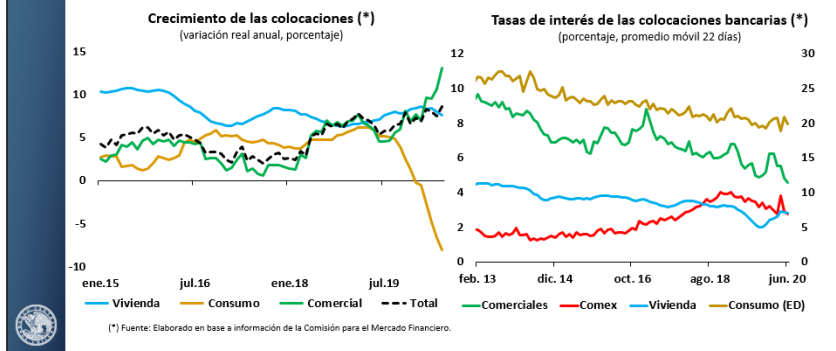
Crédito bancario a empresas no financieras
(variación anual, porcentaje)

	4T 2019	1T 2020	Mayo 2020	Junio 2020
Estados Unidos	4.2	11.8	18.4	15.5
Zona Euro	2.8	2.7	6.1	6.0
Alemania	7.1	5.9	7.2	6.2
Francia	6.3	5.1	10.0	10.6
Italia	-2.6	-2.9	0.0	1.1
España	-3.8	-0.4	7.4	7.0
Reino Unido	2.6	3.1	12.4	10.5
Canadá	11.8	14.5	18.1	-
Australia	2.4	6.5	5.9	4.8
Nueva Zelanda	6.4	6.5	5.3	2.7
Brasil	-0.1	3.0	10.3	11.5
Colombia	4.0	6.3	11.4	-
México	4.3	6.7	11.1	8.9
Perú	4.3	7.1	21.4	24.4

Fuente: Bloomberg.

Diapositiva 33

En Chile, el crecimiento de las colocaciones comerciales ha más que compensado la caída de las de consumo. Las tasas de interés mantienen una tendencia a la baja.

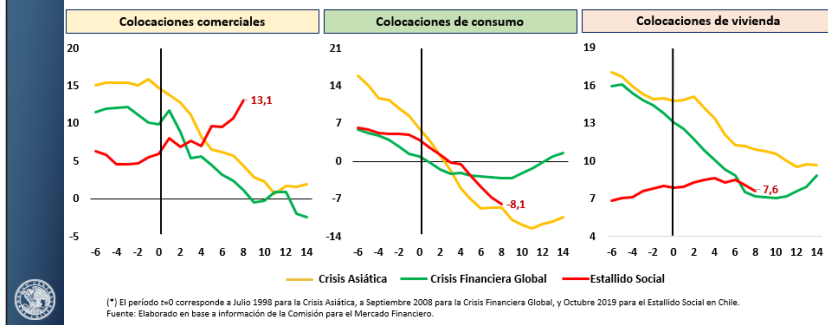


Al analizar este comportamiento en función de la evolución del crédito, se observa que, en el caso de Chile, las colocaciones comerciales se han ido acelerando para crecer a tasas superiores al 10% en los últimos meses, mientras que los créditos de consumo han tenido una caída importante [Diapositiva 33]. Las tasas de interés de colocaciones de distintos segmentos de crédito han bajado siguiendo la dirección de la política monetaria. Esto podemos contrastarlo con otros episodios de crisis como lo son la Crisis Asiática o la Crisis Financiera Global. Mientras en esos dos episodios, los créditos o colocaciones comerciales tuvieron una desaceleración importante, en este período tienen una aceleración significativa. Por su parte, los créditos de consumo han tenido un comportamiento más tradicional, mientras que las colocaciones de vivienda se han mantenido a un ritmo de crecimiento estable [Diapositiva 34].

Diapositiva 34

En contraste con episodios anteriores, las colocaciones comerciales han aumentado sostenidamente y las de vivienda se han mantenido.

Comparación de la actividad del crédito (*)
(porcentaje, último dato: junio 2020)



Diapositiva 35

5 Conclusiones

¿Qué se puede concluir? Por supuesto, la pandemia del COVID-19 ha generado una crisis económica global de características inéditas por el impacto que tienen las medidas de control sobre la detención abrupta de actividades productivas, comerciales y especialmente de servicios. También, ha sido un fenómeno simultáneo en países de

distinto tamaño y desarrollo, en distintas regiones y estructuras muy diferentes, donde el origen y desenlace de este *shock* depende de factores que no son económicos. Sin embargo, existen riesgos importantes en cuanto a la extensión de este impacto sobre las ventas, la actividad, el mercado de trabajo y, potencialmente, sobre el sistema financiero, que son importantes de prevenir. Por esta razón, se han generado políticas inéditas de carácter fiscal, monetario y financiero.

Todos estos elementos están presentes en América Latina, siendo una región que ha sido especialmente afectada en los últimos dos meses, aún con medidas tempranas de control sanitario que, en cierta medida, se han visto enfrentadas al desgaste por su prolongación y por la informalidad económica.

Diapositiva 36

Conclusiones

- La pandemia del COVID-19 ha generado una crisis económica global de inéditas características
 - Detención abrupta de actividades productivas, comerciales y de servicios
 - Fenómeno simultáneo en países de tamaño, desarrollo y estructuras muy diferentes
 - Origen y desenlace depende primariamente de factores no económicos
 - Riesgos importantes de extensión al mercado del trabajo y el sistema financiero
 - Ha motivado respuestas de política fiscal, monetaria y financiera también inéditas
- Estos elementos están también presentes en América Latina, región que ha sido especialmente afectada en los últimos dos meses, a pesar de medidas tempranas de control sanitario
- Dichas medidas se han visto enfrentadas al desgaste de su prolongación y a la informalidad económica
- Las políticas sociales se han visto limitadas por sistemas poco desarrollados de protección social
- Pese a ello, muchos países han logrado articular intervenciones importantes en materia de transferencias monetarias, apoyo al crédito, estabilidad financiera
- A pesar de que las mayores caídas de actividad se registraron en abril y mayo, aún no se observa una recuperación vigorosa, sembrando dudas sobre la velocidad de la reactivación
- En paralelo, los sistemas sanitarios van evolucionando en su capacidad para controlar la epidemia y sus efectos más letales
- El apoyo de las políticas públicas, incluyendo el de los BC, será fundamental para sostener la recuperación
- Esta crisis dejará huellas importantes, que costará borrar, pero también lecciones fundamentales de aprender

También se han observado dificultades para poder implementar transferencias a los sectores más afectados debido a sistemas de protección social menos desarrollados que en otros países. Pero, aun así, se ha logrado articular intervenciones importantes en transferencias monetarias, apoyo al crédito y estabilidad financiera. Aunque esto se ha traducido en caídas de actividad que parecen haber alcanzado su nivel más crítico en abril y mayo, no se advierte aun una recuperación vigorosa, existiendo dudas sobre la velocidad con la cual se producirá la reactivación. Al mismo tiempo, los sistemas sanitarios van evolucionando en su capacidad para controlar la epidemia y sus efectos más letales. Pero todo esto hace que el apoyo de las políticas públicas, incluyendo el de los bancos centrales, sea fundamental, no solamente para contener el deterioro en este período, sino también para sostener la recuperación en el futuro. Este episodio, sin duda, va a dejar huellas importantes. Como se indicaba en la presentación de Uruguay, costará mucho borrar esto, pero quedarán lecciones fundamentales para aprender [Diapositiva 36].

Muchas gracias.

SESIÓN PLENARIA

Rony Hervin Aguilar

**Gerente de Estudios y Estadísticas Económicas del
Banco Central de El Salvador en representación de**

Nicolás Alfredo Martínez

Presidente del Banco Central de El Salvador

Diapositiva 1

GOBIERNO DE
EL SALVADOR

Políticas Económicas en la Cuarentena y Desafíos para El Salvador durante la Pandemia

Agosto 2020

Muy buenos días. Es un gusto para mí participar en este evento. Con las disculpas del caso, represento al señor presidente del Banco Central de El Salvador, quien en último momento tuvo una reunión de emergencia. Pero él expresa una felicitación a los colegas economistas de Bolivia y a los demás presidentes de bancos centrales. Envío un fraterno saludo en estos tiempos

complicados para América Latina, tal como manifestaron los anteriores presentadores. Me permito compartir con ustedes una presentación respecto a la evolución de la actividad económica de El Salvador.

Pues para mí es un gusto, como les mencionaba, a nombre del Presidente del Banco Central, describirles el impacto que ha tenido esta pandemia y las medidas que se han estado efectuando en el país, tanto por el gobierno así como también por el Banco Central. En cuanto al contenido, brevemente me voy a detener en el panorama internacional y en el desempeño económico que, a la fecha, tenemos como país en materia económica, las proyecciones que hemos realizado, las cuales hemos venido revisando, y las medidas económicas que hemos considerado.

Para ilustrarlos acerca de El Salvador, somos un país pequeño de 21 mil kilómetros cuadrados, aproximadamente, con cerca de 7 millones de personas. Estamos dolarizados y eso también limita la ejecución de la política monetaria en nuestro país.

Diapositiva 2

El FMI proyecta una crisis más profunda que la estimada en abril, proyectando una caída del PIB global de 4.9% y de 9.4% en Latinoamérica



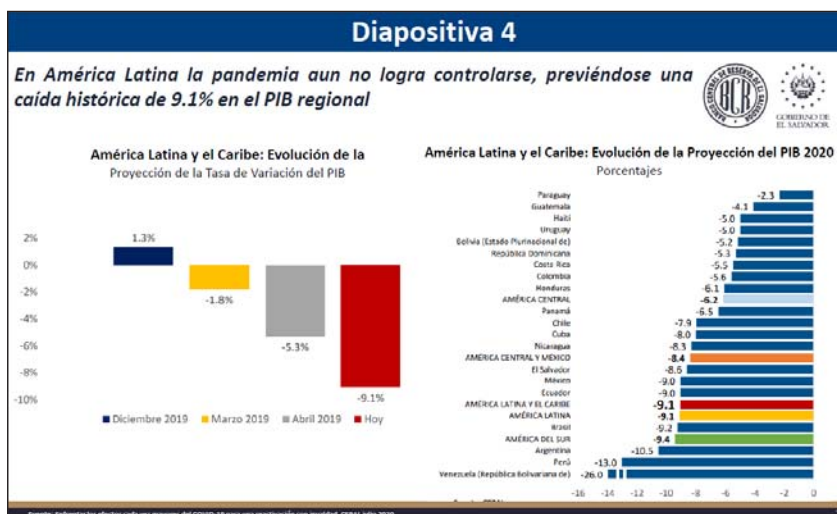
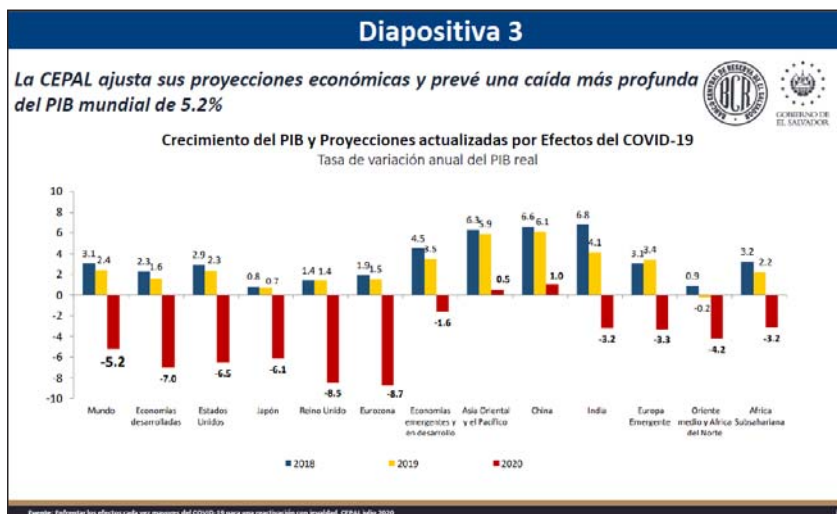
Proyecciones de Crecimiento por Efectos del COVID-19 Tasa de variación anual del PIB real



Fuente: Fondo Monetario Internacional, Perspectivas de la economía mundial, 24 junio de 2020

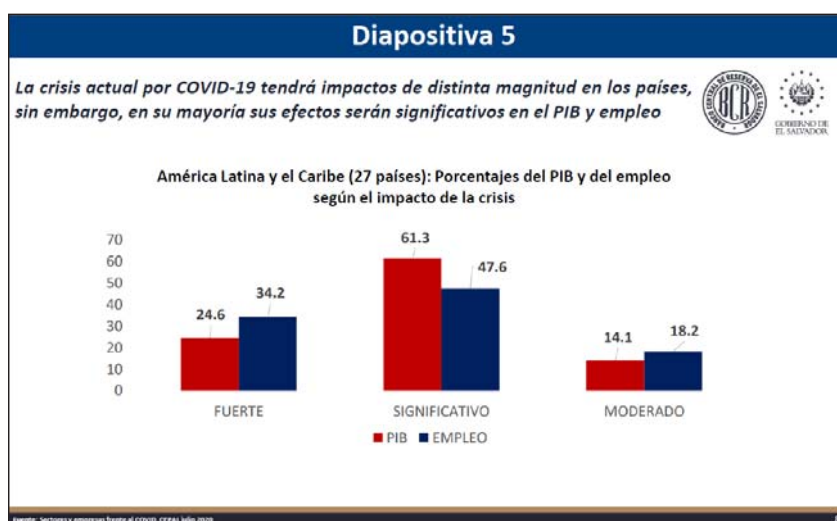
5

Quiero señalarles la disminución en las proyecciones económicas para el año 2020 y también acerca de una perspectiva de recuperación para 2021 [Diapositivas 2 y 3]. Eso, para nosotros, es importante señalar. Me adelanto un poco. En términos de nuestros socios comerciales: somos un país dolarizado que tiene mucho comercio internacional, no solo con Estados Unidos. Estados Unidos representa aproximadamente la mitad de nuestro comercio internacional y un 40% lo representan nuestros socios comerciales en el área centroamericana. Entonces, este es el impacto que se está midiendo a la fecha en América Latina.



De acuerdo a la CEPAL¹, ellos establecen para nosotros, para toda la región, una tasa de -9,1% [Diapositiva 4], y para El Salvador nos están estimando aproximadamente un -8,6%. Luego, vamos a entrar en detalle a ver cómo estamos evaluando nuestro desempeño.

Es importante destacar la revisión que hubo en las proyecciones desde diciembre, cuando comenzó la pandemia en China, pero que a medida que se fue expandiendo, ha tendido a reducir lo que son las expectativas de crecimiento de todos los países. Igualmente, hubo un impacto significativo en el PIB y en el empleo en El Salvador [Diapositiva 5]. Se está hablando de que, por el momento, hay 60 mil personas que han perdido el empleo en el sector formal. En el sector informal, las medidas de confinamiento han reducido la actividad grandemente, y eso ha repercutido también en la evolución económica de los principales servicios, como lo son el comercio, restaurantes, etcétera [Diapositiva 6].



1 Comisión Económica para América Latina y el Caribe.

Diapositiva 6

Entre los sectores más afectados están el comercio mayorista y minorista, las actividades comunitarias sociales y personales y hoteles y restaurantes




Impactos Sectoriales de las Medidas Implementadas por COVID-19

Fuerte	Significativo	Moderado
• Servicios de turismo • Hoteles y restaurantes • Industria cultural tradicional • Comercio • Reparación de bienes • Transporte • Moda • Vehículos automotores y partes	• Minería • Electricidad, gas y agua • Construcción y materiales para la construcción • Servicios empresariales • Actividades financieras • Bebidas • Muebles y madera • Industria química • Electrónica, maquinaria y equipo	• Agricultura, ganadería, pesca • Producción de alimentos para el mercado interno • Insumos y equipamiento médico • Medicamentos • Telecomunicaciones • Envases

Fuente: Sectores y empresas afectadas al COVID-19. CEPAL, julio 2020

Y justamente es lo que traigo a cuenta, lo que nos dice y ha publicado la CEPAL, porque justamente son los sectores que se han visto mayormente afectados, principalmente el turismo. Esta es una actividad que a nosotros nos genera divisas, una fuerte entrada de divisas.

Hago mención de la evolución de los Estados Unidos al segundo trimestre. Nosotros tenemos una relación muy cercana con Estados Unidos no solo en términos comerciales o en cuanto a exportaciones e importaciones, sino también en cuanto a las remesas. Los ingresos por remesas que recibimos de ese país, provienen aproximadamente de unos 4 millones de salvadoreños que nos mandan divisas a El Salvador. Esas divisas representan aproximadamente el 20% del PIB, casi el peso de nuestras exportaciones, por lo que es una cuestión muy importante. El desempeño de Estados Unidos está muy ligado a nuestra evolución económica. Vemos que, en el segundo trimestre, Estados Unidos tiene una tasa de variación del PIB de -32,9%, lo cual ya empezamos a registrar, en algunos indicadores, al segundo trimestre en nuestro país [Diapositiva 7].

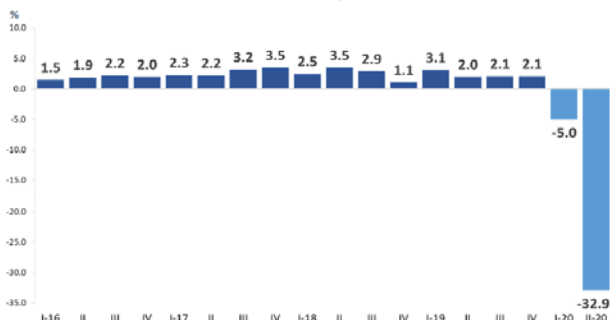
No me voy a detener mucho en lo que es la evolución de Estados Unidos, sino que más bien quiero profundizar en los datos que tenemos a la fecha. Tenemos datos publicados al primer trimestre. Actualmente estamos en la elaboración del segundo trimestre y se empezaron a sentir los efectos de la pandemia, básicamente, en la segunda quincena de marzo. Eso propició que, si bien en enero y febrero teníamos una tendencia normal, para el primer trimestre tuviéramos una tasa de 0,8% [Diapositiva 8]. Todavía no registramos datos de crecimiento negativos; no obstante, la cifra es inferior a la del primer trimestre del año pasado.

Diapositiva 7

El Salvador tiene una alta dependencia de Estados Unidos, cuya economía mostró una contracción del PIB de 32.9% en el segundo trimestre del año



Producto Interno Bruto Trimestral de Estados Unidos
Tasa de variación anualizada respecto al trimestre anterior



Fuente: Bureau of Economic Analysis, Department of Commerce.

10

Diapositiva 8

La economía salvadoreña se desaceleró en el primer trimestre, como resultado de los efectos iniciales del COVID-19



Producto Interno Bruto Trimestral
Variación porcentual del índice de volumen encadenado
Serie desestacionalizada

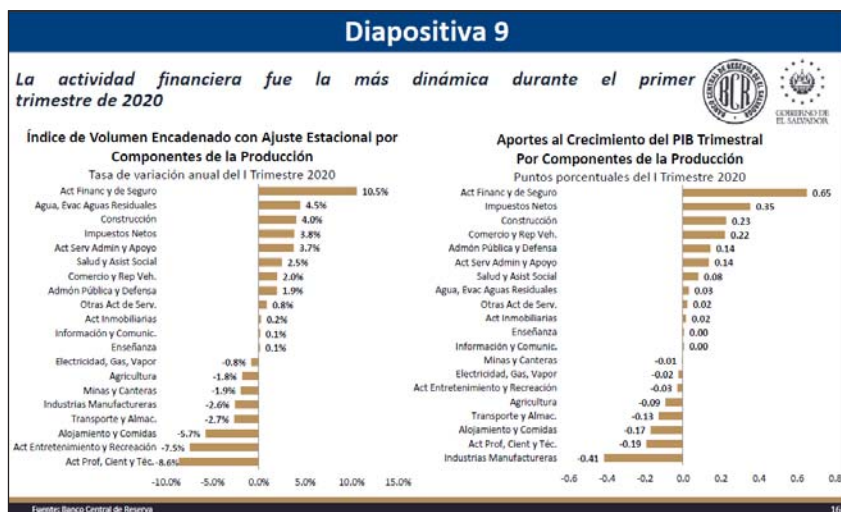


Notas: (p) preliminar; (e) estimado

Fuente: Banco Central de Reserva

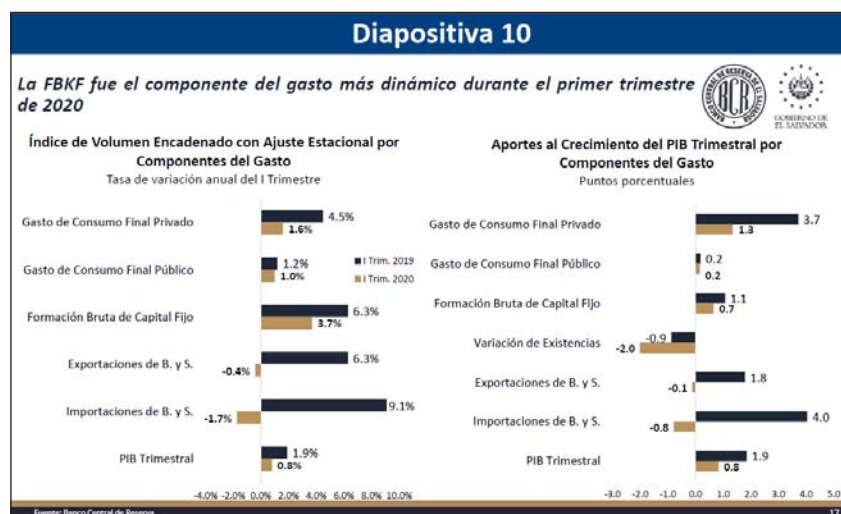
11

Esto repercutió, sobre todo, por las medidas de confinamiento en las actividades, las cuales fueron sumamente, valga la redundancia, restringidas en su movimiento. Por ejemplo, lo que fue parte de la industria y lo que es la parte de servicios en actividades profesionales se suspendió. El transporte se movilizó parcialmente. Todo lo que es la parte turística: alojamiento y comida, tal cual lo han descrito los anteriores expositores, se vio mermado por el confinamiento. La agricultura también se vio afectada por el impacto en el transporte. Asimismo, El Salvador se vio afectado por dos tormentas tropicales; eso ocurrió en mayo de este año y repercutió también en nuestra producción agrícola [Diapositiva 9].

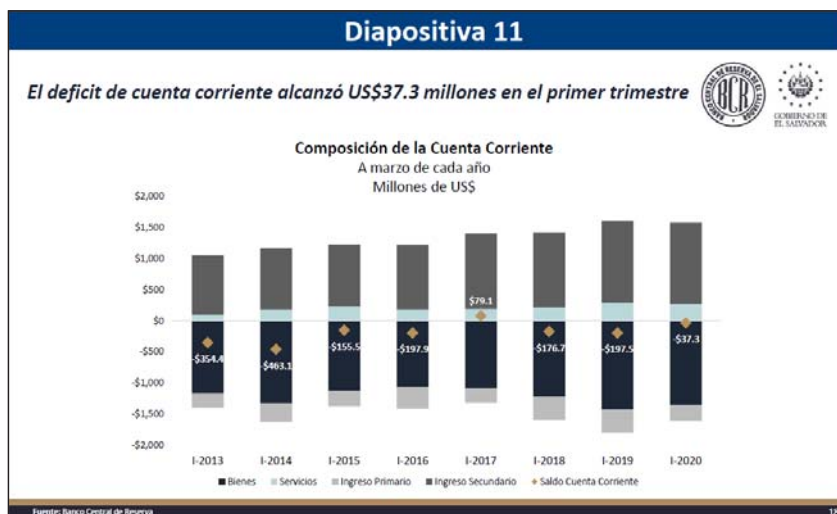


La actividad que ha tenido un mayor y mejor desenvolvimiento, por así decirlo, es la actividad financiera, la cual todavía no registra los impactos por el tema del COVID.

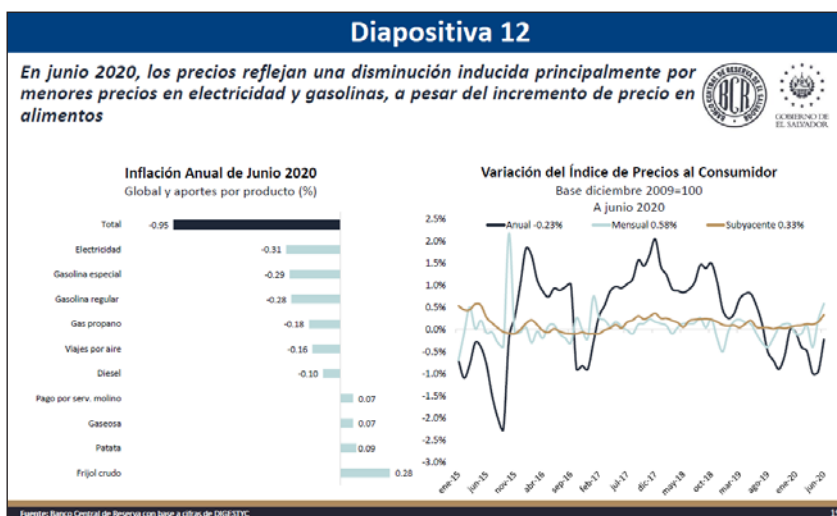
Nuestros componentes del gasto se vieron reducidos respecto del año anterior, sobre todo en cuanto al consumo y la inversión. Obviamente, esto involucra al desempeño de todo nuestro comercio exterior, el cual se vio sumamente debilitado al primer trimestre y que, todavía, se debilitará mucho más al segundo trimestre [Diapositiva 10].



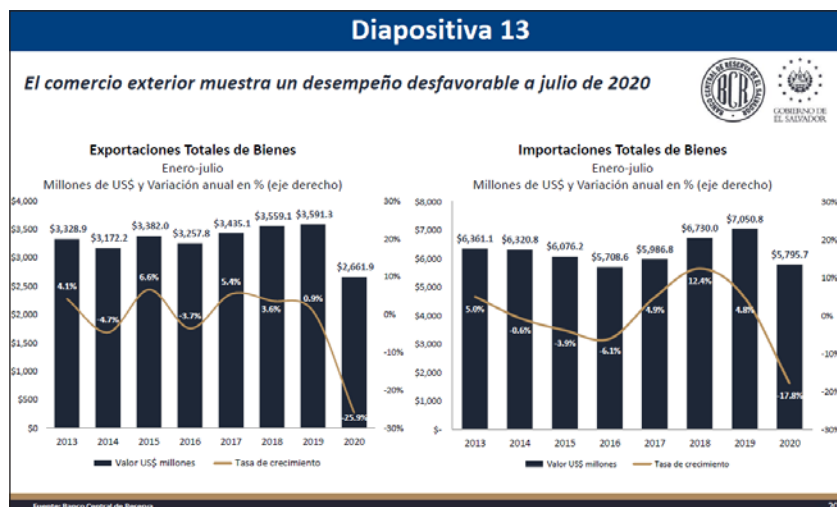
Nuestra cuenta corriente tenía un déficit de US\$37 millones de dólares, monto inferior a lo que se registró el año pasado [Diapositiva 11].



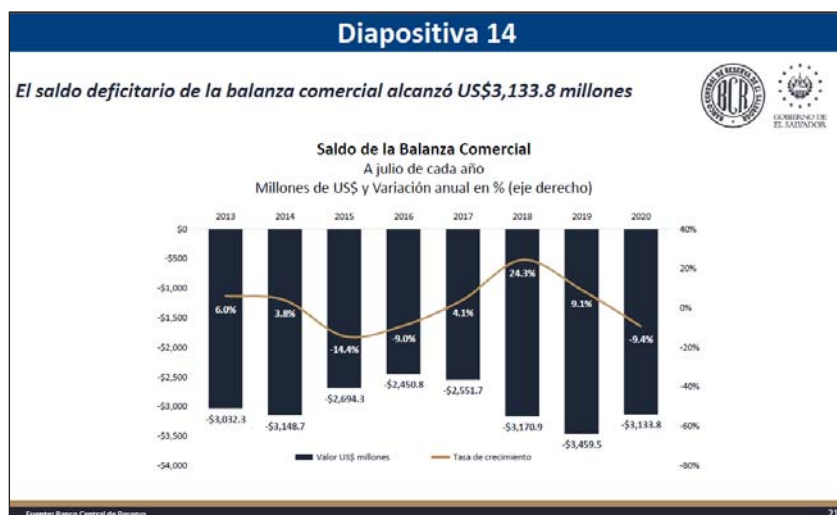
Respecto a la inflación, al ser una economía dolarizada, básicamente ha registrado valores cercanos a cero, y ahora es negativa, ya que al mes de junio tenemos -0,23% [Diapositiva 12]. Siempre tenemos tasas de interés bajas. Al registrar una tasa de inflación baja, eso conduce a que nuestras tasas de interés también sean bajas. Las de depósitos son sumamente bajas, entre 1% y 2%. Eso está justamente vinculado a las tasas negativas de inflación.



Pero me quiero detener un poco en lo que es nuestro comercio exterior. Esto lo publicamos recién ayer. Al mes de julio, tenemos una caída de nuestras exportaciones de -25%, por primera vez. Es una caída muy fuerte y aquí estamos hablando ya del primer semestre: en el mes de junio ha caído muy fuerte. Nada que ver con lo que se registró el año pasado, lo cual se reflejó también en el crecimiento de las importaciones que se redujo en -17,8% [Diapositiva 13].



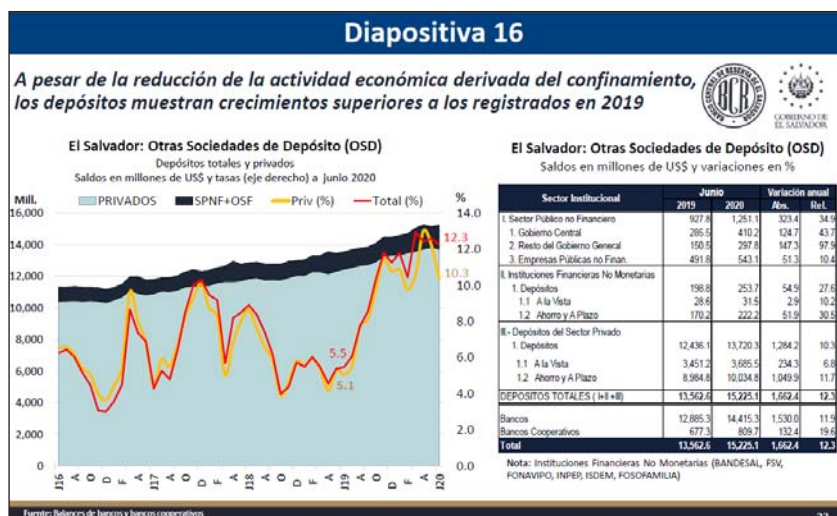
En las importaciones dependemos no solo de Estados Unidos, el cual es un país importante para nosotros en materia de importación, pero también de China. Entonces, toda la evolución, toda la repercusión económica de China ha tenido un impacto en nuestro registro de las importaciones y esto vemos que se está profundizando. Todavía no vemos que haya una atenuación, todavía no vemos que se esté recuperando en lo que llevamos del tercer trimestre. La balanza comercial registra una tasa negativa de -9,4%, y tenemos un déficit de USD-3.133 millones, lo cual obedece a esta evolución, tanto en términos de bienes, pero más que todo, en términos de servicios, todo lo que son servicios de turismo y aéreo. Esos servicios se paralizaron completamente y el aeropuerto está completamente cerrado [Diapositiva 14].



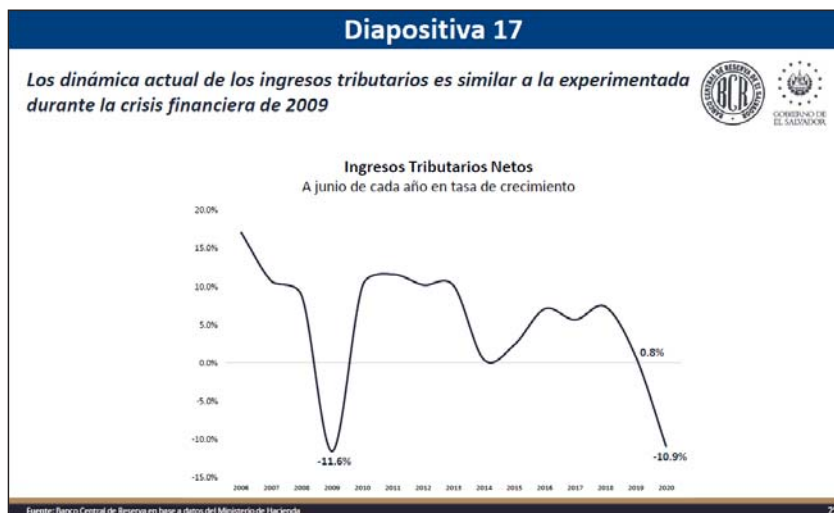
Las remesas son aproximadamente un 20% de nuestro PIB, que es lo que nos aportan, y tienen una disminución de -8% [Diapositiva 15]. Déjenme comentarles que estas empiezan a tener una tendencia positiva si empezamos a comparar mes contra mes. Pero esto es también originado porque en Estados Unidos se empezaron a desconfinar varios Estados.



Se dio un apoyo económico a las familias, en un inicio, y ahora justamente se está discutiendo si se da otro apoyo económico a los hogares en Estados Unidos. Ello, directamente, repercute en nuestro ingreso de divisas, de remesas a El Salvador. Entonces ya se empiezan a recuperar. Creemos que esto ya tocó fondo y esperamos que en el transcurso del año empecemos a mostrar tasas positivas.



En cuanto a los depósitos y respecto a variables financieras, no han tenido un impacto muy fuerte en lo relacionado al COVID. De hecho, los depósitos se han incrementado en 12,3%, por lo que no tienen disminución. Los depósitos privados tienen un crecimiento de 10%, pero vemos que están por encima de las tasas que se habían venido registrando [Diapositiva 16]. Igual en términos de préstamos, registran una tasa de 5,4%. Los depósitos de los hogares han disminuido, pero siempre con tasas positivas, y los de las empresas han tendido a crecer.



En cuanto al aspecto fiscal, por el tema de la repercusión en la actividad económica, ha habido una reducción a junio: tenemos una reducción en los ingresos tributarios de -10,9% [Diapositiva 17]. Esto lo quisimos relacionar con la crisis que hubo en 2009. En El Salvador, aquella fue muy fuerte y estamos llegando a niveles muy similares. La caída de ingresos tributarios es un tema muy importante acá. De hecho, en el mes que comenzaron las medidas de confinamiento, tuvimos un apoyo del FMI² a través de un RFI³, el cual logramos concretar. En julio, logramos colocar mil millones de dólares en el mercado internacional para cubrir, un poco, las necesidades presupuestarias del gobierno. Esto está, además, vinculado con el incremento en los gastos que ha habido para contención del COVID en el país [Diapositiva 18].

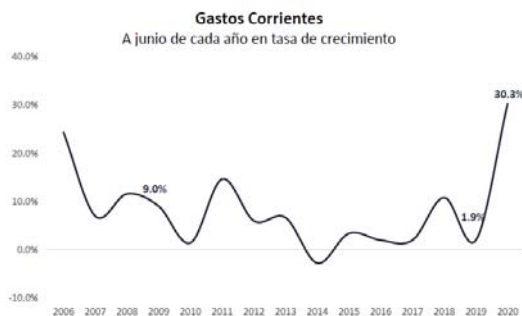
Déjenme decirles que, a raíz de esto, se empezó a construir un hospital, el cual se encuentra operando y es uno de los más grandes que hay en la región. El tema de las medidas que se han implementado para que la pandemia no se extienda, se traduce en las cifras fiscales en las que el gasto se incrementó en un 30%, cifra que no se había registrado en mucho tiempo. Obviamente, nuestro déficit es la variable donde repercuten todas estas medidas, el cual, ya con las pensiones, es de -4,7%, a junio. Esta es una situación más complicada que la que tuvimos el año pasado.

² Fondo Monetario Internacional.

³ *Rapid Financing Instrument* o Instrumento de Financiamiento Rápido.

Diapositiva 18

El crecimiento del gasto corriente refleja el valor más alto registrado en más de una década, explicado principalmente por aumentos en las transferencias corrientes



Fuente: Banco Central de Reserva en base a datos del Ministerio de Hacienda

26

Diapositiva 19

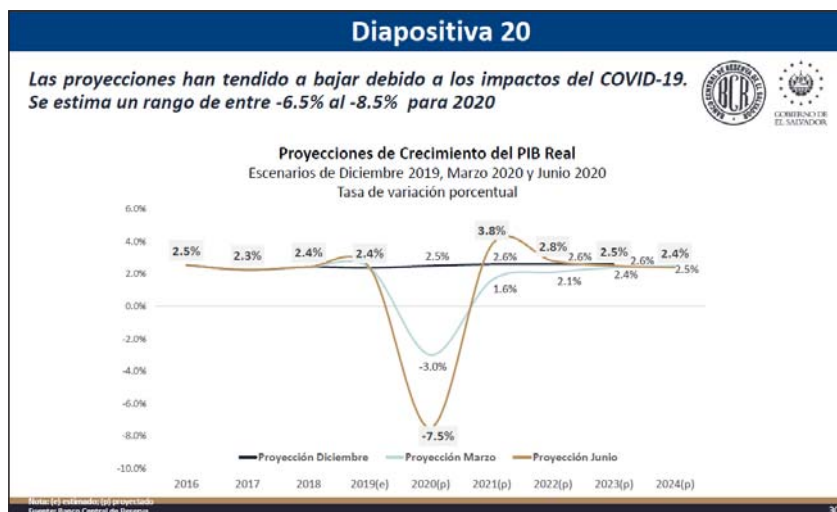
Las proyecciones consideran una serie de supuestos



- ✓ Contracción económica mundial, afectada principalmente por el COVID-19.
- ✓ Medidas de confinamiento de la población salvadoreña, afectando la producción nacional y por tanto, la capacidad de exportación e importación.
- ✓ Reducción importante de ingresos por remesas familiares (aumento del desempleo latino en Estados Unidos).
- ✓ Aumento de precios de alimentos, asociado a insuficiencia de oferta local e importada (por corte en cadena de suministros).
- ✓ Medidas de política pública para contrarrestar efectos sobre el consumo.
 - Importación de alimentos
 - Subsidio
 - Canasta alimentaria
- ✓ Obtención de financiamiento externo para cubrir brecha fiscal.

En cuanto a las proyecciones, considerando esta pandemia, estamos tomando en cuenta todos los impactos y las medidas [Diapositiva 19]. Todavía estamos evaluando aquellas que en el segundo semestre se vayan a adoptar. No obstante, hemos estado revisando, trimestre a trimestre, nuestras proyecciones. Quiero mencionar que, por ejemplo, al mes de diciembre, así

como en la lámina de la CEPAL al mes de diciembre, pensábamos que íbamos a tener esta trayectoria. Luego, en marzo, vimos el cierre de 2019 y pensábamos que íbamos a descender en un -3% para luego tener una recuperación de 1,6% y 2,1%. Pero ahora, en junio, vemos una disminución de -7,5%, que nunca se había tenido en el país. Esto todavía no considera medidas que en el transcurso del año todavía puedan implementarse. Eso es lo que también estamos evaluando actualmente [Diapositiva 20].



Diapositiva 21

Existen riesgos que podrían presionar hacia una recuperación económica lenta

Riesgos Externos

- La ocurrencia de un rebrote del virus podría obligar a nuevos confinamientos, dificultando la recuperación económica.
- Aumentos excesivos en los precios internacionales del petróleo.

Riesgos Internos

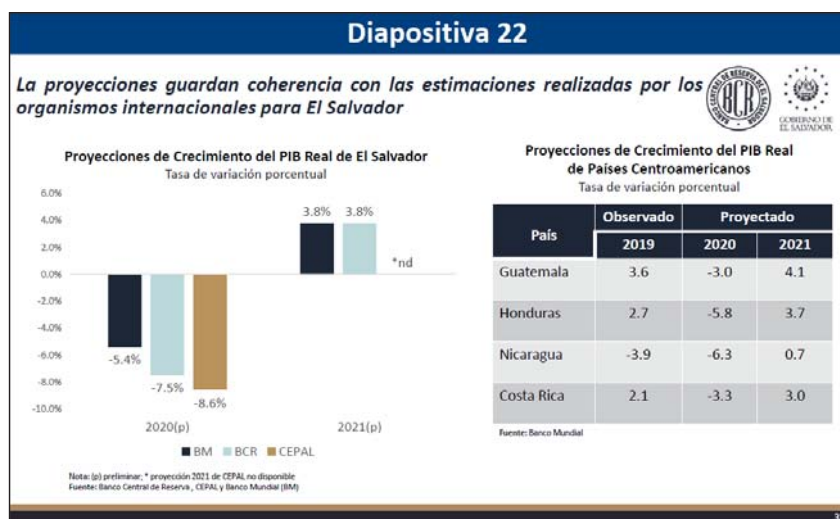
- Los cambios permanentes en el consumo y el comportamiento empresarial interrumpirían algunos sectores y cadenas de suministro
- Las presiones fiscales podrían debilitar la capacidad del gobierno para estimular la economía en años venideros, así como encarecer o dificultar el financiamiento externo.

Vemos que la recuperación se da en un 3,8% pero no vamos a llegar a los niveles del PIB que teníamos en 2019. Pensamos que esos niveles no los vamos a tener hasta dentro de unos 3 a 4 años. Estamos evaluando las posibilidades de un nuevo rebrote y una nueva vacuna que pueda ser socializada y brindada a nuestros países. Eso también va a cambiar nuestras perspectivas. Así es como también vemos varios problemas en términos de los cambios en el consumo. Vemos en la composición del IPC⁴, por ejemplo, que hay una mayor demanda por insumos médicos que nos está afectando también, un poco, las mediciones del indicador.

4 Índice de Precios al Consumidor.

Y también vemos un riesgo en la presión fiscal que ya se nos está generando en el país, pues, repito, somos una economía dolarizada. Todas las medidas que se están haciendo son fiscales. Básicamente, eso es lo más fuerte y es una presión que tenemos como país [Diapositiva 21]. Esto lo tenemos en línea con nuestros socios comerciales de la región, pero principalmente con Guatemala y Honduras.

Si nuestros principales socios comerciales toman medidas de confinamiento muy estrictas, ello afecta a nuestro comercio internacional. Entonces también le damos seguimiento al área centroamericana, sobre todo a estos países. Pero vemos que ellos también están disminuyendo su proyección y, por lo que vemos, el desenvolvimiento económico es complicado para este año y para el siguiente [Diapositiva 22].



¿Qué es lo que se ha efectuado a la fecha? Pues déjenme mencionarles algunos aspectos principales. Se han tomado muchas medidas, pero, entre las principales, está el hecho de proteger a la población. Eso es a lo que más se ha dado prioridad en este sentido.

Entre estas medidas están la suspensión del pago de cuotas de los servicios básicos. Así también, si la gente hubiera caído en mora, no se les hubiera desconectado del servicio de agua. Se congeló el pago de los alquileres y de los créditos hipotecarios, hubo un congelamiento de su cobro en un período tres meses, y adicionalmente, no habrá un ajuste por riesgo en los créditos. Es decir, no por el incumplimiento de pago iba a verse afectada la cartera crediticia en términos de riesgo durante este período. También hubo una transferencia de USD300 dólares a cada familia del país, la cual se efectuó entre abril y mayo.

Diapositiva 23

En El Salvador se implementaron diversas medidas para la superación de la crisis originada por el COVID-19



- Suspensión del pago de la cuota de consumo de energía eléctrica, agua, teléfono, cable e internet por 3 meses. Estos tres pagos se diluirán en dos años sin generar mora, ni interés, ni afectar su calificación crediticia.
- Suspensión de los procesos de desconexión del servicio de agua potable por falta de pago, mientras dure la emergencia.
- Congelamiento de los pagos de alquileres comerciales durante 3 meses. Estos tres pagos se diluirán en 12 meses, sin generar mora, ni interés, ni afectar su calificación crediticia.
- Congelamiento en el cobro de los créditos hipotecarios, personales, tarjetas de crédito, capital de trabajo y de emprendimientos, durante un periodo de 3 meses, sin aplicar moras, multas en intereses, ni afectar su calificación crediticia. Se reanudará el cobro al vencimiento del plazo.
- Canasta Solidaria por vivienda, cuando estas se vean afectadas directamente por la pandemia.
- Transferencia monetaria de US\$300 a los hogares de menores ingresos del país.
- Creación de un fideicomiso para impulsar un programa de otorgamiento de crédito fundamentalmente en línea de capital de trabajo.
- Programa de subsidio para los trabajadores de las empresas salvadoreñas, con preeminencia en los trabajadores de las micro, pequeñas y medianas empresas afectadas por el COVID-19.

Se desarrolló la creación de un fideicomiso, del financiamiento que se obtuvo de los mil millones de dólares, que ha sido para fondearlo, con el cual se va a otorgar un crédito productivo a empresas y, sobre todo, se va a dar mayor énfasis a las micro y pequeñas empresas. Ello es derivado del hecho de

que esas empresas son las que tienen el mayor volumen de empleo en El Salvador [Diapositiva 23].

El Banco Central, en sí, dado que somos un país dolarizado, se ha enfocado en medidas que vayan a relajar la banca, como es la práctica internacional, para que los bancos tengan mayor liquidez y mayor holgura a la hora de enfrentar esta pandemia. Se hizo una modificación de las normas de requerimiento de activos de liquidez. Nosotros no manejamos el término 'encaje legal' por el hecho que estamos dolarizados. Lo que se mantiene en el Banco Central de El Salvador se llama 'reserva de liquidez', y son varios pasivos los que están dentro de dicha reserva que están en un porcentaje que se mantiene en el Banco Central. Aquí hay una partida de activos líquidos del 3% que se derogó, a manera de que tengan menos reservas en el Banco Central [Diapositiva 24].

Diapositiva 24

El Banco Central implementó medidas orientadas a aliviar el impacto negativo de la crisis en el Sistema Financiero (I)



- **Medidas aplicables en materia de requisitos de liquidez**
- Derogatoria de "Normas para el Requerimiento de Activos Líquidos de los Bancos". Esto eliminó la obligación para las entidades bancarias de mantener un 3% de los depósitos captados en activos líquidos.
- Normas Técnicas Temporales para el Otorgamiento de Créditos, que tienen por objeto incentivar el otorgamiento de créditos productivos en diversos sectores productivos. Específicamente, se habilitó que el 25% del incremento del saldo vigente de este tipo de créditos pueda ser descontado del requerimiento de reserva de liquidez como un incentivo para la colocación en estos sectores económicos.
- Normas Técnicas Temporales para el Cálculo de la Reserva de Liquidez sobre Depósitos y Otras Obligaciones, las cuales tienen por objeto reducir temporalmente el requerimiento de Reserva de Liquidez a fin de que las entidades dispongan de mayores recursos financieros para enfrentar la emergencia derivada por el COVID-19.

Hubo un incentivo para los otorgamientos de créditos: un 25% de ello se disminuirá de la reserva de liquidez por otorgamiento de créditos. También se redujeron esos porcentajes de los pasivos de los bancos, de manera que disminuya la reserva de liquidez. Con ello, el sistema financiero tiene una mayor disponibilidad de liquidez para atender la

demanda de los actores privados, tanto de los hogares como de las empresas. Asimismo, retomo lo que mencioné acerca de las medidas temporales con respecto a la cartera de créditos. Si había dificultades de pago de los usuarios, los bancos no iban a hacer un ajuste de riesgo.

Esto se suspendió para no afectar a las empresas ni tampoco a los bancos [Diapositiva 25].

Diapositiva 25

El Banco Central implementó medidas orientadas a aliviar el impacto negativo de la crisis en el Sistema Financiero (II)

- **Medidas aplicables a cartera de créditos**
Se implementaron “Normas Técnicas Temporales para Enfrentar Incumplimientos y Obligaciones Contractuales” con el objeto de incentivar la búsqueda de mecanismos de apoyo a la situación crediticia de los deudores que puedan presentar dificultades de pago en sus préstamos o a los sujetos obligados contractualmente con entidades financieras a las que les aplican dichas Normas.
- **Medidas aplicables a seguros**
Las aseguradoras deben garantizar que las personas obligadas al pago de las primas correspondientes a los seguros y que resulten afectadas por las situaciones generadas por el COVID-19, no incurran en incumplimientos de obligaciones contractuales, ni tampoco podrán imponérselos penalidades mercantiles de ningún tipo.




36

Diapositiva 26

El Banco Central implementó medidas orientadas a aliviar el impacto negativo de la crisis en el Sistema Financiero (III)

- **Medidas aplicables al mercado previsional**
 - “Normas Técnicas Temporales relativas al Sistema Previsional” que tienen como objeto hacer una exención temporal a la obligación que tienen los pensionados de comprobar su sobrevivencia, estado familiar y presentar una declaración jurada para continuar con el goce de los beneficios.
 - Remisión de circular a las Administradoras de Fondos de Pensiones con el objeto que puedan utilizar medios electrónicos alternos para dar continuidad a los procesos que realizan, sin la necesidad que los afiliados deban presentarse a las agencias.
 - Otras cuyo objetivo es procurar la operatividad del primer Fondo de Ahorro Previsional Voluntario.




37

En cuanto a los seguros, no se va a penalizar a los que incumplieron las primas.

Se hicieron otras medidas relativas al sistema previsional, esto en el sentido de que, por ejemplo, hay una obligación de que los pensionados asistan para demostrar su sobrevivencia. Esto se eliminó, de tal manera que la gente no estuviera circulando en las calles. Se han utilizado los medios electrónicos, así como también todos los canales electrónicos posibles para evitar una mayor movilización de las personas [Diapositiva 26].

Estamos viendo que esta pandemia nos ha afectado definitivamente, así como al resto de países y vemos que su impacto es muy fuerte.

Diapositiva 27

Valoraciones finales

- La pandemia ha afectado significativamente a la economía salvadoreña, inclusive en una mayor medida que la crisis de 2009.
- El Banco Central estima una caída del PIB en un rango de -6.5% a -8.5%.
- Para afrontar la pandemia se tomaron diferentes medidas de índole financiero, de apoyo a los hogares y sanitarias.
- Considerando el régimen de dolarización del país, las medidas del Banco Central se han centrado en fortalecer la liquidez del sistema financiero.
- A pesar del COVID-19, el sistema financiero se mantiene estable.



En el Banco Central, se han tomado distintas medidas financieras en lo que, a nuestra competencia, se circunscribe. Hemos apoyado al gobierno como agente financiero del Estado, como por ejemplo en la colocación de bonos en el mercado internacional y en las conversaciones con el Fondo Monetario Internacional a fin de que

podamos establecer las mejores medidas para poder superar esta crisis, misma que esperemos termine muy pronto [Diapositiva 27].

Con esto finalizo mi presentación. No está demás decir que siempre tengan con nosotros la confianza para hacer alguna consulta posterior. Estamos a la orden. Muchas gracias.

SESIÓN PLENARIA

Julio Velarde

Presidente del Banco Central de Reserva del Perú



Es un placer estar en esta conferencia. Creo que he asistido a ella anteriormente, en dos ocasiones, en La Paz hace ya bastantes años. Quiero agradecer al Banco Central de Bolivia y a su Presidente. Siempre es grato poder estar en una reunión con otros presidentes de bancos centrales.

Tengo una presentación, pero antes, tal vez, algunos comentarios generales.

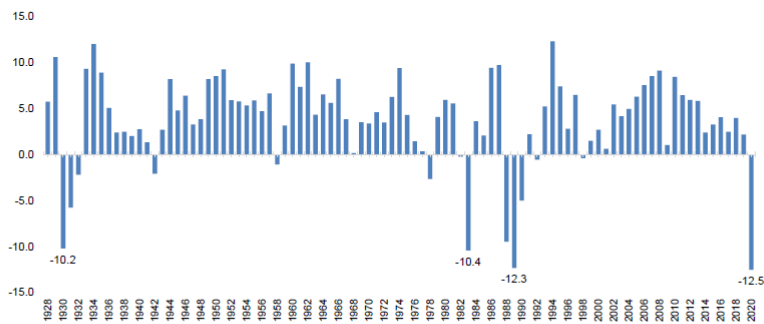
Perú llegó a ser el quinto país en número de contagios. Hace tres semanas nos pasó Sudáfrica, hace dos semanas México. Hasta hace dos días, éramos el séptimo país en contagios. Ayer, nuevamente, superamos a México y hoy somos el sexto. Si bien el número de contagios crece menos que en Colombia en cuanto a número, todavía estamos en una situación bastante grave. El promedio de positividad que se da en las últimas pruebas administradas es casi del 30%, y cuando se ha hecho tamizaje a poblaciones amplias, con hogares aleatorios -en el caso de Lima, hace un mes salió casi 25%-, el grado de contagio parece que ha sido bastante elevado, a pesar de un confinamiento bastante estricto. Juan José Echavarría hablaba del caso de Colombia y Argentina. Nuestro confinamiento ha sido bastante estricto, a diferencia de Argentina, básicamente Buenos Aires, y de muchas provincias de la Argentina donde, incluso, han iniciado clases. En nuestro caso, la cuarentena fue total. Y, a diferencia de Colombia, que comenzó con un confinamiento en Bogotá que después se extendió al resto de Colombia, nosotros tuvimos un confinamiento total desde el comienzo. Hemos tenido uno de casi 100 días y ha sido muy duro. Se han iniciado las actividades, pero las secuelas de ese confinamiento nos han dejado huellas profundas.

Vamos a tener una caída que, estimamos en este año, será la peor de los últimos 100 años, incluso mayor a la de la Gran Depresión de los años treinta [Diapositiva 2]. La caída está concentrada, básicamente, en un trimestre o en un poco más de un trimestre; la caída en los años treinta fue una caída que duró casi tres años. Acá, probablemente, la recuperación sea algo más rápida, pero, como mencionó el presidente del Banco Central Uruguay y también el de Chile, el daño va a quedar por un tiempo. Las cicatrices van a quedar y la economía que veamos de acá a dos a tres años va estar todavía sufriendo las secuelas de lo que hemos experimentado este año. Esta es una caída no solo del país. En el país es un poco más grave. No ha sido una caída masiva sincronizada en todos los países, y creo que la recuperación también va a ser desigual, algo que va a afectar a los sectores de diferente forma. Como ustedes saben, hay sectores más afectados que otros: turismo, restaurantes, servicios. Es una situación bastante particular.

Diapositiva 2

Como consecuencia de la pandemia, el Perú registraría este año la caída del PBI más grande de los últimos 100 años. En gran medida esto ha sido consecuencia de la duración y el amplio espectro del cierre de actividades económicas

PBI, 1928-2020
Var. % anual

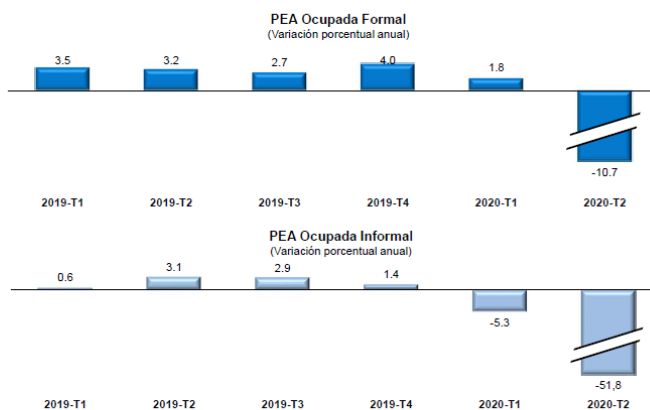


Fuente: FMI (WEO) y BCRP.

3

Diapositiva 3

En el segundo trimestre se observó una marcada pérdida de empleos, principalmente en el sector informal.

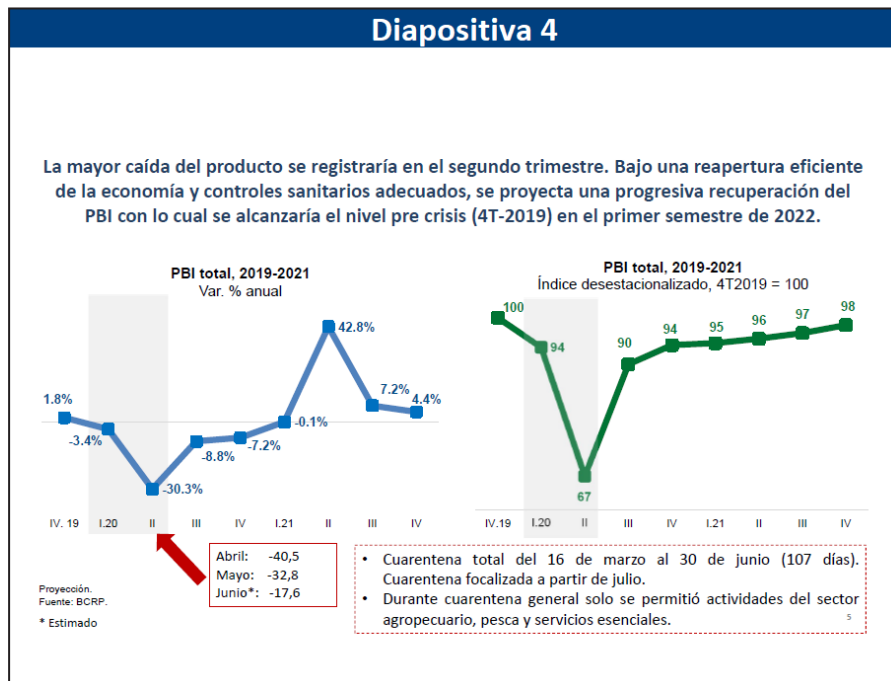


Fuente: ENAHO, MTPE.

4

La población ocupada formal ha caído casi en 10%. Estas son encuestas a hogares y también del Ministerio de Trabajo. Creemos que va a caer algo más porque hay contratos temporales que probablemente no se renueven. La población informal va ir recuperándose conforme se reanuden las actividades. En la Encuesta de hogares, por el confinamiento, cerca de un 51% del sector informal decía que no estaba trabajando [Diapositiva 3].

La caída que esperamos, en el segundo trimestre, es casi del 30%; tal vez sea un poco exagerada. Nosotros tenemos modelos con indicadores, tenemos el modelo de *nowcasting*, y nos salen números bastante más bajos. La caída mayor se produjo en abril, con casi 40% del producto. Con indicadores de *nowcasting*, nos sale más de 28%. Creo que hay varios problemas ahí. Uno es la informalidad misma. En un país informal, y América Latina los tiene bastante, el confinamiento no puede funcionar cuando es muy largo. Si bien un confinamiento de 15 días puede funcionar, la gente que no tiene ingresos o no tiene muchos ahorros (en las encuestas que hemos hecho, los ahorros a gran parte de la población le alcanzaban para menos de un mes) un confinamiento largo los obliga a salir. Ha habido mucha actividad a puerta cerrada en el sector informal, y en los supuestos del cálculo del Instituto de Estadísticas, si bien se considera al sector informal, se asume que se mueve igual que el sector formal. En estos movimientos de quiebre estructural, esos supuestos probablemente no estén sirviendo, pero, aun así, la caída es dramática. En el segundo trimestre, Perú cayó 8,8% y tiene una recuperación rápida, pero no retornaremos al nivel pre-pandemia hasta el 2022. Estamos estimando que recién alrededor del segundo trimestre del 2022, podremos llegar al nivel de pre-pandemia y, eso es, asumiendo que habrá una vacuna que se dará el primer semestre del 2021 [Diapositiva 4].



Se ha dado lugar a varias medidas. Voy a referirme solo al tema monetario. Las fiscales son las de cualquier libro sobre qué hacer en el caso de una recesión. Se han dado transferencias monetarias a las familias de casi 8 millones y medio de hogares, se han dado canastas de víveres, se han subsidiado parte de las planillas en las empresas que suspendían temporalmente el trabajo por 2 o 3 meses. Muchas de las medidas fiscales han sido muy lentas y, muchas veces, es el temor a la Contraloría lo que hace que la entrega se demore mucho para evitar correr el riesgo de darle a una familia que tal vez tenía ingresos. Esto hace que sea más lento de lo que debería ser. Se han dado nuevos programas de crédito a nivel sectorial y, probablemente, uno de los más importantes es el que voy a explicar luego, que consiste en operaciones de repos del Banco Central con créditos garantizados por el Estado [Diapositiva 5].

Diapositiva 5

Durante el periodo de emergencia se han puesto en marcha diversos mecanismos de respuesta de política fiscal y política monetaria.

I. Medidas sanitarias y continuidad de operaciones del gobierno

II. Apoyo a Empresas
principalmente:

- Repos con garantía estatal
- Programas de apoyo a microempresa (FAE -MYPE), turismo y agricultura
- Postergación de tributos, menores pagos a cuenta del IR
- Fraccionamiento especial
- Subsidio a la planilla, transporte

III. Hogares
principalmente:

- Transferencias monetarias y en especie a familias vulnerables
- Bono Familiar Universal, Bono Rural, Bono Independiente, Bono "Yo me quedo en casa": 8,5 millones de familias serán beneficiadas.
- Entrega de Canasta Básica Familiar: 2,5 millones de familias beneficiadas.

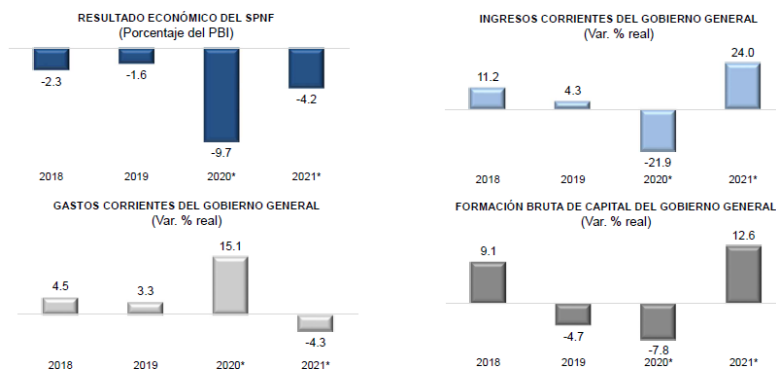
El uso de Repos con garantía estatal representaría una inyección de liquidez de 9,4 puntos porcentuales del PBI.

6

En la parte fiscal, teníamos un déficit relativamente controlado. El año pasado fue de 1,6% del producto; este año, por razones obvias, va a crecer a casi 10%, explicado, más, por la caída de ingresos fiscales. Los ingresos fiscales van a caer 22% en términos reales y en términos nominales va a ser lo mismo. Esperamos una inflación de 0% este año. Los gastos corrientes estarán creciendo 15% y la inversión pública caería 8%, básicamente por la contracción que ha habido en los meses de confinamiento [Diapositiva 6].

Diapositiva 6

Se estima que el déficit fiscal se eleve hasta 9,7 por ciento del PBI (6 veces el del año anterior) debido a la mayor demanda de recursos y caída en la recaudación (amplificado por la caída del producto).



*Proyección.
Fuente: BCRP.

7

El cierre fue total. Se suspendieron incluso las obras públicas que venían avanzando hasta la declaración del confinamiento en marzo y se espera una recuperación el próximo año, si bien estará por debajo de los niveles de inversión pública que teníamos el 2018. El gasto corriente se contraerá el siguiente año porque las transferencias a las familias ya no tendrían que darse. Muchos de los gastos de apoyo al gasto de salud, aumento de camas, aumento de unidades para cuidado intensivo, ya no tendrían que darse, y por eso se prevé una contracción del gasto corriente. El déficit se reduciría a 4% del producto que, para nuestros últimos 20 años, es un déficit bastante alto, menos de la mitad de este año.

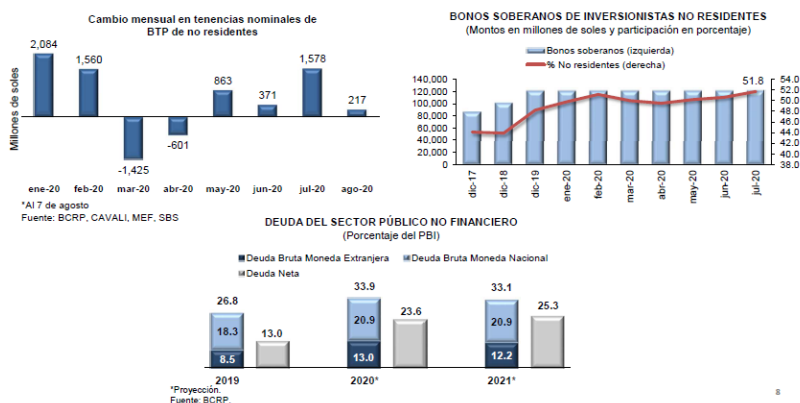
A pesar de esto, hemos tenido confianza en los inversionistas. Fuimos, después de Panamá, el primer país emergente en acudir al mercado y la demanda por nuestros bonos fue ocho veces la demanda de lo que emitimos a comienzo de abril, casi fines de marzo. Y, si bien en marzo habíamos experimentado una salida de extranjeros en nuestro mercado de bonos, eso mismo fue lo que pasó en todo el mundo. Hubo pánico, por lo que la gente fue a refugiarse en el dólar y en los bonos del Tesoro. Esto ya se revirtió y ya se empezaron a observar flujos positivos. La participación de extranjeros en nuestro mercado de bonos, que se había reducido entre marzo y abril, nuevamente está por encima de 50%. Está casi en el 52% y seguimos viendo permanentemente un apetito, una demanda que va creciendo, más lentamente que en otros momentos, pero la demanda de tenedores extranjeros por nuestros bonos está creciendo.

Esto también complica la cosa. No hemos hecho programas, como hizo Colombia, y como probablemente lo haga Chile, ahora que el Congreso le permitió participar en el mercado secundario en la compra de bonos porque la compra de bonos, en gran medida, iba a significar

comprar a extranjeros y ello generaría una presión sobre el tipo de cambio. La deuda del sector público va a crecer sustancialmente. La deuda de Perú va a llegar a 33,9% este año, en gran medida, por la caída del producto. El producto está cayendo 12,5% este año, y el próximo año bajará el porcentaje, no porque no haya déficit, sino porque el producto está creciendo a casi dos dígitos. La deuda neta, que era bastante baja en el caso de Perú, 13% el año pasado, descontados los activos financieros del gobierno, va a pasar a ser casi 26% del producto el próximo año [Diapositiva 7].

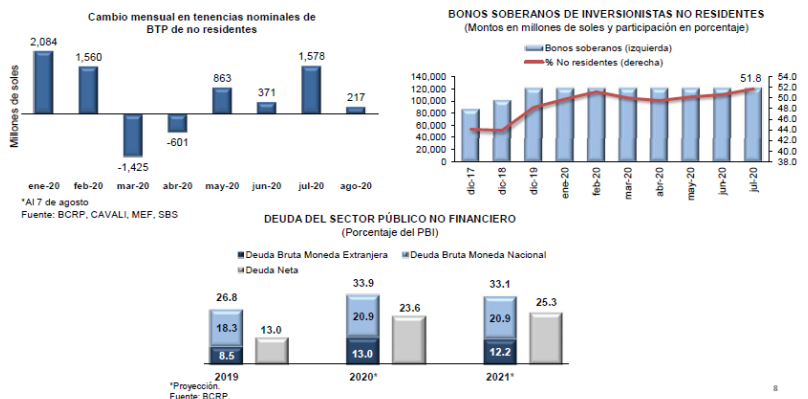
Diapositiva 7

El mayor déficit se traduciría en un incremento del ratio de deuda a 33,9 por ciento en este año. La preferencia de los no residentes por los bonos soberanos peruanos se mantiene. El flujo positivo de tenencias de bonos se recuperó desde mayo. El saldo de bonos en manos de no residentes supera el 50 por ciento del total.



Diapositiva 8

El mayor déficit se traduciría en un incremento del ratio de deuda a 33,9 por ciento en este año. La preferencia de los no residentes por los bonos soberanos peruanos se mantiene. El flujo positivo de tenencias de bonos se recuperó desde mayo. El saldo de bonos en manos de no residentes supera el 50 por ciento del total.



Las tasas de rendimientos tuvieron este pico en marzo, que ha pasado con todos los activos de riesgo, sean corporativos norteamericanos u otros y se han normalizado después. Tal vez, la curva se ha aplanado menos en el caso peruano porque Perú ha tenido un retiro en sus fondos de pensiones, algo que el Congreso promulgó y que hizo que estos vendieran sus bonos, básicamente, en el tramo de mayor duración. Como pueden ustedes ver, el tramo de mayor duración es la línea morada. El bono a tres años, está prácticamente a 0,5%, y estamos esperando que, una vez que se normalice la situación con los bancos bastante líquidos, vaya a aplanarse mucho más.

Se calmaron los mercados, en gran medida, con esta venta de los bonos que se autorizó a los fondos de pensiones (AFPs) porque el Banco Central, inmediatamente, anunció que iba a sacar repos para que los bonos del Tesoro, que tenían las AFP, no tuvieran que venderse

en un periodo muy corto, cosa que también está haciendo Chile ahora. Ello ayuda a que el mercado no tenga esa distorsión por la que los extranjeros, o los otros tenedores, se asusten de que el precio pueda caer por esa nueva oferta que iban a tener los fondos de pensiones [Diapositiva 8].

Entre las acciones que hemos tomado [Diapositiva 9], tan pronto se inició el confinamiento

Diapositiva 9

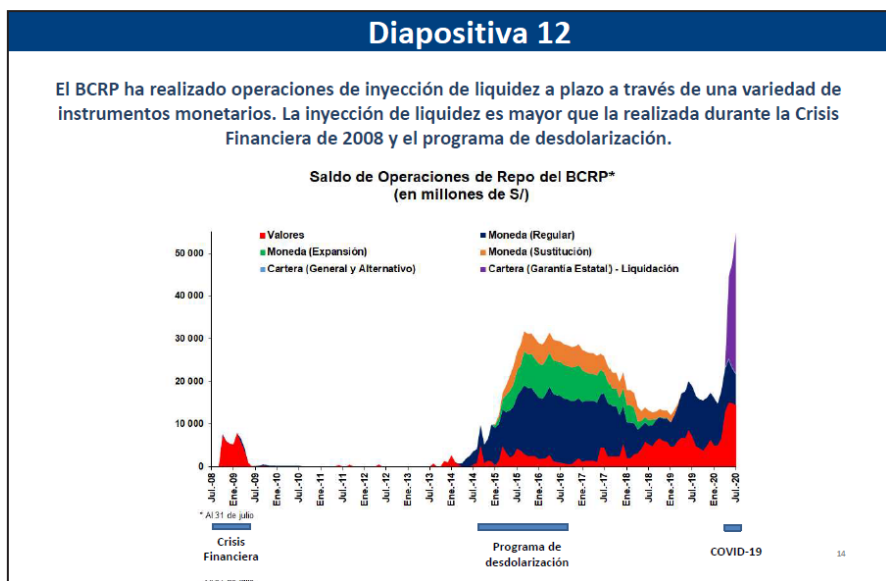
La respuesta de la política monetaria se enfocó en 4 aspectos

01	Reducción de la tasa de interés de política monetaria Reducción de la tasa de interés de referencia entre marzo y abril, de 2,25 a 0,25 por ciento, su mínimo histórico.
02	Flexibilización de los requerimientos de encaje Reducción de la tasa de encaje en soles de 5% a 4% y de la tasa de encaje para obligaciones en dólares con plazos menores a 2 años con entidades financieras extranjeras de 50% a 9%. Reducción del requerimiento mínimo de cuenta corriente en soles de los bancos en el BCRP de 1,0% a 0,75%. Suspensión del requerimiento adicional de encaje asociado al crédito en dólares.
03	Provisión de liquidez al sistema financiero Plazos de 6 meses a 3 años para repos de valores y monedas. Repo contra cartera de créditos. Nuevas facilidades de liquidez: (i) operaciones de reporte de créditos con Garantía del Gobierno (Reactiva Perú), (ii) operaciones de reporte condicionadas a la refinanciación de cartera de créditos y (iii) Programa de Garantía del Gobierno a la Cartera Crediticia de las empresas del sistema financiero.
04	Reducción de la volatilidad en tasas de interés de largo plazo y del tipo de cambio Intervención cambiaria principalmente mediante derivados. Ampliación de los límites para el encaje adicional en soles asociado a las ventas de instrumentos derivados cambiarios de los bancos. Repos de valores con AFPs con bonos soberanos y compra directa de moneda extranjera.

11

el 15 de marzo, es que bajamos 100 puntos la tasa de interés -estaba en 2,25%, la bajamos a 1,25%. Y tan pronto el confinamiento se extendió más de quince días, la bajamos a 0,25% en una reunión en Semana Santa [Diapositiva 10]. En ese momento, era la tasa más baja en los mercados emergentes. Ahora ya no es el caso, Israel ya tiene 0,1%, Polonia tiene 0,1% y la república Checa también ha bajado a 0,25% [Diapositiva 11].

tampoco ayuda mucho, solo un poco, para continuar con la ampliación de crédito. Ayuda algo para dar créditos garantizados, pero ya estamos en niveles bastante bajos. Luego se bajó el encaje. Había muchas normas que estaban hechas para ingresos masivos de capitales, que también las desmantelamos.



Había un programa de desdolarizar el crédito de los bancos, en el que fijamos metas de reducción anual. También lo suspendimos y hemos provisto bastante liquidez a los bancos [Diapositiva 12]. En la crisis 2008-2009, creamos una operación de reporto contra créditos garantizados; nunca se utilizó, porque la situación de 2009 se calmó rápidamente y se revirtió cuando China mejoró el precio de los *commodities*. Si bien los bancos están bastante líquidos, hemos hecho algunas operaciones para darles seguridad y confianza a los bancos de que van a tener la liquidez siempre, incluso si sus instrumentos más líquidos comenzaran a ser menores. Hemos hecho algunos repos contra cartera normal de los bancos para que sientan esa confianza de que no tienen que estar guardando la liquidez a cualquier costa, sino que pueden utilizarla, en gran medida, para otras operaciones. Tenemos también a disposición repos contra *factoring*, aunque, en este caso, no hemos realizado ninguna operación todavía; y también los repos, que usualmente los hacíamos a seis meses, los hemos extendido a tres años y hasta cuatro, en el caso de algunos repos garantizados. Hemos dado nuevas facilidades de todo tipo, incluso para la reprogramación de la cartera crediticia en el sistema financiero [Diapositiva 13].

Diapositiva 13

Dentro de los instrumentos monetarios utilizados para inyectar liquidez destacan las Repos de Cartera con Garantía Estatal asociados al Programa Reactiva Perú.

Operaciones del BCRP

	Flujos (en millones de soles)
Instrumento	16.Mar-Ago-20*
1. Inyección Neta del BCRP	8.092
a. Repos No Garantizados	6.435
b. Vencimiento de CDBCRP	-343
c. Liberación por Encajes	2.000
2. Repos Garantizados**	67.000
Total	75.092
Nota: Total en % del PBI	10,6

* Al 6 de agosto

**Corresponde al monto anunciado e incluye el Programa Reactiva Perú y el programa de garantía estatal a la cartera crediticia (DL 1508).

Comparativo de Agregados Monetarios*

País	Var. % 12 meses	Último dato disponible
Australia	7.8	May-20
Brasil	23.2	May-20
Canadá	14.9	May-20
Chile	9.5	Jun-20
China**	11.1	Jun-20
Colombia	17.6	Jun-20
Corea del Sur	8.4	Apr-20
Estados Unidos	23.1	May-20
Eurozona	9.1	May-20
Japón	5.9	Jun-20
México	13.6	May-20
Nueva Zelanda	9.8	May-20
Perú	21.8	Jun-20
Rusia	11.3	Jun-20

* Corresponde a la definición de M3.

** Corresponde a la definición de M2.

Fuente: IMF, Bancos Centrales y FRED Database.

15

Diapositiva 14

Nuevo instrumento para proveer liquidez: Operaciones de Reporte bajo el Programa Reactiva-Perú

Objetivo: Inyectar liquidez a la economía de forma rápida, para que las empresas puedan reponer su capital de trabajo, pagar a sus trabajadores y a sus proveedores, y así asegurar la continuidad de la cadena de pagos. **Primer tramo:** hasta S/ 30 mil millones. **Segundo tramo:** hasta S/ 60 mil millones (empezó el 30 de junio). En total 8,4 por ciento del PBI.

Flujo de fondos del Programa Reactiva Perú



El mecanismo de subasta contribuye a acelerar el traspaso de la reducción de la tasa de interés de política monetaria hacia las otras tasas de interés.

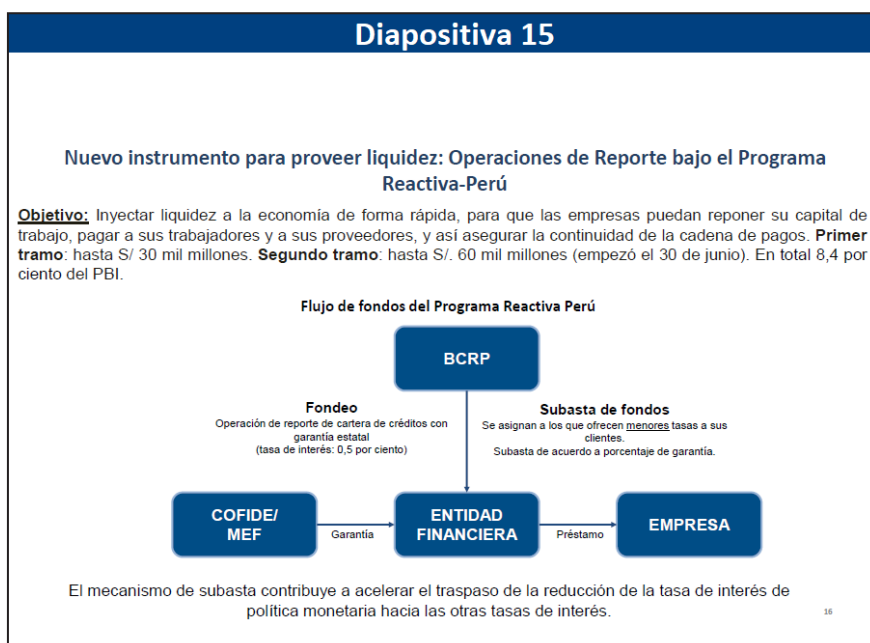
16

Nosotros dejamos flotar, desde el año 90, el tipo de cambio, pero hemos intervenido siempre tratando de evitar la volatilidad excesiva. Chile junto a Perú, de los cinco países más grandes de la región, son los que menos se han depreciado. Bueno, se han depreciado casi 7% en lo que va del año. Lo que buscamos es evitar volatilidad excesiva y estas intervenciones, que las tenemos hace tiempo, han hecho que incluso los algoritmos de los *hedge funds* y de otros inversionistas

se estén estimando, siempre que la volatilidad del sol peruano sea algo menos que la de otras monedas, lo que ayuda a que no se metan en muy corto plazo, y que estén especulando frente a movimientos.

La tasa la hemos bajado a 0,25%, lo que implica una tasa real negativa. Estamos esperando que la tasa de inflación siga bajando: nuestra meta de inflación es 2% +/- 1%. Ha sido, más o menos, 2 y fracción, similar al promedio que hemos tenido en los últimos veinte años. Ahora estamos esperando que esté fuera de rango, probablemente más cerca del 0%. Son tasas que, realmente, nunca esperé ver.

En la crisis de 2008-2009, nosotros bajamos la tasa a 1,25% y fuimos el segundo banco central emergente que tenía la tasa más baja junto a Tailandia. El más bajo fue Chile en ese momento. Históricamente es extremadamente baja para nosotros y es baja para países cuya moneda no sea un medio de reserva. Y ahí, pueden ver la comparación con otros países: Polonia está más abajo y República Checa está también en 0,25%.



Hemos inyectado masivamente liquidez, mucho mayor de lo que hicimos el 2008 y 2009, como pueden ver en el gráfico. Antes de este *tapering*, le dábamos soles a los bancos contra diferentes instrumentos y por eso creció, entre 2013-2016, con una apreciación cambiaria, pero no llegamos, nunca antes, a niveles como los que tenemos ahora. Son básicamente estos repos los que estamos otorgando, con cartera garantizada, los que están explicando eso, como pueden ver en el cuadro.

La inyección neta que estamos dando, la que esperamos cuando termine agosto, es 10,6% del producto, que es sumamente agresiva. Si comparamos con el último dato disponible que

estamos mostrando de Perú, que es junio, y de los otros países, que es mayo, estamos entre los países que han hecho crecer más los agregados monetarios [Diapositiva 15].

Es una política bastante agresiva. Estamos haciendo crecer los agregados monetarios o la oferta monetaria más que varios países desarrollados. La excepción es Estados Unidos, que ha hecho crecer sus agregados monetarios más que Perú: a 23% a comparación de nuestro 21,8%.

Hemos bajado tasas, hemos inyectado liquidez masiva a los bancos. El problema es que el temor de los bancos a prestar, en esta situación, termina siendo bastante grande. Hay una reticencia, una resistencia a prestar; por eso, impulsamos un programa de garantías que da el gobierno para que los bancos presten contra ellas. Nuestra propuesta inicial, incluso para las empresas más pequeñas, era una garantía de 100% como tienen Japón, Hong Kong, Corea, Italia o Alemania. El problema es que puede terminar siendo muy costoso y tiene sentido si uno pensaba que el confinamiento era por dos semanas o por un mes, pero cuando el confinamiento es más de tres meses, otorgar una garantía de casi el 100% sale muy costoso porque, definitivamente, hay decenas y centenas de miles de empresas que van a quebrar. Se vuelve imposible evitar eso.

Diapositiva 16

Subastas de Reactiva Perú

Subastas de Operaciones de Reporte con Garantía Estatal - Reactiva Perú

Porcentaje de Garantía	Colocado	Tasas de interés para los clientes			Montos asignados* (%)
		Mínima	Máxima	Promedio	
80	9 293	0,79	1,99	1,13	17,9
90	23 362	0,90	2,10	1,17	44,9
95	12 999	0,54	2,50	1,23	25,0
98	6 355	0,50	4,00	2,41	12,2
Total	52 008	0,50	4,00	1,33	100,0

* Al 3 de agosto.
Considera las subastas de la Fase 1 y Fase 2 de Reactiva Perú, por un monto total de S/ 52 mil millones.

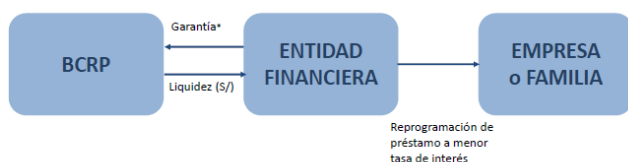
17

La idea es que el Banco Central da repos contra créditos garantizados por el Tesoro y lo hace mediante una subasta. Se lleva la liquidez del Banco Central aquel banco que ofrezca que va a cobrar la menor tasa de interés a su cliente. Hasta ahora, esto ha sido bastante exitoso, como veremos en un momento. Lo que queríamos era, no solo que llegue al sistema, sino que traspase, también, la reducción de tasa de interés que ha tenido el Banco Central [Diapositiva 16].

Diapositiva 17

Operaciones de Reporte con Reprogramaciones de Cartera de Créditos

- Promueve la fijación de menores tasas de interés y de mayores plazos.
- Las empresas del sistema financiero (ESF) podrán obtener liquidez (S/) a cambio de la venta de títulos valores de primera calidad (CD o BTP), de moneda extranjera (US\$), o de cartera crediticia, siempre y cuando estas cumplan con refinanciar los créditos de sus clientes, en un plazo entre 6 y 48 meses, y a tasas de interés menores a las pactadas inicialmente.
- Estas operaciones son de colocación directa y se acceden de forma voluntaria.
- Al 5 de agosto el saldo de los repos con reprogramación de créditos asciende a S/ 173 millones.



* valores de alta calidad, Liquidez en US\$ o Certificados de crédito

15

La tasa de interés para los clientes, en promedio, ha sido 1,33%, incluyendo a la microempresa, que es una tasa históricamente baja, casi impensable. A las microempresas les cobraban 35%, 40%, o más, muchas veces. Obviamente, son las microempresas que califican para el crédito del Banco. En este caso, la garantía es 98% y sube a 80% para las empresas más grandes. Se excluyó a los corporativos, que son muy grandes; el crédito máximo que se está dando es de tres millones y medio de dólares. Lo importante acá es el efecto coordinación. Es decir, estábamos buscando reducir la tasa de interés a los créditos nuevos [Diapositiva 17].

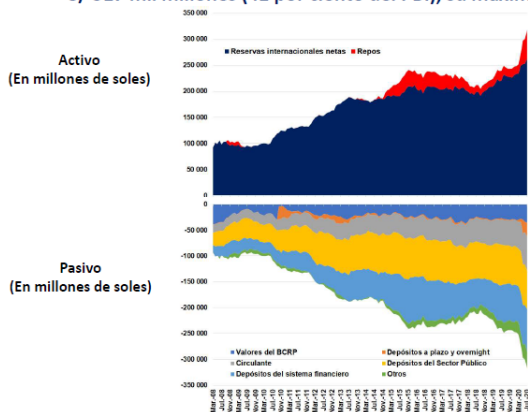
El problema es cómo hacer, también, para que se baje la tasa de interés de los créditos antiguos. Hay un mercado activo de compra de créditos de un banco a otro. En este momento, en el que a los mismos bancos les es difícil discriminar quién es un buen cliente, o en el que la situación de los balances de familias y de empresas se ha deteriorado significativamente, eso no está funcionando.

Por ello, creamos un repo a cuatro años, con el compromiso de darles más liquidez siempre y cuando reduzcan la tasa de interés en 20% o 2 pp. El crédito vigente, que ya ha sido dado, está con recursos dados por el banco y no necesita una línea adicional de liquidez, excepto si están comprando créditos a otros. La idea era coordinar y que los clientes presionen al banco para que les redujeran la tasa de interés en las obligaciones vigentes. Todavía tenemos pendientes, en el Congreso, propuestas que implican una amenaza.

El balance del Banco Central, como porcentaje del producto, se compara al de países desarrollados como Japón y EEUU, en gran medida, porque tenemos más reservas como porcentaje del producto, pero estos repos han ayudado sustancialmente. Actualmente, el balance del Banco Central alcanza al 41% del producto que es un máximo histórico [Diapositiva 18].

Diapositiva 18

Como resultado de estas operaciones, el balance del BCRP asciende a S/ 317 mil millones (41 por ciento del PBI), su máximo histórico.

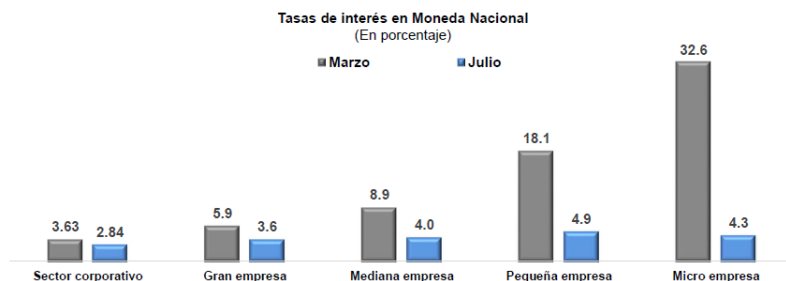


19

Las tasas de interés se han reducido sustancialmente, en parte por este programa. Por ejemplo, en las microempresas, la tasa promedio antes era 32%, ahora es 4,3%; para la pequeña empresa está en 4,9%; para la mediana empresa es 4%; y así, sucesivamente, estamos con tasas históricamente bajas [Diapositiva 19].

Diapositiva 19

Las tasas de interés se han reducido siguiendo la evolución de la tasa de referencia y el incremento significativo de la liquidez.

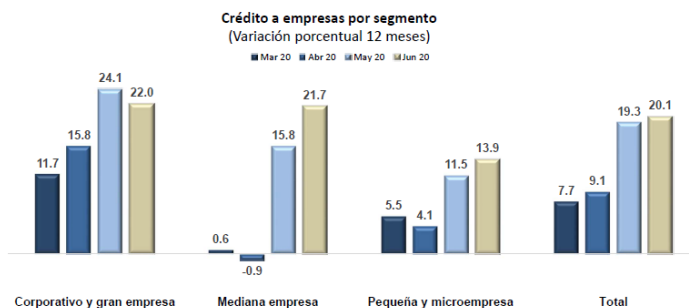


*Promedio ponderado de la tasa de interés de los créditos otorgados en el mes respectivo.
Fuente: SBS.

20

Diapositiva 20

Las medidas del BCRP han contribuido a una expansión del crédito al sector privado, el cual creció 20% interanual en junio. El crédito a las pequeñas y microempresas se expandió en 14%.



Fuente: BCRP.

21

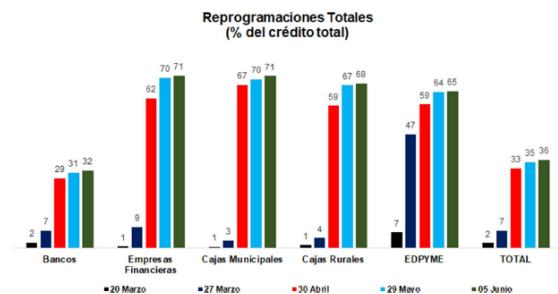
El crédito a empresas ha crecido sustancialmente. Veamos los últimos meses: el crédito a empresas está creciendo a 20%, que es una tasa excepcional, es una tasa mayor a cualquiera en los últimos años [Diapositiva 20].

Para fin de año, estamos estimando que el crecimiento del crédito llegue a 15%, que es mayor a cualquier de los años anteriores, excepto el 2012. En ese año, también estábamos creciendo a tasas de 15% y había un gran optimismo en la economía, por lo que es difícil comparar. El nivel que se tenía, en momentos de crecimiento del producto, fue bastante alto y muy superior a cualquiera de los últimos siete años. El 2021, esperemos, ojalá podamos hacer algo. Vamos a buscar medidas, pero hasta ahora es nuestro pronóstico, teniendo en cuenta que comenzará a devolverse parte del crédito dado ahora. El crédito, que era 43% del producto, ahora va a ser 50% del producto.

También se ha venido reprogramando créditos. La Superintendencia de Bancos ha dado todas las facilidades para reprogramar y realizar provisiones. En general, se ha reprogramado un porcentaje bastante importante del crédito, casi 43%, y se lo ha hecho voluntariamente, lo que es bastante importante [Diapositiva 21].

Diapositiva 21

La Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS) permitió a las instituciones financieras reprogramar créditos por hasta 12 meses sin afectar la calificación crediticia de los deudores. Es uno de los programas más grandes de su tipo en la región: al 5 de junio, el 36 por ciento de la cartera del sistema financiero ha sido reprogramado voluntariamente.



EDPYME: Entidades de Desarrollo de la Pequeña y Microempresa.

Fuente: SBS

22

¿Por qué no hemos optado, como los países desarrollados, por la compra de bonos? Porque en el Perú, como en muchos países de la región, el crédito bancario todavía es la parte más importante. Estos son datos del BIS¹. Incluso para Perú, no coinciden con nuestros datos, pero frente a países desarrollados, nuestros países dependen más del crédito bancario. Si queremos hacer cualquier tipo de expansión cuantitativa, es más fácil hacerlo a través de los bancos que a través de mercados de capitales. En el caso de Perú, lo que tenemos en el mercado de capitales es cerca del 40% del producto, pero gran parte de esos bonos son emitidos en Nueva York o son emisiones privadas, y nosotros compramos en mercados secundarios, emisiones que son hechas para fondos de pensiones y compañías de seguro. Un banco central no puede participar de ese mercado [Diapositiva 22].

La ventaja de hacerlo mediante la banca es que llega más rápido, se transmite más rápido que mediante el mercado de capitales; el mercado de capitales, incluso, favorece el aumento de precios de activos y la desigualdad, que es lo que se comenta en la prensa y varios estudios.

Las reservas son bastante altas, tenemos, además, la línea de créditos flexibles provista por el FMI². Nuestras reservas son casi de 75 mil millones. Usualmente, nos ponen junto a Rusia, Tailandia y Filipinas como los cuatro países que tenemos más municiones para enfrentar una salida de capitales. Nuestras reservas son casi 6 veces la deuda externa de corto plazo y casi 5 veces la cuenta corriente frente a la deuda de corto plazo. Sin embargo, estamos en una situación nueva. Nunca hemos sido tan agresivos monetariamente y, repito, no somos una moneda de reserva, en cuyo caso, nuestros riesgos son mayores que los que tienen los países que sí tienen una moneda que es de reserva en el mundo [Diapositiva 23].

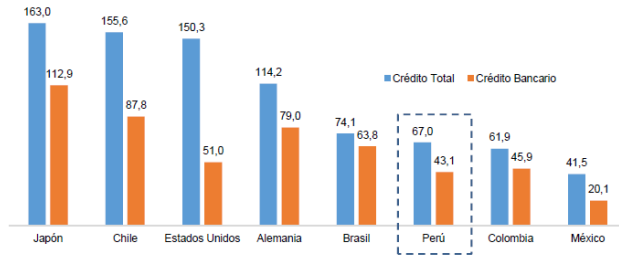
¹ Bank for International Settlements.

² Fondo Monetario Internacional.

Diapositiva 22

Dada la importancia del sistema bancario, el BCRP implementa políticas para incidir en los mercados crediticios.

Crédito al Sector Privado*
(porcentaje del PBI)



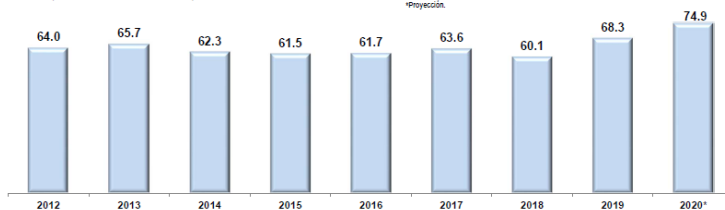
*Datos al cuarto trimestre de 2019.
Fuente: BIS

23

Diapositiva 23

En este contexto de crisis, al Perú le ha sido sumamente importante tener una sólida posición de reservas internacionales. Esto se ha reforzado con la línea no condicional de Crédito Flexible otorgada por el FMI (US\$ 11 mil millones).

Reservas internacionales
(Miles de millones de US\$)



*Al 6 de agosto.
Fuente: BCRP.

24

Indicadores de cobertura internacional			
RIN como porcentaje de:	2018	2019	2020*
a) PBI	26,7	29,6	37,3
b) Deuda externa de corto plazo ^{1/}	466	579	591
c) Deuda externa de corto plazo + déficit en cuenta corriente	360	446	485

^{1/} Incluye el saldo de deuda de corto plazo más las amortizaciones a un año del sector privado y público.

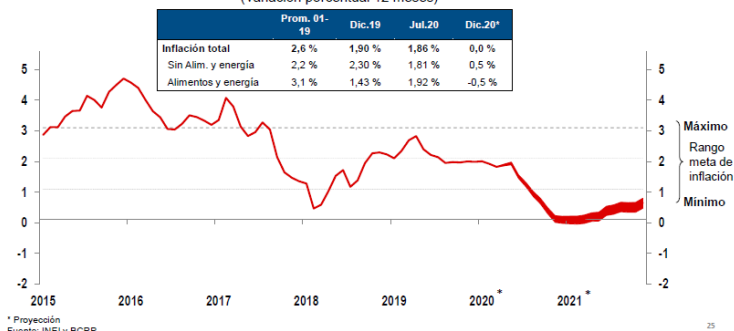
*Proyección.

La inflación que estamos esperando es de 0% para este año y 0,5% para el año próximo. Incluso el sesgo hubiera sido ligeramente negativo, asumiendo que el tipo de cambio está controlado y que no se dispare el tipo de cambio [Diapositiva 24].

Diapositiva 24

Se espera una inflación de 0 por ciento este año y 0,5 en el 2021 debido al impacto de la pandemia sobre la demanda, a la menor inflación importada y a las expectativas de inflación dentro del tramo inferior del rango meta.

Inflación
(Variación porcentual 12 meses)



Diapositiva 25

Desafíos a futuro

1. Para acomodar el choque de ingreso los hogares y empresas necesitan financiamiento a largo plazo, el cual depende del conocimiento que las entidades financieras tengan de sus clientes.
2. El programa de reprogramación ha contribuido a compensar el impacto sobre la fortaleza del sistema financiero.
3. Mantener la tasa de interés de política en niveles cercanos a cero conlleva riesgos, ya que el Sol no es una moneda de reserva. Sin embargo, el alto nivel de RIN y el FCL actúan como amortiguador en el caso de presiones sobre el Sol.
4. El crecimiento del crédito está actualmente respaldado por el Programa de Garantía de Préstamos. Medidas de estímulo adicionales pueden ser necesarias más adelante.
5. ¿Cómo lograr una transición fluida de la política monetaria cuando las condiciones de mercado se normalicen?

Desafiar el futuro es un choque enorme para varias empresas. Un tema que no he tratado, pero que va volverse importante en los próximos meses para todos nosotros, es la incapacidad de pagar deudas de centenares de miles de familias y empresas. Nosotros hemos aprobado hace dos meses y medio un proceso acelerado concursal. Sabemos que por más esfuerzos

que pongan, muchas empresas no van a poder pagar su deuda. Algunas están reprogramando sus deudas a plazos largos y a tasas más bajas. Este es un desafío y tenemos que ir viendo que el sistema financiero se contagie lo menos posible. Hemos hecho pruebas de estrés para el sistema financiero, en su conjunto, con 20% de caída del producto. Los bancos más grandes resisten perfectamente. Creo que todos nosotros estamos trabajando en programas similares si la situación se agravara. Nadie quiere tener, aparte de la pandemia, una crisis financiera que pueda amplificar esto. Hay que tratar de salvar al sistema financiero a toda costa: es básicamente lo que he dicho [Diapositiva 25].

Estamos viendo medidas de estímulo adicionales cuando termine este programa de repos garantizados, que pensamos terminarlo este mes, y tenemos que empezar a pensar en la transición cuando esta situación termine. Felizmente, a diferencia del *tapering* que pasó el año 2013, acá hay un respaldo de la garantía de deuda. Se va recogiendo este signo monetario conforme van pagando la deuda, poco a poco. Hay que ver si hay que mantenerlo por más tiempo, qué problemas surgen y, lo que mencioné, hay que estar muy atentos a lo que pueda pasar en el sistema financiero.

Muchas gracias.

SESIÓN PLENARIA

Rodrigo Cubero Brealey

Presidente del Banco Central de Costa Rica

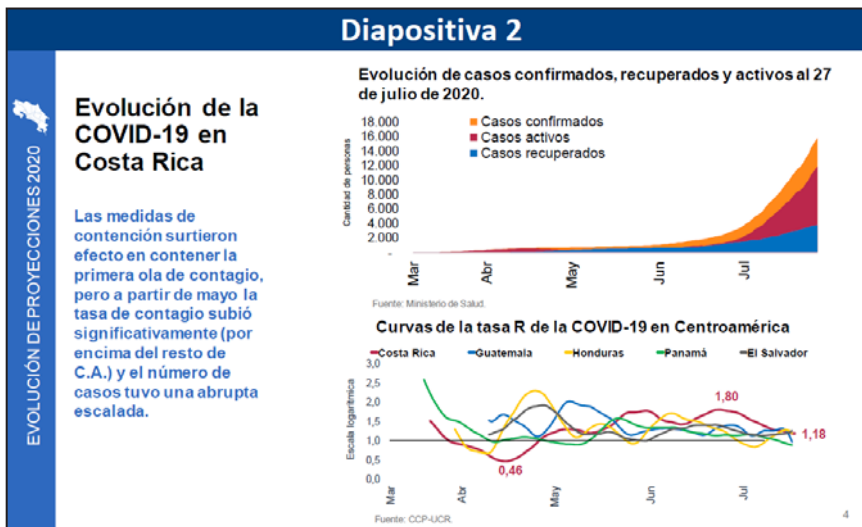


Muchísimas gracias al Banco Central de Bolivia por la invitación a participar en este Treceavo Encuentro de Economistas de Bolivia. Es realmente un honor y un placer poder compartir con ustedes el caso de Costa Rica.

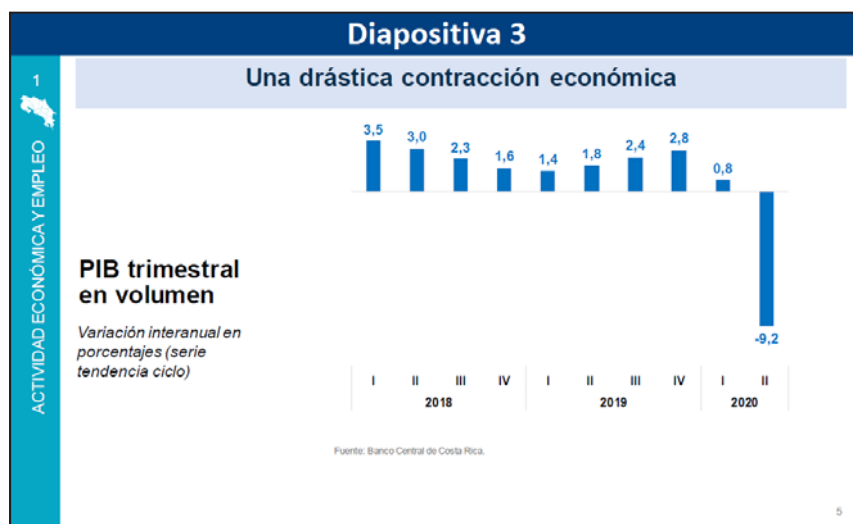
Contexto macroeconómico y perspectivas

Voy a empezar contándoles el contexto macroeconómico y las perspectivas para

la economía nacional para después enfocarme en lo que será de más interés, como lo son las respuestas de política económica frente a este contexto. Bueno, primero, como lo hizo el Presidente del Banco de la Reserva del Perú, no podemos hablar de esta crisis económica sin hablar de lo que está ocurriendo con la pandemia y, en el caso de Costa Rica, tuvimos una primera ola y esta se logró contener muy bien en lo que respecta a la tasa de contagio, por lo que se empezó a reabrir gradualmente la economía a partir de la mitad del mes de mayo. Como consecuencia, en junio, se intensificó la ola de contagios de forma muy dramática y eso llevó a una abrupta escalada de casos y fallecimientos. Esto obligó a que, en Costa Rica, se tenga que re-confinar y esto tuvo consecuencias serias sobre la actividad económica, tanto para el presente como para lo que se prevé en el futuro [Diapositiva 2].



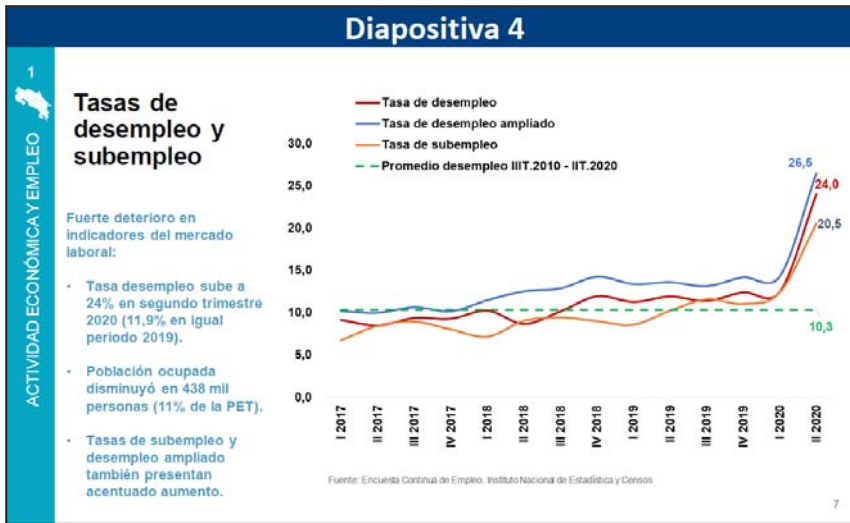
Una drástica contracción económica en el segundo trimestre



Lo que se sufrió hasta ahora ha sido una drástica contracción económica que se refleja en el segundo trimestre de este año, en una caída del PIB interanual de 9,2% en relación con el segundo trimestre de 2019. La contracción realmente fue brutal, situación que fue casi similar en todos los demás países. Los sectores más afectados en Costa Rica fueron las industrias relacionadas con el turismo, por ejemplo hoteles y restaurantes, con una contracción de casi 50% en términos interanuales en el segundo trimestre. Transporte y almacenamiento, comercio fueron muy golpeados, así como todas las actividades de entretenimiento y artísticas. [Diapositiva 3].

Tasa de desempleo sube a 24% en el segundo trimestre

En el caso de Costa Rica, la tasa de desempleo se ha disparado. El subempleo también se vio afectado como consecuencia de las medidas de reducción de las jornadas laborales que han tomado las empresas. Se estima que la caída en la ocupación estaría alrededor del 11% de la población en edad de trabajar, un impacto sobre el mercado laboral muy severo. [Diapositiva 4].



La contracción más fuerte desde 1982

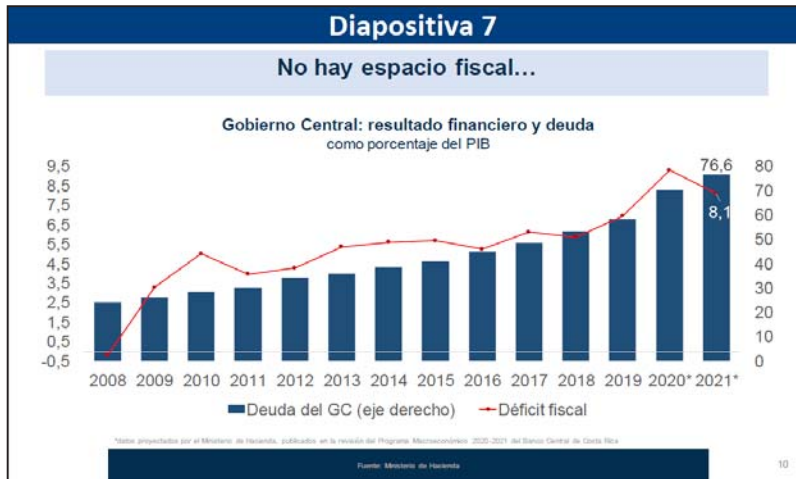
Esta situación está sumiendo a Costa Rica en una crisis que será, para el 2020, la contracción más fuerte que ha enfrentado el país desde la crisis de la deuda en 1982 cuando se tuvo una caída de 7,3%. El Banco Central de Costa Rica (BCCR) estima que, este año, se tendrá una caída del -5% con una recuperación muy parcial del 2,3% en el 2021 explicada, principalmente, por la lenta recuperación del sector turismo [Diapositiva 5]. Esta es una industria que representa entre el 6 y medio y 7% del PIB y además encadena muchos otros sectores. Se estima que el turismo tendrá una recuperación muy lenta el 2021 y 2022. Al igual que el Perú, Costa Rica no recuperará, en estimaciones del Banco Central, su nivel de PIB de diciembre de 2019, sino

hasta finales de 2022, con lo que van a ser 3 años perdidos. Por actividades económicas, para el 2020, se ve el mismo comportamiento y para el 2021 se espera una recuperación parcial de 2% donde las diferentes industrias se recuperan, pero muy lentamente [Diapositiva 6].



No existe espacio para realizar política fiscal

Entonces, frente a ese contexto que se tiene del PIB, se esperaría tener una buena respuesta de política macroeconómica pero, desafortunadamente y a diferencia de otros países de la región, como es el caso de Colombia, Perú, Guatemala y Chile que tienen espacio fiscal, en Costa Rica no se tiene espacio fiscal. Los últimos años se tuvieron déficits fiscales altos, en el año 2019 estuvo en torno al 7% del PIB y este año se espera que llegue al 9,3%. También la deuda estuvo creciendo, de encontrarse en el 2008 alrededor del 20% del PIB, se estima que este año se situará en torno al 70% y se llegará a un pico posiblemente de alrededor del 80% si no se toman medidas correctivas. Vale la pena recalcar que se las está tomando [Diapositiva 7].



Pero sí existe mucho espacio para realizar política monetaria

Como se mencionó, no se tiene espacio fiscal pero sí se puede hacer algo por el lado de la política monetaria. Costa Rica tiene un régimen de metas de inflación de 3% con un rango de tolerancia de más menos 1, es decir que el rango de meta de inflación se encuentra entre el 2 a 4%. La inflación se ha mantenido significativamente por debajo del rango meta en los últimos años. De hecho, estuvo cayendo muy fuertemente como consecuencia de la pandemia y alcanzó incluso tasas negativas. En el mes de julio, ya se tuvo deflación en términos interanuales y la inflación subyacente se estuvo moviendo a la baja y se mantiene muy por debajo del rango meta del Banco Central. Asimismo, las expectativas se encuentran fuertemente ancladas. En efecto, de acuerdo con las encuestas de expectativas éstas se sitúan en el punto medio del rango meta, y por su parte las expectativas basadas en mercados están también apuntando a tener una inflación contenida con lo cual se tiene espacios de política monetaria. [Diapositiva 8].



El BCCR profundiza su postura de política monetaria expansiva y contra-cíclica iniciada en marzo 2019



Dado que la inflación, en los modelos de pronóstico del Banco Central, se mantiene muy por debajo del rango meta en el horizonte de proyección hasta final de 2021, se tiene espacio para una política monetaria expansiva y contra-cíclica [Diapositiva 9].

Política monetaria convencional

Diapositiva 10

Política monetaria convencional

- Banco Central de Costa Rica (BCCR) redujo tasa de política monetaria (TPM) en dos ocasiones desde inicio de la pandemia, para un acumulado de 150 puntos base (p.b.), hasta ubicarla en 0,75% anual, el mínimo histórico de este indicador.
- Profundiza así postura de política monetaria expansiva y contracíclica iniciada en marzo 2019.

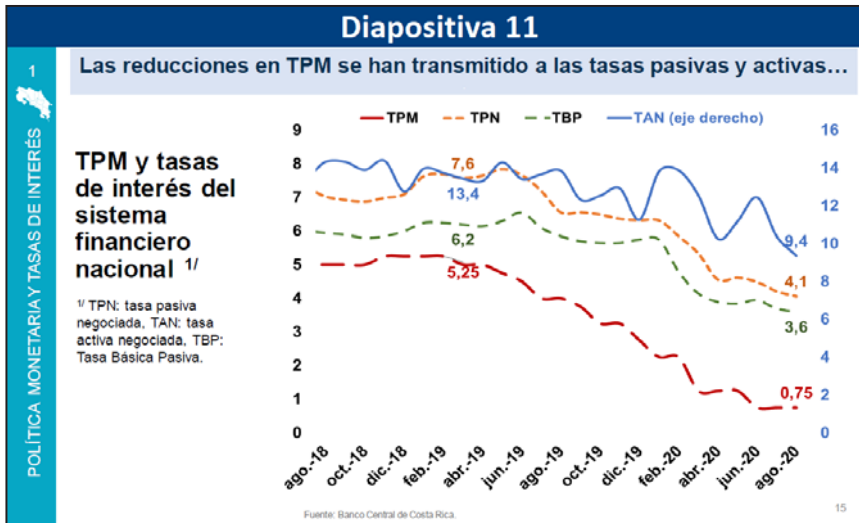
Se debe recordar que la idea de tener política monetaria expansiva surgió en marzo del 2019, frente a una ralentización significativa que tuvo la actividad económica. Esta conjunción de factores que apuntaban a un espacio monetario para una expansión de la política monetaria se realizó desde 2019 pero ahora, con la pandemia,

se intensifica la postura de política monetaria expansiva y contra-cíclica [Diapositiva 10].

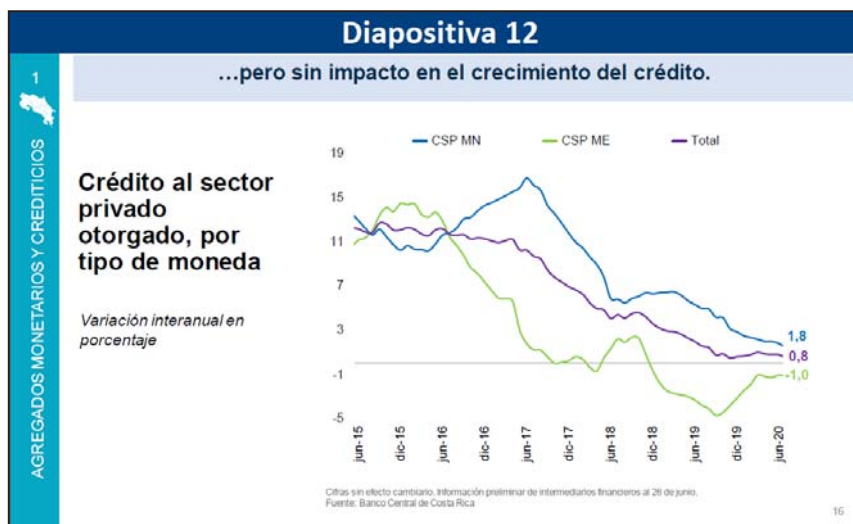
El Banco Central de Costa Rica redujo la tasa de política monetaria en dos ocasiones, llevándola a 0,75%, su mínimo histórico

El Banco Central redujo su tasa de política monetaria en 150 puntos bases adicionales para llevarla a 0,75%: el mínimo histórico de este indicador que es realmente bajo, aunque no como Perú que se atrevió a reducirla hasta 0,25% [Diapositiva 10]. Posiblemente, se puede tener más espacio para reducir alrededor de unos 25 puntos base [Diapositiva 11].

Reducciones en Tasas de Política Monetaria se han transmitido a las tasas pasivas y activas, pero sin impacto en el crecimiento del crédito



La tasa de política monetaria ha caído muy fuertemente y la reducción se ha reflejado tanto en las tasas pasivas como activas. Las tasas activas de crédito se han reducido alrededor de 400 puntos base. La tasa de política monetaria cae en 450 puntos, de manera que hay una buena transmisión en términos de tasas, pero desafortunadamente no en términos de crecimiento del crédito que se ha estancado. Incluso el crédito en moneda extranjera al sector privado registró tasas de crecimiento negativas y las tasas de crecimiento del crédito al sector privado en moneda doméstica estuvieron muy bajas, lo que manifiesta, fundamentalmente, que se tiene un problema de demanda [Diapositiva 12].



Otras medidas de política monetaria

1. Provisión de liquidez a mercados de dinero

Una función fundamental de los bancos centrales, durante la pandemia, fue la provisión de liquidez a los mercados para asegurar estabilidad financiera y funcionamiento de los mercados

Diapositiva 13
Otras medidas de política monetaria:
1. Provisión de liquidez a mercados de dinero

- Una función fundamental de los bancos centrales durante la pandemia es la provisión de liquidez a los mercados para asegurar estabilidad financiera y funcionamiento de los mercados.
- BCCR ha inyectado liquidez (colones, FX) cuando identifica situaciones de tensión en el Mercado.
- Desde inicio de pandemia situaciones de tensión en mercados han sido escasas → limitada intervención del BCCR, pero...
- ...anuncio de que BCCR estaba dispuesto a participar parece haber atenuado presiones.

Además de las políticas convencionales, hubo provisión de liquidez al mercado de dinero. De hecho, una de las funciones fundamentales de un Banco Central en esta pandemia, sin duda fue la inyección de liquidez oportuna a los mercados para asegurar la estabilidad financiera y el buen funcionamiento de sus mercados. El BCCR estuvo inyectando

liquidez, tanto en colones como en moneda extranjera, cuando se presentaron situaciones de tensión en los mercados y desde un inicio de la pandemia lo ha venido haciendo, aunque ya la intervención ha sido muy limitada porque se han calmado los mercados. En efecto, no se observó tensión en los meses recientes, fue únicamente en marzo y abril que hubo cierta tensión de liquidez. Parece que, en parte, la calma puede haberse dado gracias al anuncio de que el

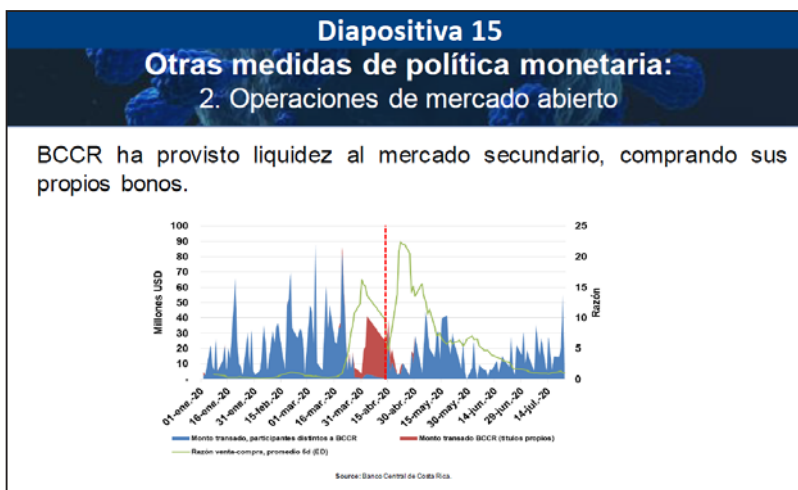
Banco Central estaba dispuesto a participar en los mercados [Diapositiva 13]. El Banco Central anunció, a principios de abril, su intención de participar en los mercados y ya se puede observar que las tasas se han reducido significativamente en los mercados de liquidez, tanto en los bursátiles como en el de repos de compras (principalmente en los mercados de operaciones de un día). Como consecuencia de estos anuncios, se reduce también la razón de venta-compra en ofertas, que es un indicador de tensión importante, con lo cual desaparece la tensión [Diapositiva 14].



2. Operaciones de mercado abierto

El BCCR dio liquidez al mercado secundario, comprando sus propios bonos

El BCCR, al inicio, estuvo inyectando liquidez vía la compra de sus propios bonos en los mercados. Es decir, hubo que intervenir fuertemente para inyectar liquidez a fines de marzo e inicios de abril para que después los mercados se calmen [Diapositiva 15].



Política monetaria no convencional: Desafíos para mercados emergentes

La credibilidad de los bancos centrales es esencial, pero frágil

El BCCR, como otros bancos centrales, está también explorando el terreno de la política monetaria no convencional como consecuencia de que el crédito no está respondiendo bien y dado que se tiene pleno espacio para una política monetaria expansiva, aunque ciertamente este es un terreno delicado, más aún cuando los bancos centrales cuentan con una credibilidad que es su principal activo. En el caso de Costa Rica, se estuvo construyendo esa credibilidad que se refleja en ese anclaje de las expectativas de inflación, pero la misma es muy frágil y no se puede jugar con ella, con lo cual el terreno de las políticas monetarias no convencionales debe ser explorado con mucho cuidado. Existe el riesgo de que las expectativas inflacionarias fácilmente se puedan desanclar.

Efectos sobre el mercado cambiario

Hay un riesgo de que se transmita la postura de política monetaria y, sobre todo, las intervenciones de naturaleza no convencional al mercado cambiario en la forma de presiones hacia la depreciación y particularmente en economías parcialmente dolarizadas, más aún cuando éstas no emiten dinero de reserva, lo que no deja de ser una consideración importante. En ese sentido, se debe evaluar cuál es la posición de reservas internacionales y si tiene, el banco central, la capacidad de contener presiones cambiarias. En ese contexto, se debe realizar una política monetaria muy bien calibrada para no generar ese tipo de presiones.

Si se percibe como monetización del déficit, puede conducir a corrida auto-cumplida en financiamiento del gobierno

Diapositiva 16
Política monetaria no convencional:
Desafíos para mercados emergentes

- Credibilidad de los bancos centrales es esencial, pero frágil.
- Riesgo de:
 - ☐ Desanclar expectativas inflacionarias
 - ☐ Efectos sobre mercado cambiario (particularmente en economías parcialmente dolarizadas)
 - ☐ Si se les percibe como monetización del déficit, puede conducir a corrida auto-cumplida en financiamiento al gobierno
- Estos riesgos advierten contra una monetización abierta del déficit.
- Necesidad de calibrar y comunicar cuidadosamente la justificación, magnitud y duración de las medidas no convencionales.

La política monetaria no convencional no debe ser percibida como monetización del financiamiento del déficit. Esto podría conducir no solo a una presión cambiaria o sobre las expectativas de inflación, sino que también generaría una corrida auto-cumplida en el financiamiento del gobierno, llevándolo a una crisis de liquidez muy severa. Más aún, si como consecuencia de que el Banco Central empieza a financiar al gobierno, los

agentes pierden la confianza de que éste se puede financiar por sí solo.

Estos riesgos advierten contra una monetización abierta del déficit y se deben calibrar y comunicar cuidadosamente las políticas

Por lo que los riesgos apuntan a una política que evite, en la medida de lo posible, una monetización del déficit y se deben siempre calibrar y comunicar muy cuidadosamente la justificación, magnitud y la duración de esas medidas de política monetaria no convencional.

En el caso del BCCR, se tomaron dos tipos de medidas de naturaleza no convencional. [Diapositiva 16].

Compra de bonos del Gobierno en el mercado secundario

Hubo un relajamiento cuantitativo, más que control de la curva de rendimientos

Diapositiva 17
Política monetaria no convencional:
1. Compra de bonos del Gobierno en mercado secundario

Objetivo:
Mitigar tensión de liquidez en el mercado secundario para preservar la estabilidad financiera (relajamiento cuantitativo, más que control de curva de rendimientos).

Gatilladores para la intervención:

- Indicadores de tensión:
 - Rotación
 - Razón ofertas venta-compra
 - Rendimientos

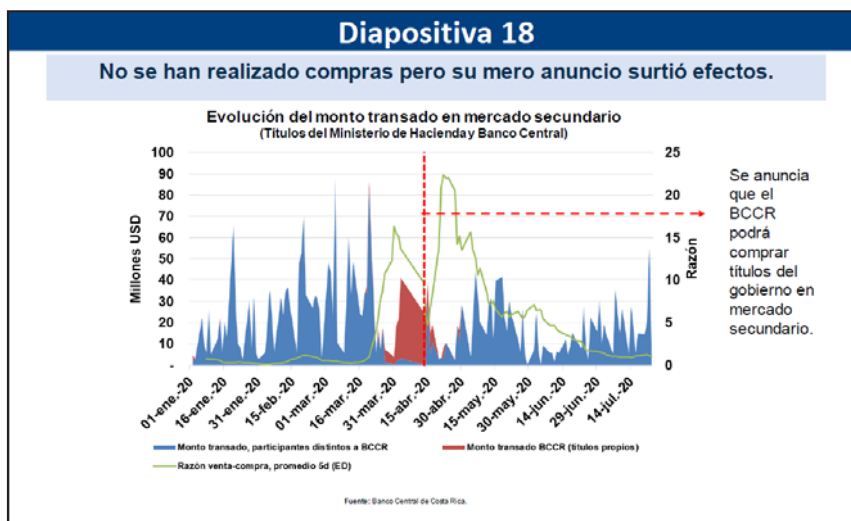
Condiciones:

- Monto para Fase I: ~USD 430 millones (0,7% del PIB)
- Solo bonos emitidos antes de dic-2019 son elegibles

Es un poco del *Quantitative Easing*, aunque no se lo realizó con el objetivo de control de la curva de rendimientos. De hecho, no estamos tratando de intervenir en los tramos largos de la curva rendimiento sino a todo lo largo de la curva en la medida en que se presenten episodios de tensión; ese es el objetivo. Entonces los ‘gatilladores’ para la intervención están

vinculados a que se den los indicadores de tensión, tanto en términos de la rotación, la razón oferta venta-compra y los rendimientos, que son indicadores de tensión importantes [Diapositiva 17].

El Banco Central decidió, en una primera fase, intervenir en el mercado secundario con compras de bonos del gobierno equivalentes a 430 millones de dólares, alrededor del 0,7% del PIB. Cabe destacar que en el momento del anuncio de estas compras, los mercados se calmaron por lo que no se hizo efectiva esta intervención. Asimismo, la razón de oferta venta-compra no volvió a sufrir una tensión muy fuerte. Es decir, que una vez que el BCCR anunció que iba a intervenir en el mercado secundario, se calmaron los mercados [Diapositiva 18].



Línea de crédito del Banco Central

Proveer financiamiento a intermediarios en condiciones favorables para que canalicen recursos hacia empresas y hogares afectados por el Covid-19

Diapositiva 19

Política monetaria no convencional:

2. Línea de crédito del BCCR

Objetivo:

Proveer financiamiento a intermediarios en condiciones favorables para que canalicen recursos hacia empresas y hogares afectados por Covid-19.

Motivación:

- Sector privado necesita restructuración de créditos existentes y nuevos créditos a bajo costo y mayores plazos (sobre todo para K de trabajo)
- Bancos enfrentan retos que afectan oferta de crédito:
 - Incertidumbre: riesgo de crédito ha aumentado → necesidad de programas de avales financiados por el Gobierno.
 - Potenciales tensiones de liquidez: restructuraciones, mora crediticia
 - Descalces de plazos (desplazamiento de depósitos hacia la liquidez)

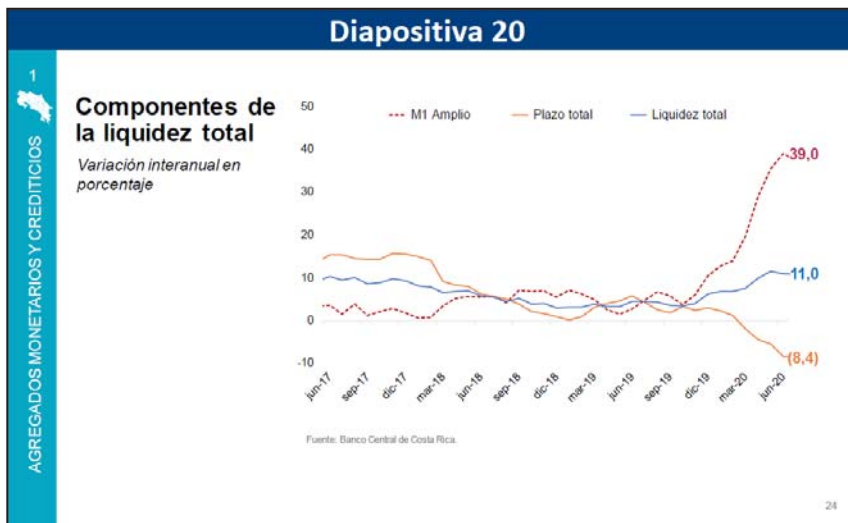
La segunda área de política monetaria no convencional que el Banco Central está explorando es la de crear una línea de crédito para el financiamiento a intermediarios financieros, condicionada a que sus recursos se canalicen a los hogares y las empresas más afectadas por el Covid, muy similar a lo que están haciendo Chile o Perú. Y la

motivación es doble, por un lado, si bien es cierto que en una situación de tanta incertidumbre existe baja demanda de crédito para inversión, el sector privado necesitará créditos nuevos para capital de trabajo, para pago de planillas y pago de proveedores, así como para la reestructuración de créditos existentes. Eso, sin duda, será algo que va a ir en aumento en los próximos meses y posiblemente en el próximo año [Diapositiva 19].

Bancos enfrentan retos que afectan la oferta de crédito

Los bancos enfrentan serios retos para su oferta de crédito que reducen su apetito por otorgar créditos. En primer lugar, existe una altísima incertidumbre sobre la evolución del riesgo de crédito subyacente. Es claro que, en esta situación de crisis, muchas empresas no van a ser capaces de sobrevivir y que al otro lado de la pandemia muchas de ellas simplemente ya no van a ser solventes. Medir el riesgo de crédito es difícil en esta situación donde existe mucha incertidumbre sobre la evolución de la pandemia y, consecuentemente, la evolución de la economía. En esas circunstancias, los bancos se restringen y, para que la oferta de crédito se reactive, es necesario que haya un programa de avales financiados por el Gobierno que apoye a que se reduzca el riesgo de crédito percibido por los bancos.

Potenciales tensiones de liquidez: reestructuraciones, mora crediticia



En segundo lugar, existen tensiones de liquidez. Las mismas reestructuraciones que se han venido otorgando generan una presión de liquidez y eventualmente vamos a tener mora crediticia. Eso va a ser casi inevitable en el mediano plazo de manera que también va a pegar la liquidez de los bancos [Diapositiva 20].

Descalces de plazos (desplazamiento de depósitos hacia la liquidez)

Finalmente, estamos enfrentando situaciones donde hay mucho descalce del plazo porque, como consecuencia de la incertidumbre, los agentes económicos se están moviendo hacia depósitos altamente líquidos. Se puede observar que el crecimiento de los depósitos altamente líquidos ha sido muy significativo mientras que los depósitos a plazo, más bien, caen. Entonces hay un desplazamiento del ahorro hacia instrumentos de alta liquidez, con lo cual se genera una situación de pasivos muy líquidos en los bancos que reduce su apetito por dar crédito.

Línea de crédito, garantizada con títulos valores (riesgo de crédito lo absorben los bancos)

Diapositiva 21
Política monetaria no convencional:
 2. Línea de crédito del BCCR

- **Naturaleza:** Línea de crédito, garantizada con títulos valores (riesgo de crédito lo absorben los bancos).
- **Tasa:** TPM (0,75%).
- **Plazo:** 4 años.
- **Condiciones:**
 - Aprobación por BCCR de plan de uso de recursos para cada banco.
 - Prohibición de distribuir dividendos por un año.
- **Monto para Fase I:** límite global de aprox. USD mil millones (1,7% del PIB); límite para cada banco puede ser menor, según garantías.

En la línea de crédito del Banco Central, básicamente, se está introduciendo una línea garantizada con títulos valores y con altas tasas de descuento con lo cual el riesgo de crédito lo absorben los bancos comerciales y no el Banco Central. Se piensa otorgar estos créditos a la tasa de política monetaria (0,75% en este momento). Son líneas a 4 años plazo con la condición de que los

bancos remitan un plan de uso de recursos donde muestren que en mejores condiciones de tasa y plazo están canalizando esos recursos a los sectores fuertemente afectados en mejores condiciones de tasa y plazo. También se introducen otras condiciones como, por ejemplo, la prohibición de distribuir dividendos por un año después de tomada la facilidad. El monto inicial que se está previendo en una primera fase está alrededor de mil millones de dólares (1,7% del PIB) que se podría extender si fuera necesario [Diapositiva 21].

Autoridades financieras relajaron normativa macro-prudencial para aumentar la capacidad de crédito

Diapositiva 22
Regulación macroprudencial

Autoridades financieras relajaron normativa (macro-)prudencial para aumentar capacidad de intermediarios financieros de dar crédito al sector privado. Ejemplos:

- Reglas de provisiones y calificación de créditos fueron relajadas para facilitar prórrogas y readecuaciones de crédito a los sectores más afectados.
- Acumulación de provisiones contra-cíclicas fue suspendida y luego reversada.

Es esencial contar con fuertes posiciones de liquidez y suficiencia patrimonial.

A estas medidas se las ha complementado con regulación macro-prudencial como muchos otros países. Básicamente, se trata del relajamiento de la normativa prudencial y macro-prudencial para dar más espacio al crédito y otorgar más espacio para las readecuaciones y prórrogas de los créditos a los sectores más afectados. En el caso de Costa Rica, también se

suspendió y luego reversó la acumulación de provisiones contra-cíclicas para dar más espacio al crédito. Claro que todo esto requiere que haya posiciones fuertes de liquidez y solvencia en el sistema financiero para que no haya una crisis de confianza en el sistema financiero que pueda convertirse en una crisis financiera terriblemente perjudicial para la recuperación económica en los años que vienen.

Se puede observar que los intermediarios financieros han aprovechado el espacio regulatorio para dar créditos y readecuaciones de crédito, sobre todo a los sectores más fuertemente golpeados. Alrededor del 90% del crédito del sector transporte ha sido readecuado, para hoteles y restaurantes, más de un 70%, y así sucesivamente más de un 41% del total del crédito ha sido de alguna forma readecuado, sujeto a prórrogas.

Para terminar quisiera darles el panorama de otras medidas que se han tomado como respuesta a la pandemia, más allá de la política monetaria y financiera. [Diapositiva 22].

Otras medidas de política económica (primera respuesta)

Medidas para asegurar los recursos necesarios para la atención de emergencia sanitaria, mitigar su impacto en el flujo de caja de los hogares y las empresas, y proteger el empleo

Moratoria para el pago de impuestos

Como se mencionó, se tiene a un Gobierno con un limitadísimo espacio fiscal que tiene además moratoria en el pago de impuestos. Aunque es una suspensión y no una eliminación del pago, está se podría incluso extender. La moratoria significó dar un alivio al flujo de caja de las empresas y los hogares.

Flexibilización de jornadas laborales (reducción, suspensión)

Con relación a la flexibilización de las jornadas laborales, la misma fue muy importante porque las empresas, en lugar de despedir trabajadores, han podido ir reduciendo las jornadas laborales y eso ha mitigado el impacto sobre el desempleo.

Reducción de base mínima contribución y flexibilización de pago de cuotas de seguridad social

Diapositiva 23

2

MEDIDAS DE POLÍTICA

Otras medidas de política económica (primera respuesta):

Medidas para asegurar los recursos necesarios para la atención de la emergencia sanitaria, mitigar su impacto en el flujo de caja de los hogares y las empresas, y proteger el empleo:

- Moratoria para el pago de impuestos.
- Flexibilización de jornadas laborales (reducción, suspensión).
- Reducción de base mínima contributiva y flexibilización de pago de cuotas de la seguridad social.
- Medidas sectoriales (turismo, agricultura, mipymes)

Además, hubo una reducción en las cargas sociales de las cuotas en las contribuciones a la Seguridad Social también para dar alivio a las empresas y así puedan mantener el empleo.

Medidas de apoyo sectorial (turismo, agricultura, mipymes)

También se emplearon medidas de apoyo sectorial en turismo, agricultura y pequeñas empresas. [Diapositiva 23].

Bono Proteger: programa de transferencias para proteger a los trabajadores asalariados e independientes afectados por la crisis

Se instituyó este bono para llevar transferencias a las familias fuertemente golpeadas por la pandemia. Esto fue esencial para mantener el pan sobre la mesa de muchos hogares que han sido afectados como se reflejó en la dramática situación del mercado laboral.

Medidas fiscales compensatorias para reducir el impacto fiscal

MEDIDAS DE POLÍTICA

Diapositiva 24

Otras medidas de política económica (primera respuesta):

Medidas para asegurar los recursos necesarios para la atención de la emergencia sanitaria, mitigar su impacto en el flujo de caja de los hogares y las empresas, y proteger el empleo:

- Bono Proteger: programa de transferencias para apoyar los trabajadores asalariados e independientes afectados por la crisis.
- Medidas fiscales compensatorias para reducir impacto fiscal:
 - Reducción de gastos (congelamiento de aumentos y de plazas, suspensión anualidades, reducción de jornadas,)
 - Medidas temporales para aumentar ingresos
 - Créditos multilaterales.

Por otro lado, dado el poco espacio fiscal, hubo que tomar medidas de ajuste fiscal compensatorias. Por ejemplo, se tuvieron medidas de reducción de gastos, medidas temporales para aumentar los ingresos y también se ha buscado activamente créditos multilaterales en buenas condiciones de tasa y plazo para poder reducir el costo de la

deuda y mantener el financiamiento del Gobierno sin presionar al mercado doméstico. [Diapositiva 24].

Hoja de ruta hacia la recuperación

En el corto plazo: levantamientos selectivos de restricciones sanitarias, con protocolos estrictos por industria

Finalmente, hacia la recuperación, en el corto plazo, es muy importante que se vaya dando el levantamiento selectivo de las restricciones sanitarias. Inevitablemente, habrá una intermitencia de restricciones sanitarias conforme se intensifica la tasa de contagio en diferentes zonas o sectores de actividad económica. Entonces se deberá aplicar un enfoque muy selectivo para que la economía pueda ir repuntando y recuperándose poco a poco.

Bono Proteger enfocado en protección del empleo

El Bono Proteger, que son transferencias a los hogares, se debe ir reenfocando a las empresas para proteger el empleo como se ha hecho también en el caso del Perú.

Continuar con el fondo de avales y garantías

Tenemos que seguir con el fondo de avales y garantías. El Gobierno lo está instruyendo en este momento para, justamente, apoyar la línea de crédito del Banco Central y que los bancos puedan

dar crédito. Este fondo de avales, básicamente, apoyaría las pérdidas esperadas de los bancos en el otorgamiento de créditos y es financiado con recursos externos. Esto es financiamiento del Gobierno, por lo que el Banco Central no está interviniendo en él, dado que es una función fiscal la de proveer garantías a los créditos.

Continuación de agenda de consolidación fiscal, bajo acuerdo con FMI

2

Hoja de ruta hacia la recuperación

MEDIDAS DE POLÍTICA

Diapositiva 25

- En el corto plazo: levantamiento selectivo de restricciones sanitarias, con protocolos estrictos por industria.
- Bono Proteger enfocado en protección empleo
- Fondo de avales y garantías
- Continuación de agenda de consolidación fiscal, bajo acuerdo con FMI (SBA/EFF)
 - Medidas estructurales (ingresos, gastos, venta activos)
 - Manejo de deuda

Tenemos que continuar en la agenda de consolidación fiscal dada la situación que tenemos y eso se debe realizar en el seno de un acuerdo de mediano y largo plazo con el Fondo Monetario Internacional para llevar adelante medidas estructurales de ajuste fiscal. [Diapositiva 25].

Enfrentamos una crisis inédita que requiere respuestas ágiles de política

Concluyo diciendo que enfrentamos una crisis inédita que requiere respuestas ágiles de política. En el caso de Costa Rica no se tiene espacio fiscal, por lo que se deben dar respuestas fiscales muy focalizadas y tal vez avales crediticios, aunque paralelamente se deberán tomar medidas de contención fiscal. Por otro lado, si bien existe espacio para la política monetaria, tanto medidas convencionales como no convencionales, estas deben estar cuidadosamente calibradas. Finalmente, un componente fundamental es seguir tomando medidas de confinamiento sanitario para reducir la tasa de contagio. Estas medidas deben ser selectivas por sector y región para permitir una reapertura y una recuperación gradual de la economía [Diapositiva 26]. Muchísimas gracias.

Diapositiva 26

Conclusiones

- Enfrentamos una crisis inédita, que requiere respuestas ágiles de política.
- En Costa Rica, el espacio fiscal es limitado.
 - Exige una respuesta fiscal muy focalizada: transferencias sanitarias, sociales y para proteger el empleo, avales crediticios
 - Medidas de contención fiscal paralelas.
- Si hay mucho espacio para política monetaria:
 - Medidas convencionales (TPM)
 - Inyección de liquidez
 - No convencionales, pero calibradas cuidadosamente
- Medidas de confinamiento deben ser selectivas por sector y región.

SESIÓN PLENARIA

Osmel Manzano

**Economista regional del Departamento de Países del Grupo Andino del Banco
Interamericano de Desarrollo**



Muchas gracias, muy buenos días. Debo empezar agradeciendo a los organizadores del evento, a la Academia Boliviana de Ciencias Económicas, a la Universidad Católica Boliviana San Pablo, la Universidad Tecnológica Privada de Santa Cruz y, en particular, al BCB, a su presidente, por la invitación a participar en este foro.

El día de hoy quiero compartir con ustedes un trabajo que hemos venido realizando desde el Banco Interamericano de Desarrollo. Lo que les voy a presentar aquí es un trabajo regional que habíamos preparado antes de esta crisis, que lanzamos en abril de este año. Obviamente, llegó el COVID. Entonces, se incluyen además otros trabajos que hemos realizado para complementar con temas relacionados a la pandemia. Este es un trabajo que se ha hecho para la región andina aunque también tenemos trabajos específicos para cada país que próximamente iremos lanzando. Espero que pronto pueda estar en Bolivia y presentar el trabajo que hemos hecho, en particular, para este país, pero hoy vamos a verlo un poco más desde la perspectiva de la región andina.

Para comenzar esta presentación quisiera mostrarles, en el siguiente gráfico, lo que nosotros decíamos en diciembre de 2019, en enero y febrero de este año [Diapositiva 2]. Que la región puede convertirse en una región de ingreso alto si se hace un *big push*, un gran esfuerzo, donde se invierta en infraestructura y se haga un *crowding in*, como diríamos en economía, del sector privado para que acompañe ese proceso de inversión y además le brindemos a la clase media emergente en la región, los servicios que requeriría. Entonces, ahí tienen ustedes cómo sería el promedio de la región andina. Tomaría unos 20 años para llegar a niveles de ingreso, en promedio, de los que veríamos, por ejemplo, hoy en día en el sur de Europa si se llega a hacer esta estrategia.

Diapositiva 2

La región andina podría convertirse en una región de ingresos altos...



Diapositiva 3

No hay espacio fiscal para invertir

Espacio Fiscal 2019

	Necesidades (% PIB)			
	BOL	COL	ECU	PER
Inversión adicional necesaria para el cierre de brecha en 2038	2.0%	3.5%	5.9%	3.7%
Ajuste fiscal requerido	4.4%	0.0%	0.0%	0.0%
Total necesidades	6.4%	3.5%	5.9%	3.7%

Fuente: de la Cruz, R. M., Loterszyl y O. Manzano, 2020, "Cómo acelerar el crecimiento económico y fortalecer la clase media: América Latina", Monografía del BID No. 797, BID.



Sin embargo, es fácil decirlo pero es un gran desafío y eso es, en parte, el trabajo que hemos elaborado. El primer desafío es que no hay espacio fiscal para invertir. Los países de la región, en parte, tenían el equilibrio fiscal antes de la crisis pero no había espacio en el mismo para invertir. Entonces, estimamos que el promedio de la región necesita entre 4 a 5 puntos porcentuales del PIB de espacio fiscal [Diapositiva 3].

Diapositiva 4

No hay una clase media empresarial



* Promedia simple. En Bolivia el segmento de microempresas incluye micro y pequeñas empresas. En Ecuador el segmento de medianas empresas incluye las subsegmentos A y B.

Fuente: de la Cruz, R., M. Lotersztajn y O. Manzano, 2020. "Cómo acelerar el crecimiento económico y fortalecer la clase media. América Latina". Monografía del BID No. 782. BID.



El siguiente gran reto es que no hay una clase media empresarial en la región andina, no tenemos cómo compararnos con la Unión Europea y, obviamente por ejemplo, el número de empresas pequeñas y medianas en la OECD¹ es casi el doble, comparado con lo que hay, en términos de proporción, en la región [Diapositiva 4]. Entonces, pareciera que hay un valle estéril donde, en la región, hay empresas muy pequeñas y empresas muy grandes y, en el medio, no tenemos empresas medianas o pequeñas que sean esa fuente que genera crecimiento del lado del sector privado.

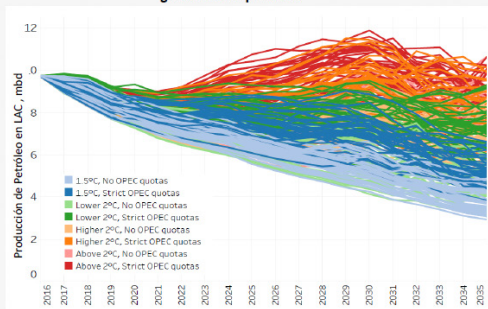
Otro reto que tenía la región se refiere a la producción de petróleo y el cambio global en la temperatura. Como se observa en el gráfico siguiente, lo que queremos es apuntar la transición que está ocurriendo, aún antes del COVID, y esos son distintos escenarios de producción de petróleo de América Latina. Los distintos colores dicen si cumplimos o no con los acuerdos de París. Entonces, los colores rojos dicen que la temperatura del mundo se va por arriba de dos grados y los colores más azules dicen que llegamos a 1,5 grados, que es el que acordamos [Diapositiva 5]. Entonces, el mensaje aquí es que se está acelerando una transición, en la que el mayor bien es todo el proceso de descarbonización y, en él, la demanda de petróleo de la región va a caer. Por el lado de la minería, no es la carbonización, es el agua. Estamos viendo que ya para el 2025, mucha de la producción minera entrará en conflicto de uso con otras actividades económicas en el tema de agua. Entonces, se viene una transición importante a la región, en los rubros que representan desde el 40% hasta el 70% de sus exportaciones.

¹ Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

Diapositiva 5

¿Se adelanta una transición?

Escenario de producción de Petróleo en LAC según cambio global en temperatura



Fuente: Solano-Rodriguez, B., S. Pye, P. Li, P. Ekins, O. Manzano y A. Vogt-Schilb, 2020, "Implications of Climate Targets on Oil Production and Fiscal Revenues in Latin America and the Caribbean", Documento para Discusión No. IDB-DP-0701, BID.

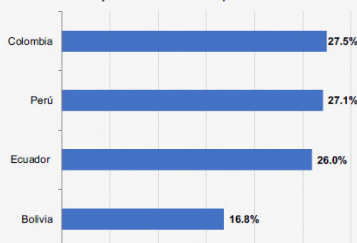


Otro de los desafíos que nosotros veíamos, es que los estados fueron muy exitosos en temas de atención a la pobreza, donde se enseñaron textos con programas de transferencias condicionadas, con todos los resultados positivos que teníamos. Pero resulta que la región pasó de ser una región del 30% de clase media a una región del 70% de esta clase que, prácticamente, se encontró sin estado que la atendiera. Entonces, en los siguientes indicadores se muestra en qué medida los adultos mayores reciben una posición contributiva. El porcentaje es muy bajo en términos, por ejemplo, de cómo se financia la salud: casi toda es o privada o con el presupuesto general, muy poco se financia con sistema de aseguramiento. En el tema de educación superior también tenemos grandes deficiencias.

Diapositiva 6

Estados diseñados para reducir la pobreza y no para asistir a la clase media

Porcentaje de adultos mayores de 65 años que reciben una pensión contributiva, 2017



Gasto en salud y fuentes de financiamiento en los países andinos (% PIB)

	Gasto en salud			Financiamiento	
	Público	Privado	Total	Presupuesto General	Gasto público Contrib. Seguridad Social
Bolivia	5%	2%	7%	3%	2%
Colombia	5%	1%	6%	2%	2%
Ecuador	4%	3%	7%	3%	2%
Perú	4%	1%	5%	2%	2%

Fuente: de la Cruz, R., M. Loterszpill y O. Manzano, 2020, "Cómo acelerar el crecimiento económico y fortalecer la clase media: América Latina", Monografía del BID No. 782, BID.



Entonces, nuestros Estados están diseñados pensando mucho en atender a la pobreza y fueron muy exitosos. Pero, en la medida que hemos avanzado hacia una sociedad de clase media, nuestros Estados se han quedado cortos en la atención de esta [Diapositiva 6].

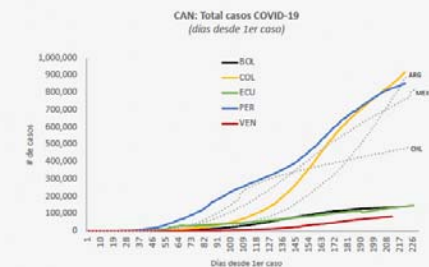
Luego, un problema que a Bolivia hasta ahora no ha afectado tanto, pero al resto de la región andina sí, es el de la migración. Tenemos una fuerte corriente migratoria procedente de Venezuela y, por ejemplo, nosotros hemos estimado que aún si mañana se diera un cambio en la política económica venezolana y este país empezará a crecer incluso a tasas altas, por lo menos, un millón de venezolanos optará por salir, simplemente, por diferencias en condiciones de vida entre países. Entonces, es un fenómeno que llegó y lo hizo para quedarse por un buen tiempo en la región [Diapositiva 7].



Ahora, además, llegó la crisis del COVID que nos añade nuevos retos. Ya se dieron casos altísimos. Tenemos los casos particulares de Colombia y Perú, que ya están entre los más altos en el mundo, e incluso a Bolivia con incidencia per cápita también muy alta. Entonces, tenemos en la siguiente gráfica el tema del COVID. Un tema que va a ser recurrente, y que quiero contar, es que los efectos económicos llegaron antes del primer día que hubiera un caso de COVID en la región, bien sea por subida de los *spreads* de la deuda o bien sea porque los tipos de cambio se han disparado. La crisis del COVID se sintió en la región antes que la propia enfermedad y eso tiene que ver precisamente con la forma productiva de la región. ¿Cómo nos insertamos? Nos insertamos produciendo *commodities* que cayeron de precio y por eso, rápidamente, los efectos macroeconómicos se sintieron antes; y como voy a decir más adelante, lo vamos a sentir porque aún después de que logremos superar el COVID, tendremos pronto otros efectos de la pandemia, muy probablemente los efectos externos y económicos: los vamos a seguir sintiendo por un lapso más [Diapositivas 8 y 9].

Diapositiva 8

El Coronavirus está impactando fuertemente en la región



Fuente: Our world in data, Oxford University. Última actualización: 13 de octubre 10:30am.



Diapositiva 9

Los impactos macroeconómicos llegaron antes



Fuente: Bloomberg



Fuente: Banco Central de cada país.

Última actualización: 13 de octubre, 10:30am.



En la región, cuando nosotros vemos todo el manual de recomendaciones de cómo atender la pandemia, se confirma que se tomaron todas las medidas. El BID presenta, en uno de los trabajos, que se aplicaron medidas en los frentes sanitario, macroeconómico, social y productivo en la región; lo que varió fue el tamaño del paquete, dependiendo de cómo llegaron los países de la región. Entonces, por ejemplo, Perú pudo hacer un paquete de casi 17 puntos del PIB porque llegó con bastante músculo financiero. En otros países que tenían menos músculo, el paquete fue más pequeño. Entonces, ¿cuál ha sido el reto? Fue la informalidad y la capacidad de gestión. O sea, es una región muy informal, por lo cual el tema de programas destinados a trabajadores formales no lo sintieron los trabajadores informales y, por otro lado, la capacidad de ejecución hizo que muchas veces se diseñarán muy buenos programas salvo que con lenta ejecución. Entonces, esos fueron los grandes retos en la región y, obviamente, el levantamiento del confinamiento ha comenzado pero con retroceso. Todavía estamos en esta página de la pandemia.

Diapositiva 10

Crecimiento

Pérdida acumulada de Producto

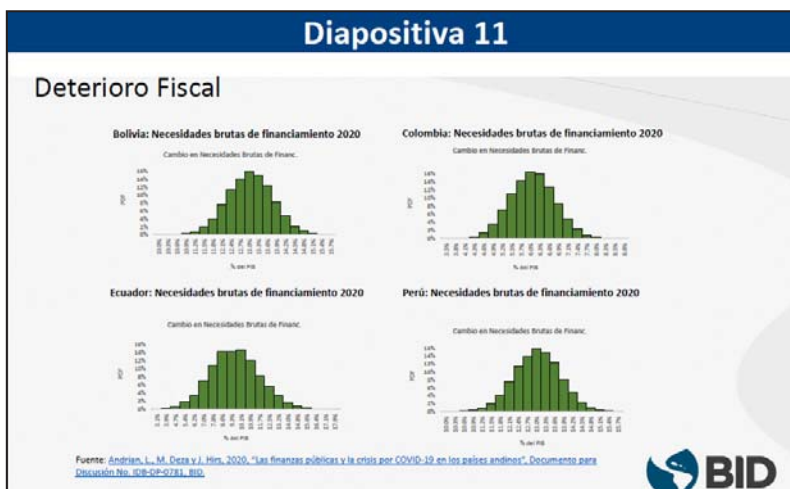
	Bolivia		Colombia		Ecuador		Perú		Venezuela
Periodo	2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020
Escenario solo de choque externo	-2.9%	-7.6%	-1.3%	-2.8%	-6.2%	-10.4%	-3.9%	-2.3%	-22.2%
Escenario con impacto de la cuarentena	-7.4%	-8.2%	-9.6%	-5.2%	-15.8%	-13.3%	-12.9%	-4.3%	-30.0%

Fuente: Abuelaña, E., L. Andrian, J. Beverino, L. Castilleja-Vergara, J. Díaz-Casasnovas, J. Hirs, O. Mansano y J. Sabido, 2020. *ALC Post COVID-19: Retos y oportunidades para salir de la Región Andina*. BID.
Díaz-Casasnovas, J. Carrillo y K. Moreno, 2020. "COVID-19: El impacto del choque externo sobre las economías de la región andina". Documento para Discusión No. IDB-DP-0773. BID.

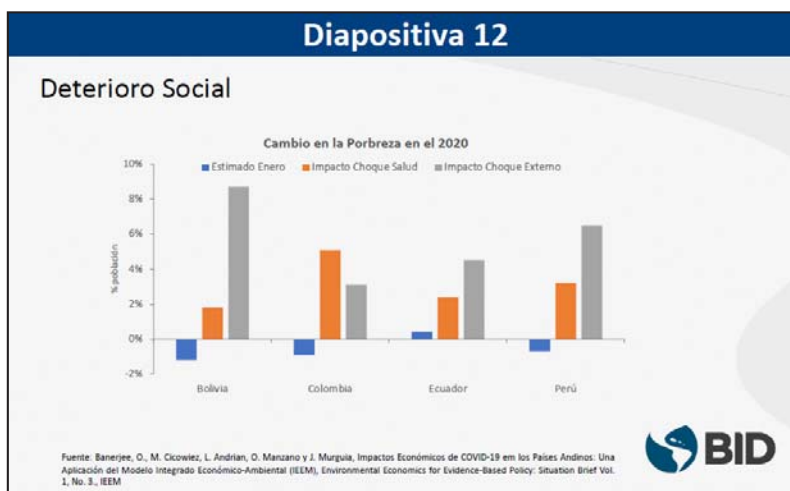


¿Qué retos nos trajo el COVID? Primero, el crecimiento y ahí, en el siguiente cuadro, se muestran las pérdidas del producto. Si ustedes se hubieran parado en el 2020, en enero de este año, y hubieran tenido una proyección de crecimiento, vemos que todos los países de la región empezaron a acumular brechas importantes. Y lo que quiero destacar es la diferencia porque nosotros hicimos un escenario sólo con el choque externo y agregando el impacto de la cuarentena. Entonces, claramente el 2020 es el año del impacto mayor de la cuarentena. El 2021 sería menor si suponemos una solución rápida: sabemos que todavía el impacto de la vacuna va a demorar. Pero si se solucionara rápidamente esa situación en el 2021, la mayor parte del choque va a ser externo. Vamos a tener condiciones externas adversas aun habiendo superado este impacto económico [Diapositiva 10].

El segundo gran reto es el deterioro fiscal. Hay muchísima incertidumbre y por eso nunca nos atrevimos a hacer una proyección fiscal. Lo que ven en los siguientes gráficos son histogramas, frecuencias donde vemos que están cambiando las necesidades de financiamiento de los países pero, en promedio, los países andinos van a tener aumento en las necesidades de financiamiento que están alrededor de 9 puntos del Producto Interno Bruto. La pandemia generó un deterioro fiscal importante y por lo tanto, después de ello, vamos a tener Estados (países) que van a salir más endeudados y probablemente con una capacidad de recuperación menor. Ese es el otro gran reto que nos deja la pandemia [Diapositiva 11].

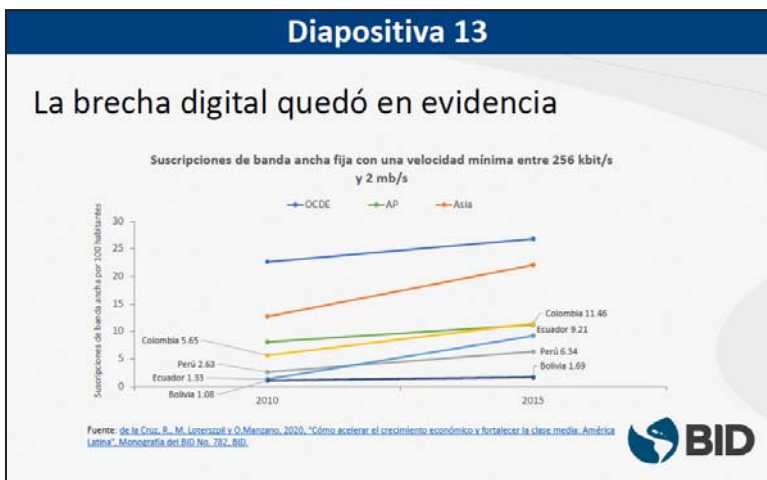


El tercer aspecto es el deterioro social. Esto se aproximó con un modelo de equilibrio general que tenemos y quizás, otra vez, lo que quiero destacar es que la pandemia va a continuar. Las medidas de confinamiento sí tuvieron un impacto social, pero lo que va a tener un impacto mayor es el choque externo económico en la región y la desaceleración de la actividad económica. Los impactos van a ser mucho mayores que lo que hemos visto de sobra por el confinamiento; las personas, en ese momento, no podían generar los mismos ingresos de antes. [Diapositiva 12].



El siguiente reto es que quedó evidenciada una brecha digital. Los países andinos, comparándolos con países de América Latina, tienen un problema de acceso a la infraestructura digital: hay temas de conectividad muy importantes. Colombia apenas llega al promedio de la Alianza del Pacífico. Está muy debajo del promedio de los países de la OECD y del Asia. Entonces, hay un problema serio de infraestructura digital y eso quedó demostrado en la

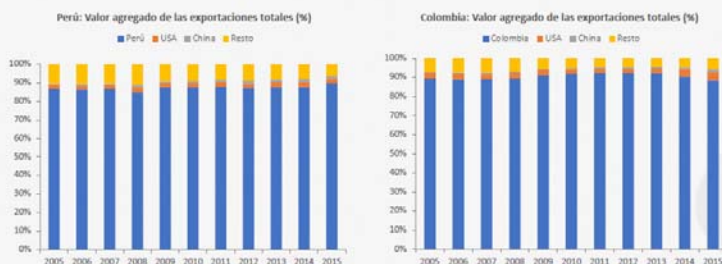
capacidad de hacer, por ejemplo, escuela de enseñanza remota y en la capacidad de hacer teletrabajo. Quedó en evidencia una brecha digital importante [Diapositiva 13].



Empero, también se abren oportunidades. La primera es que estamos oyendo de un *new sourcing*, un reposicionamiento de las cadenas globales de producción. Esta es una oportunidad que tienen ustedes, por ejemplo, los casos de Perú y Colombia. En la gráfica siguiente se muestra cuánto de sus exportaciones son de valor agregado nacional. Esto quiere decir que no hay inserción en una cadena de valor. Es decir, exportamos, en su mayoría, bienes de valor agregado nacional que son normalmente *commodities*; la región está poco inserta en estas cadenas y, entonces, se abre una oportunidad que se está pensando en el reacomodo de estas cadenas [Diapositiva 14]. Claramente, la gran pregunta en este punto de la región, si me quiero insertar en estas cadenas, es: ¿cuál va a ser mi ventaja comparativa? Obviamente, no va a ser mano de obra barata, como puede darse en los países de Centroamérica, ni tampoco puede ser el alto grado de capital humano, como puede darse, por ejemplo, en Uruguay o Argentina, que tienen una estrategia en ese sentido.

Diapositiva 14

Poca inserción en cadenas de valor



Fuente: Beverinotti, J. M., Deza y O. Manzano, 2020. "Los sectores productivos en la región andina ante la crisis del COVID-19". Documento para Discusión No. IDB-OP-0788. BID.

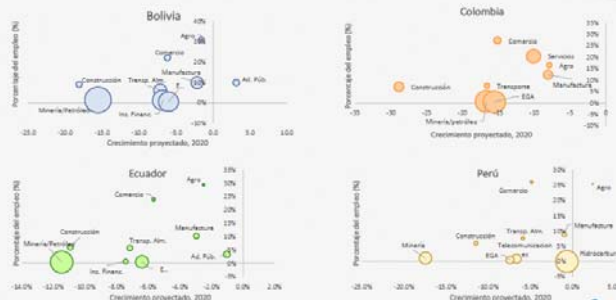


Entonces, hay que pensar un poco en cuál va a ser la ventaja comparativa en la región para insertarse en estas cadenas.

La otra oportunidad que vemos es en la recomposición de la economía. Esto es el resultado de algunos ejercicios que hemos hecho. En los gráficos siguientes se observa, en el eje horizontal, cuánto va a cambiar la actividad económica, y en el eje vertical, el porcentaje del empleo. Vemos que hay, en particular, un grupo de sectores que van a salir “fortalecidos”. Incluso, en algunos países, se va a crecer después de la crisis. Además, son altos empleadores: estos son el sector agrícola y el sector de manufactura de alimentos. ¿Cuál es el reto? Que el tamaño que se muestra en los círculos de producto son sectores de poca productividad. Tenemos que sentarnos a trabajar con ellos a ver cómo logramos que aumenten su productividad [Diapositiva 15].

Diapositiva 15

Recomposición de la economía



Fuente: [Beverinotti, J. M., Deza y O. Manzano, 2020, "Los sectores productivos en la región andina ante la crisis del COVID-19", Documento para Discusión No. IDB-DP-0788, BID](#)



Diapositiva 16

Buscar los espacios fiscales

Medidas	BOL	COL	ECU	PER
Fuentes de financiamiento				
Impuesto a la Renta Empresarial (IRE)	0.1%	0.7%	1.2%	0.2%
IRE (tasas)				
Conservador	1.0%	0.5%	0.7%	0.7%
Medio	2.7%	2.3%	2.6%	2.6%
Alto	5.7%	4.3%	6.9%	6.2%
IVA	1.0%	1.1%	1.0%	0.1%
Evasión en el IVA	3.2%	3.4%	1.7%	4.0%
Informalidad	1.3%	0.4%	0.6%	0.5%
Recaudación subnacional	1.0%	0.2%	0.4%	1.2%
Conservador	7.7%	5.8%	5.6%	6.6%
Medio	9.4%	7.6%	7.5%	8.4%
Alto	12.3%	9.6%	11.8%	12.0%
Ahorros en Gastos				
Nómina	1.1%	1.2%	2.2%	0.3%
Compras públicas	2.8%	2.0%	2.6%	1.8%
Subsidios y transferencias	2.4%	0.9%	1.7%	0.3%
total ahorro gastos	6.3%	4.0%	6.5%	2.4%

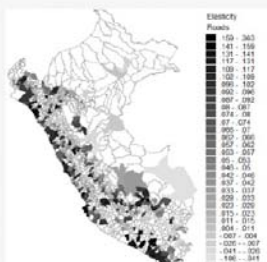
Fuente: de la Cruz, B., M. Lotersztajn y O. Manzano, 2020, "Cómo acelerar el crecimiento económico y fortalecer la clase media. América Latina", Monografía del BID No. 782, BID.



Esto sirve como base para presentar cuál es la agenda que estamos viendo a futuro. La primera, obviamente, es buscar los espacios fiscales. En este libro que yo les cité anteriormente, hicimos ejercicios donde encontramos que pueden haber espacios fiscales, desde 6 puntos porcentuales del ingreso hasta 12 puntos del producto, dependiendo del país y de cómo se elijan hacer las reformas. Y no solo eso: hay espacio también haciendo más eficiente el gasto. Entonces, la región sí tiene espacio fiscal. La pregunta es ¿cómo hacemos acuerdos sociales para encontrar la combinación que sea la mejor y el *timing* para ir cerrando este espacio que perdimos por la crisis?, pero además para abrir el espacio a una estrategia de inversión. [Diapositiva 16].

Diapositiva 17

Infraestructura productiva



Fuente: de la Cruz, B., M. Lotersztajn y O. Manzano, 2020, "Cómo acelerar el crecimiento económico y fortalecer la clase media. América Latina", Monografía del BID No. 782, BID.



Lo segundo, es empezar a pensar en infraestructura productiva. Aquí se trata de pensar en dos frentes. Un primer frente es estar en el corredor. Este es logístico, como ya les dije, ya que no vamos a hacer competitivos ni con mano de obra ni con capital humano. Se tiene, por ejemplo, el corredor entre el Atlántico y el Pacífico en Colombia; en Bolivia también hemos identificado

corredores -lo van a ver en el trabajo-, pero también se debe pensar en infraestructura, por ejemplo, en los temas de agricultura como en el Perú. Ese gráfico les muestra la elasticidad de la productividad agrícola a la presencia de carreteras. Como ven, hay muchos municipios que se beneficiarían de tener mayor acceso a vialidad. También lo hemos planteado en términos de agua y electricidad. Es pensar tanto en los grandes proyectos como también en estos temas de vialidad. En el corto plazo, es una estrategia importante porque nos ayudaría a generar empleo. [Diapositiva 17].

El otro tema es comenzar a pensar en un estado de servicios de aseguramiento, no más que un estado de servicios sociales. En el libro hacemos una propuesta de un paquete de aseguramiento integral de salud, pensiones y desempleo buscando una consolidación, simplificación donde haya redistribución pero que sea explícita y transparente, y con una lista de beneficiarios. Se debiera empezar a pensar en cómo los financiamos. El anterior vicepresidente del sector en el banco, Santiago Levy, propuso, por ejemplo, usar el consumo en vez de usar los impuestos a la nómina. Puede ser una opción para financiar este sistema, pero sabemos que esto es muy tentativo y que incluso podría haber ahorros fiscales. Depende de cuán generoso hagan ustedes este sistema de aseguramiento. Hay que empezar a pensar en un estado de aseguramiento. [Diapositiva 18].

Diapositiva 18

Pasar de un estado de servicios de asistencia a un estado de aseguramiento

- Paquete de aseguramiento integral: salud, pensiones y desempleo
- Consolidar: evitar tener múltiples sistemas con el mismo objetivo
- Los beneficios deben ser explícitos y los costos estimados y públicos.
- Redistribución: no todos los trabajadores podrán pagar la totalidad de los servicios. Pero explícito y transparente
- Identificación de beneficiarios
- Avanzar hacia cargas no relacionadas con el mercado laboral: ¿consumo?

Medidas	BOL	COL	ECU	PER
Ahorro en el paquete de aseguramiento social (desempleo, pensiones y salud)	3.0%	2.9%	2.5%	1.6%

Fuente: de la Cruz, R., M. Iotzky y O. Manzano, 2020, "Cómo acelerar el crecimiento económico y fortalecer la clase media. América Latina", Monografía del BID No. 782, BID.



Luego, hay que revisar el ambiente de negocio en las empresas pequeñas. Nosotros, como parte del trabajo, entrevistamos a empresas grandes de la región, a empresas como ALPINA, empresas como VENADO en Bolivia, y allí lo que buscamos es que estas, al final, salgan y puedan superar las barreras del ambiente de negocios. Por ejemplo, si ustedes le preguntan a ALPINA cómo hace con los problemas de infraestructura en Colombia, ellos responden "*bueno lo que hicimos fue diseminarnos geográficamente*". Entonces, las empresas grandes pueden encontrar estrategias para superar, al menos en el corto y mediano plazo, el ambiente de negocios: las empresas pequeñas no. Uno de los casos en los que tenemos que pensar en el corto plazo es el ambiente de negocio de las pequeñas empresas. Como ven ustedes en este gráfico, para estas el acceso al crédito es fundamental. [Diapositiva 19].

Diapositiva 19

Revisar el ambiente de negocios de las empresas pequeñas

- Acceso al crédito
- Incentivar la formalización
- Insertarlas a las cadenas de valor



Fuente: de la Cruz, R., M. Latorre y G. Marcano, 2020. "Cómo acelerar el crecimiento económico y fortalecer la clase media. América Latina". Monografía del BID No. 787. BID.



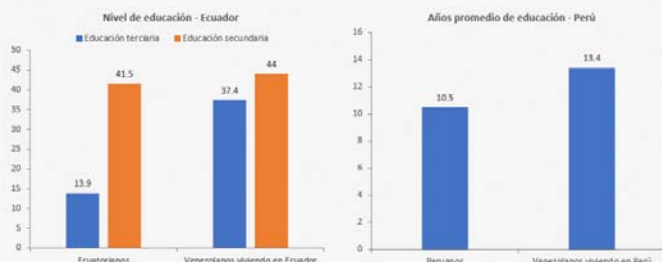
Esto es como una gran deuda que se tiene en la región: ¿cómo resolvemos el tema de acceso al crédito e incentivamos además la formalización? Y aquí un tema eje, ¿cuáles son los beneficios que se obtienen de la formalización? Acá están, por ejemplo, temas como las compras públicas a empresas formalizadas genéricas y la inserción de las cadenas de valor.

Finalmente, un tema bueno que quizás, ahora en Bolivia, no sea tan relevante pero obviamente en el resto de la región sí es importante es el de los migrantes. Generan un reto de corto plazo de atención social y eso es claro, pero como hemos visto en todos los países -ahí tienen el caso de Perú, Ecuador y Colombia- los migrantes son más jóvenes y con mayor educación que la población local.

Estos son países en los que ya estamos empezando a transitar los beneficios del bono demográfico. La fertilidad venía cayendo y esto da un respiro demográfico adicional.

Diapositiva 20

Aprovechar los migrantes



Fuente: Banco Mundial.

Fuente: BIDU.



Al contar con población joven y educada, hay que ver cómo se aprovecha para que esta población se inserte productivamente en la economía. [Diapositiva 20].

Estas son las reflexiones que quería mostrarles del trabajo que hemos venido haciendo desde el Banco Interamericano con análisis de la pandemia. De nuevo, quiero agradecer la invitación. Me sentiré encantado de poder participar en la discusión que venga después. Muchas gracias.

SESIÓN PLENARIA

Nora Lustig*

Directora del Instituto de Compromiso con la Equidad de la Universidad de Tulane

* Nora Lustig es Samuel Z. Stone Professor of Latin American Economics y Directora del Commitment to Equity Institute en Tulane University, Nueva Orleans, EEUU.



La presentación tiene dos partes: la primera aborda las tendencias de la desigualdad y sus determinantes; la segunda parte se centra en el impacto del COVID-19 y el futuro de la desigualdad. Creo que estamos frente a una situación muy grave en términos de cuál puede ser el efecto de largo plazo de la pandemia.

I. Evolución de la desigualdad y sus determinantes

¿Cuál ha sido la evolución de la desigualdad en América Latina en los últimos 30 años? Baso mi presentación en un capítulo que escribí para el libro conmemorativo de los 50 años de la CAF.¹ A diferencia de lo que ha pasado en otras partes del mundo, para todo el período en su conjunto, y para prácticamente todos los países, se observa una disminución de la desigualdad.

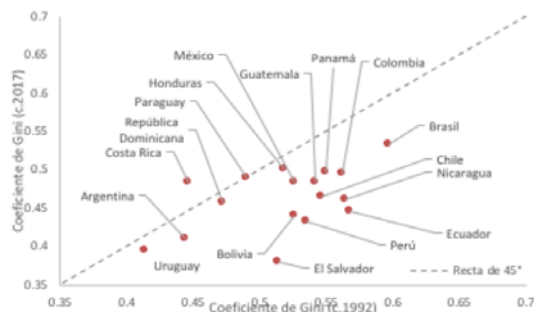
En el gráfico [Diapositiva 2] presento el coeficiente de Gini para los 17 países latinoamericanos entre cerca de 1992 y alrededor de 2017.² En todos los países que están por debajo de la diagonal, el coeficiente es menor, en el último periodo. En todos los países -excepto en Costa Rica y Honduras donde no hubo cambio- el coeficiente de Gini cayó. Este resultado se constata si se utiliza, como indicador de la desigualdad, la razón entre la proporción de ingresos que reciben el decil más alto y el decil más bajo [Diapositiva 3].

¹ El capítulo está disponible en Lustig (2020).

² Recuérdese que el coeficiente es una medida de desigualdad que va de 0 (perfecta igualdad) a 1 (perfecta desigualdad). Cuanto más alto, mayor desigualdad.

Diapositiva 2

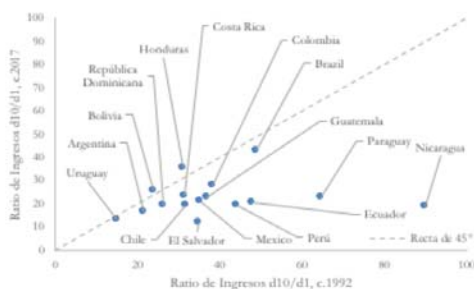
La desigualdad disminuyó en los últimos 30 años (coeficiente de Gini)



Fuente: Lustig (2020)

Diapositiva 3

La desigualdad disminuyó en los últimos 30 años (proporción de ingresos entre decil más alto y más bajo)

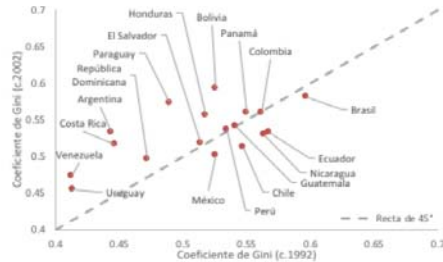


Fuente: Lustig (2020)

Sin embargo, hay tres subperíodos con características distintas. Durante el primer subperíodo, 1992-2002, la desigualdad aumentó [Diapositiva 4]. Durante el segundo período, 2002-2013, la desigualdad cayó [Diapositiva 5]. Lo interesante es que la caída ocurrió en todos los países de la región, independientemente de sus características. A partir de 2013, sin embargo, desafortunadamente esta tendencia no continúa. Y, en algunos casos, la desigualdad comenzó a subir otra vez [Diapositiva 6].

Diapositiva 4

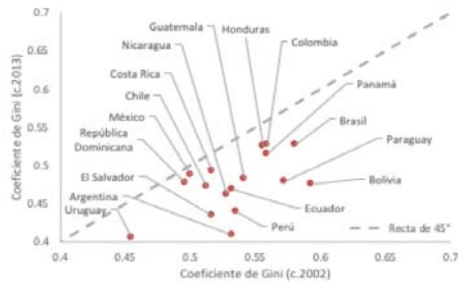
Tres periodos:

1. Desigualdad en alza: 1992-2002

Fuente: Lustig (2020)

Diapositiva 5

Tres periodos:

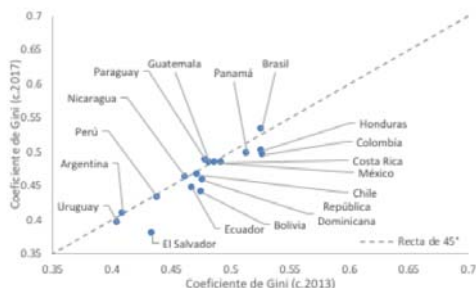
2. Desigualdad a la baja: 2002-2013

Fuente: Lustig (2020)

Diapositiva 6

Tres periodos:

3. 2013-2017: comienza a subir, ya no baja tanto, continúa disminuyendo

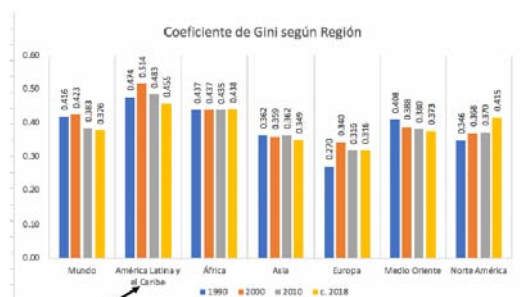


Fuente: Lustig (2020)

¿Cómo queda ubicada América Latina en el contexto mundial? En el gráfico [Diapositiva 7], se observa a las seis grandes regiones del mundo (según la clasificación del Banco Mundial) y al mundo en su conjunto. Amén de que, en algunas regiones, la desigualdad subió (Europa y Norteamérica) o no presentó cambios (África al sur del Sahara), queda claro que la desigualdad cayó más en América Latina que en las otras regiones en que esta disminuyó (Asia y Medio Oriente).

Diapositiva 7

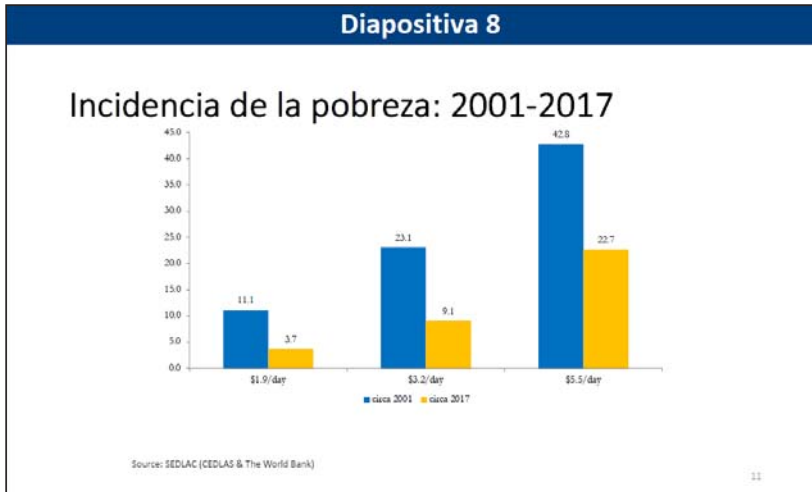
América Latina continúa siendo la región más desigual, pero la brecha ha disminuido



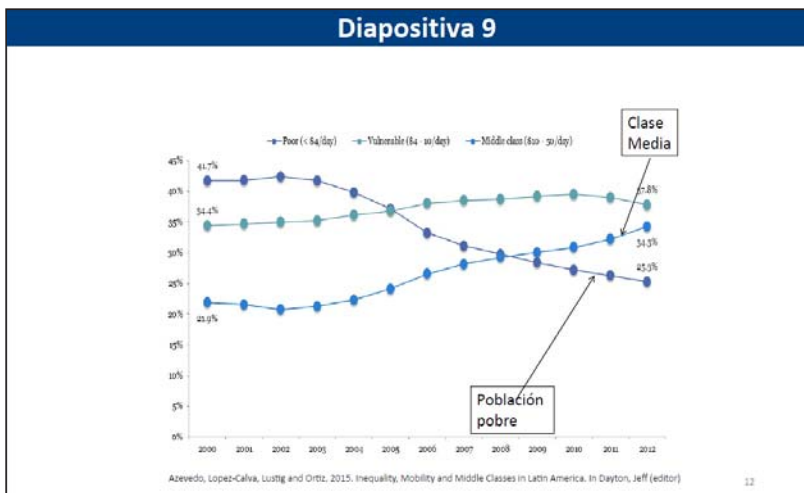
Fuente: Lustig (2020)

Gracias a la reducción de la desigualdad, la región también pudo experimentar una disminución más acelerada de la pobreza y una expansión de la clase media. Como puede verse en el

gráfico [Diapositiva 8], la incidencia de la pobreza medida con las líneas internacionales de \$1,90, \$3,20 y \$5,50 dólares de paridad de compra por día, se redujo entre dos tercios y a la mitad (dependiendo de la línea) entre 2001 y 2017. La clase media (aquí medida como aquellas personas que ganan por encima de \$10 dólares de paridad de compra por día) aumentó: de ser un 22% de la población a un 35%, entre el año 2000 y el 2012 [Diapositiva 9].

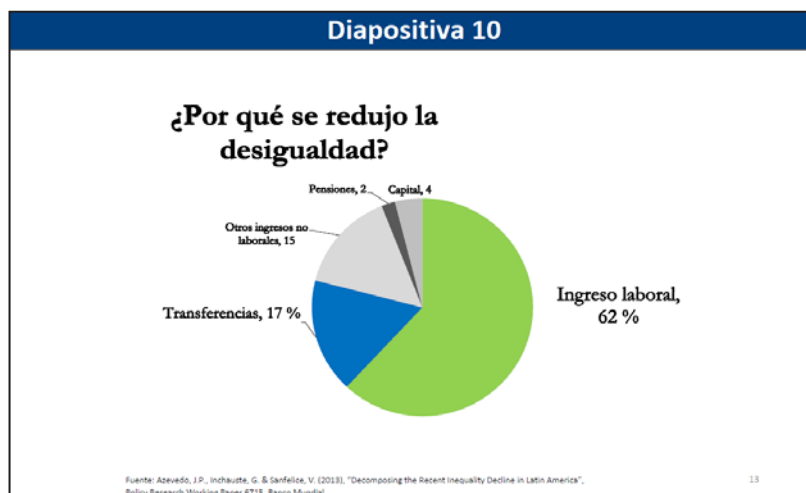


Fuente: Socio Economic Database for Latin America and the Caribbean (SEDLAC) (Centro de Estudios Distributivos, Laborales y Sociales – CEDLAS de la Facultad de Ciencias Económicas de Universidad Nacional de La Plata & The World Bank) disponible en <https://www.cedlas.econo.unlp.edu.ar/wp/en/estadisticas/sedlac/>; Lustig (2020)



Fuente: Azevedo et al. (2015); Lustig (2020)

¿Cuáles son los determinantes de la caída de la desigualdad? A partir de la aplicación del método de descomposición, se han identificado dos factores principales. Como se aprecia en el gráfico [Diapositiva 10], el principal factor es la caída en la desigualdad de los ingresos laborales (62%). El segundo en importancia son las transferencias monetarias gubernamentales (17%). A estos dos le sigue la categoría de otros ingresos laborales (15%), cuyo componente principal son las remesas.



Fuente: Azevedo et al. (2013); Lustig (2020)

Dada la importancia del ingreso laboral, el siguiente paso es identificar qué factores estuvieron detrás de la reducción de la desigualdad de este componente. Los análisis disponibles sugieren que un componente clave ha sido el efecto que tuvo la expansión del acceso a la educación. Dicha expansión resultó en un cambio en la escasez relativa de trabajadores con diferentes niveles de calificación. En particular, los trabajadores con bajo (alto) nivel educativo³ se volvieron más (menos) escasos y esto—a su vez—redujo la brecha salarial entre ambos grupos. Es decir, se redujo la llamada 'prima salarial' asociada a mayores niveles de educación. Además, dependiendo del país, hubo otros factores que reforzaron la tendencia a la baja en la brecha salarial. Por ejemplo, están el incremento del salario mínimo, el apoyo a los sindicatos y cambios en la composición de la demanda de trabajo, sobre todo en los países que experimentaron el auge de las materias primas, porque este estuvo acompañado de mayor demanda relativa para los trabajadores de menor calificación.

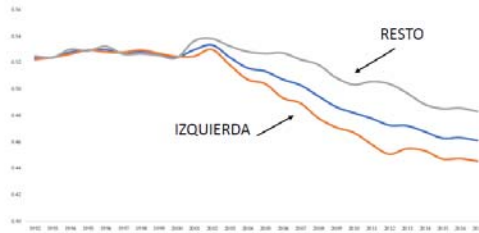
El periodo de caída de la desigualdad coincide con la elección de gobiernos de izquierda en más de la mitad de los países. Como puede observarse en el gráfico [Diapositiva 11] si bien la desigualdad se redujo en toda la región, el grupo de países gobernado por la izquierda parece haber experimentado una caída más pronunciada. La evidencia sugiere que, efectivamente, hay un "efecto izquierda" y que está asociado a la subida del salario mínimo [Diapositiva 12], el incremento del tamaño del gobierno (la recaudación tributaria) y el aumento de las pensiones sociales (no contributivas).⁴

³ Nivel alto se define con secundaria completa o más.

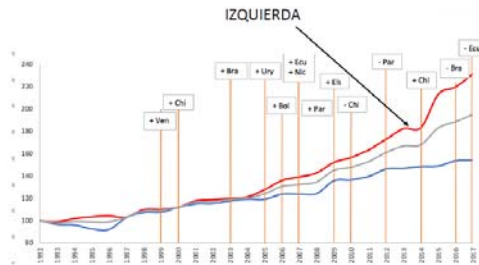
⁴ Feierherd et al. (por publicarse).

Diapositiva 11**Evolución de la desigualdad según régimen político: 1992-2017**

Promedio del coeficiente de Gini según régimen político, 1992-2017 Series Interpoladas



Fuente: Feierherd et al. (por publicarse)

Diapositiva 12**Evolución del salario mínimo real según régimen político: 1992-2017**

Fuente: Feierherd et al. (por publicarse).

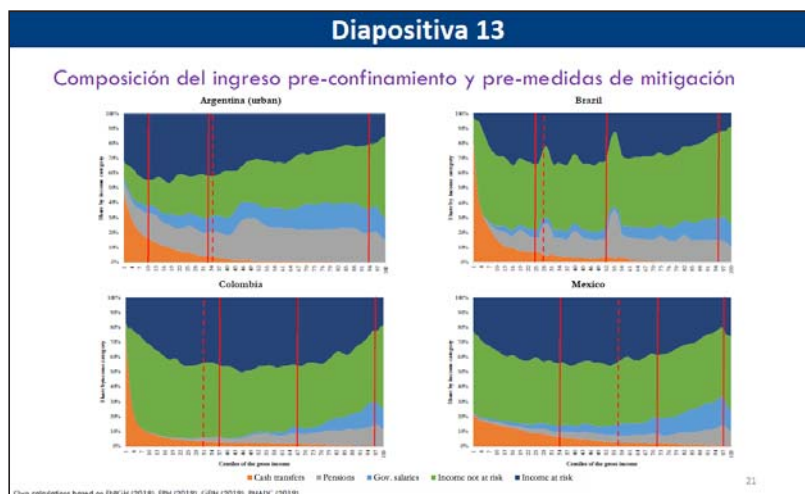
II. El COVID-19 y el futuro de la desigualdad

Aquí, presentaré resultados sobre los efectos de corto y largo plazo de la pandemia sobre la desigualdad y la pobreza. Me concentraré en los cuatro países de mayor tamaño poblacional de la región: Argentina⁵, Brasil, Colombia y México.⁶ En el gráfico [Diapositiva 13], se presenta la composición del ingreso bruto (eje vertical) previo al *shock* de la pandemia, con los hogares

⁵ Para Argentina el análisis es de zonas urbanas (62% de la población) porque la encuesta no cubre zonas rurales.

⁶ Esta sección se basa en los siguientes trabajos. Lustig, Martínez, Pabon, Sanz, Younger (2020); Lustig, Neidhöfer, Tommasi (2020); Neidhöfer et al. (2020).

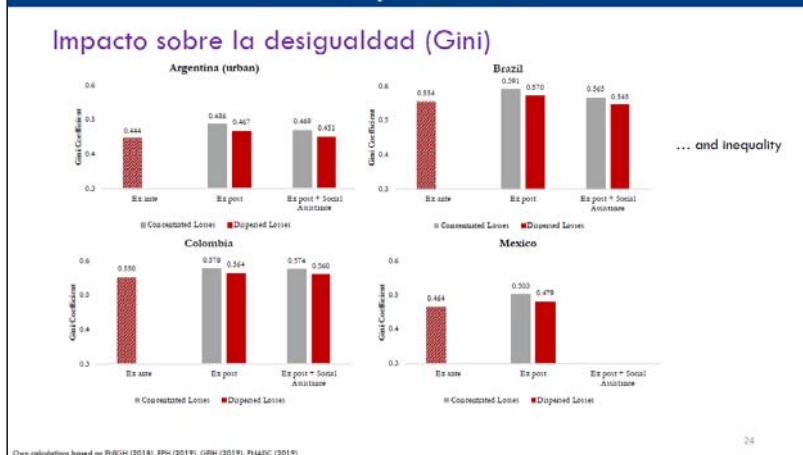
ordenados por el ingreso por persona desde el más bajo al más alto (eje horizontal). La franja de color anaranjado se refiere a las transferencias focalizadas. Se puede observar que dichas transferencias focalizadas—programas como Bolsa Familia en Brasil que fueron introducidos hacia finales de los noventa o principios de siglo, dependiendo del país—constituyen un piso de ingreso, sobre todo para los hogares más pobres. La franja gris son las pensiones (contributivas) y el azul claro son los salarios del sector **público**. Estos tres componentes, en general, no se han visto afectados durante la pandemia (excepto por la inflación en el caso de Argentina). El resto son los ingresos del sector privado. Se distingue entre la porción que no está en riesgo (principalmente sectores esenciales) en color verde y el ingreso en riesgo, en azul marino.



Nótese que el ingreso en riesgo se encuentra a lo largo de toda la distribución y que tiene forma de “U”. Es decir, los centiles “medios” tienen una mayor proporción de su ingreso en la parte que está en riesgo. Esto incluye a los individuos que viven en pobreza moderada y los vulnerables a caer en la pobreza, y también a partes de la clase media.

¿Cuál es el impacto potencial de la pandemia sobre la desigualdad y la pobreza? Se responde a esta pregunta a partir de ejercicios de simulación, sin tomar en cuenta, y habiendo tomado en cuenta, la introducción de programas adicionales de asistencia social. Asimismo, como ex ante no se podía saber si el impacto sobre los ingresos estaría concentrado en menos hogares que pierden más o más hogares que pierden menos. Las microsimulaciones contemplaron un escenario de pérdidas concentradas y dispersas, respectivamente. Los resultados se presentan en los gráficos [Diapositiva 14] (desigualdad) y [Diapositiva 15] (pobreza).

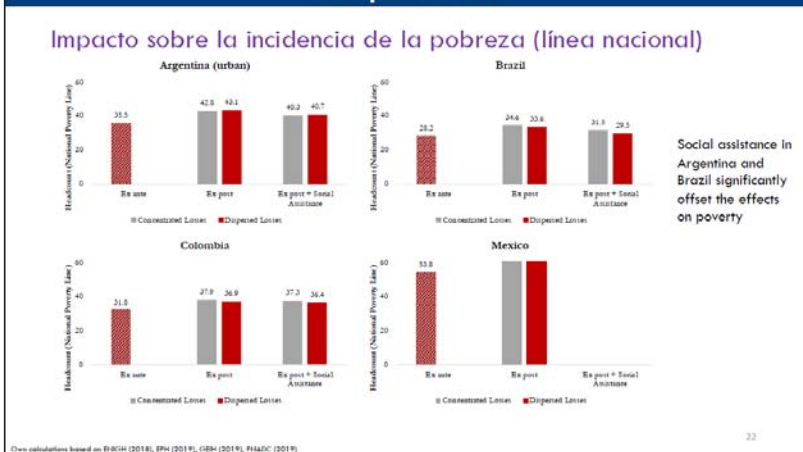
Diapositiva 14



Own calculations based on ENIGH (2018), EPH (2019), GEIH (2019), PNADC (2019)

Fuente: Lustig, Martínez Pabon, Sanz, Younger (2020)

Diapositiva 15

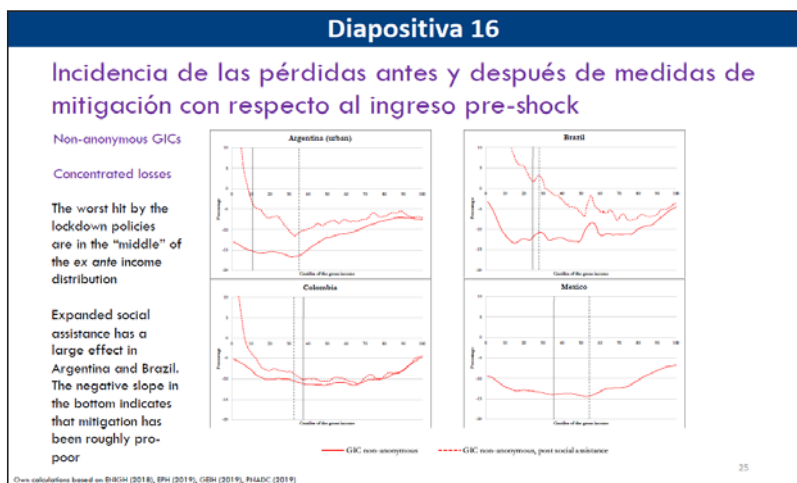


Own calculations based on ENIGH (2018), EPH (2019), GEIH (2019), PNADC (2019)

Fuente: Lustig, Martínez Pabon, Sanz, Younger (2020).

Como puede observarse, en ausencia de la asistencia social adicional, los impactos potenciales sobre la desigualdad y la pobreza son considerables. Sin embargo, en Brasil, y en menor medida Argentina, dichos impactos se mitigan gracias a las medidas compensatorias. Ambos países han distribuido transferencias, en gran escala, que llegan sobre todo al sector informal. En el caso de Colombia, los programas han sido más pequeños y, por tanto, también ha sido más baja su capacidad de mitigar el *shock*. Destaca el caso de México, donde no se introdujo ningún programa adicional. En consecuencia, el incremento de la pobreza y la desigualdad es mayor en ese país.

Como anticipamos a partir de la composición del ingreso bruto [Diapositiva 13, arriba], cuando analizamos los cambios en el ingreso de los hogares, ordenados según ingreso por persona pre-shock, los que más pierden no son los más pobres, sino una franja amplia en la “mitad” de la distribución [Diapositiva 16, línea sólida]. De hecho, en Brasil y Argentina sobre todo, las transferencias de emergencia, potencialmente, benefician a los más pobres cuyo ingreso puede llegar a estar por encima del vigente antes de la pandemia (línea punteada).



Own calculations based on ENIGH (2018), EPH (2019), GEIH (2019), PNADC (2019)

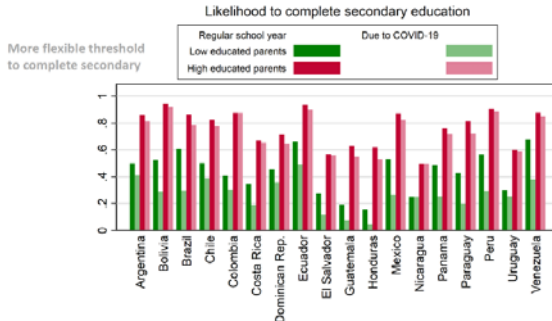
Fuente: Lustig, Martínez Pabon, Sanz, Younger (2020)

Si bien es posible que, en los países donde se pusieron en marcha los programas de transferencia de emergencia (Brasil y Argentina), la desigualdad y la pobreza, en el corto plazo, no hayan aumentado de manera considerable, ¿cuál puede ser el efecto de la pandemia en el largo plazo? Potencialmente, uno de los canales que puede dejar un mayor lastre es el de acceso a la educación. Sabemos que el cierre de centros educativos ha sido generalizado. Sin embargo, la capacidad de reemplazar la instrucción formal por instrucción “en casa” es muy diferente para niños de hogares con padres educados y recursos económicos, que para los niños de hogares con padres de baja educación y recursos escasos. Para los niños que vienen de familias de padres educados y con ingresos más altos, no solo está el hecho de que estos niños tendrán mejor conectividad y equipos de computación, sino también tendrán la crucial mentoría para acompañar y guiar la enseñanza en línea. Esta heterogeneidad dejará un fuerte lastre.

A partir de ejercicios de microsimulación, que estiman la probabilidad de completar la secundaria para la población dependiendo de -entre otras cosas- el nivel educativo de los padres, hemos encontrado que la brecha entre los grupos más y menos afortunados, puede subir de manera importante. La gráfica [Diapositiva 17] muestra este análisis para todos los países de América Latina. El eje vertical mide la probabilidad de completar la escuela secundaria; las barras en verde son las estimaciones para los niños que viven con padres de baja educación; y en rojo, las de los niños que viven con padres de alta educación; las barras en tono más oscuro, se refieren a la situación pre-pandemia; y las de tono claro, a la situación post-pandemia.

Diapositiva 17

Probabilidad de completar secundaria en AL



Fuente: Neidhöfer et al. (2020).

Tomemos como ejemplo el caso de Bolivia. Antes de la pandemia, la probabilidad de terminar la secundaria era de cerca del 50% para los niños que viven en hogares con padres poco educados, mientras que era alrededor del 95% para los niños de padres con altos niveles educativos. A partir del efecto de COVID-19, la probabilidad cae a cerca del 30% para el primer grupo y casi nada para el segundo.

Este análisis nos alerta sobre la evolución de la desigualdad en el futuro. En la primera parte de esta presentación, hablé del acceso a la educación y el papel clave que tuvo en explicar la caída de la desigualdad en la región. Si la pandemia incrementa la desigualdad educativa—como pareciera que podría ocurrir—la desigualdad de oportunidades aumentará también. Para evitarlo, urge que se tomen medidas correctivas para rescatar al grupo de niños afectados, y así mitigar el impacto de la pandemia en la desigualdad, en el mediano y largo plazos.

Muchas gracias

Referencias bibliográficas

AZEVEDO, J. P., G. INCHAUSTE, V. SANFELICE (2013). "Decomposing the Recent Inequality Decline in Latin America" World Bank, Policy Research Working Paper 6715, December

AZEVEDO, J. P., L. F. LÓPEZ-CALVA, N. LUSTIG, E. ORTIZ-JUÁREZ, "Inequality, Mobility and Middle Classes in Latin America" in DAYTON-JOHNSON (2015) *Latin America's Emerging Middle Classes. Economic Perspectives*, Palgrave Macmillan, United Kingdom, pp. 32 - 50

FEIERHERD, G., P. LARROULET, W. LONG, N. LUSTIG (por publicarse). "The Pink Tide and Inequality in Latin America"

LUSTIG, N. (2020). "Inequality and Social Policy in Latin America" Tulane University, CEQ Institute, Working paper 94, March

LUSTIG, N., V. MARTÍNEZ PABON, F. SANZ, S. D. YOUNGER (2020). "The Impact of COVID-19 Lockdowns and Expanded Social Assistance on Inequality, Poverty and Mobility in Argentina, Brazil, Colombia and Mexico" Tulane University, CEQ Institute, Working paper 92, August

LUSTIG, N., G. NEIDHÖFER, M. TOMMASI (2020). "Short and Long-Run Distributional Impacts of COVID-19 in Latin America" Tulane University, CEQ Institute, Working paper 96, October

NEIDHÖFER, G., N. LUSTIG, M. TOMMASI (2020). "Intergenerational Transmission of Lockdown Consequences: Prognosis of the Longer-Run Persistence of COVID-19 in Latin America" Tulane University, CEQ Institute, Working paper 99, December

SESIÓN PLENARIA

Eduardo Levy Yeyati

Desdolarización en América Latina: ¿Qué aprendimos en estos 20 años?

Diapositiva 1

Dolarizaciones: Dolarización y desdolarización financiera en los 2000

Eduardo Levy Yeyati

23 de Octubre de 2020

Decimotercer Encuentro de Economistas de Bolivia

Es un placer participar de este evento, en particular, muy interesante. Por eso escogí este tema, hablar de dolarización financiera en el caso de Bolivia, porque precisamente fue en Bolivia donde nació. Junto con un estimado colega, Alain Ize, empezamos a desarrollar el tema que voy a exponer en la presentación. De hecho, fue a raíz de un viaje que hicimos hace muchos años mientras

trabajábamos en el Fondo Monetario Internacional, por pedido de Juan Antonio Morales, quien era Presidente del Banco Central de Bolivia, y de Stanley Fisher, quien era el segundo en comando del Fondo Monetario Internacional. El pedido era básicamente explicar cómo podía ser que, después de tantos años de haberse estabilizado, el país continuaba tan dolarizado.

A raíz de ese pedido nos pusimos a analizar el tema de la dolarización financiera y por qué no bajaba con la inflación, en fin, una serie de cuestiones que ahora son más bien parte de la historia económica de Bolivia, ya exitosamente desdolarizada. Es interesante volver sobre este punto ante la audiencia boliviana porque Bolivia ha sido el centro de toda esta literatura.

Lo que voy a presentar es un resumen muy breve de un trabajo que preparé por pedido del Fondo Latinoamericano de Reservas, que tiene el mismo título y que viene acompañado de una base de datos sobre desdolarización, la misma que viene siendo actualizada para otros estudios. El tema no termina de morir por más que hayan muchos avances y sobre todo porque es interesante ver qué tan resiliente fue la desdolarización de los países que exitosamente desdolarizaron frente a este *shock* enorme y a esta breve pero masiva fuga hacia activos de calidad que vimos a comienzos de año por motivo de los temores anunciados a la crisis de la pandemia. Entonces, de una forma vamos a cerrar el arco con esto que parece un test masivo de la solidez de los procesos de desdolarización que se iniciaron, fundamentalmente después de las crisis, pero en particular a principios de los 2000 y mediados de los 2010.

Conceptualmente, creo que es esencial y fue, de hecho, la principal conclusión teórica del trabajo que hicimos allá en 1998 en la visita a Bolivia con Alain: es fundamental entender que no hay una dolarización sino varias. Voy a simplificar las líneas de análisis de la literatura, pero básicamente creo que es intuitivo para alguien en Bolivia porque han tenido las dos principales, han tenido casi todas.

Hay una dolarización que uno asocia originalmente a la inflación, a la hiperinflación que era la dolarización, básicamente el uso del dólar tanto para comprar y vender en **términos de medio**

de pago, como también para indexar los precios ante una volatilidad nominal que invalidaba la moneda local como unidad de cuenta. A eso vamos a llamar sustitución de monedas y es importante destacarla porque aquí, si se trata de la dolarización de la base monetaria, es algo que directamente afecta a la política monetaria del banco central que, como ustedes bien saben, se basa fundamentalmente en el manejo de la base monetaria. Si se me dolarizan los depósitos a plazo, no me importa tanto como que la gente use el dólar como medio de pago y que compita, en términos de moneda propiamente dicha, con la moneda local.

La segunda dolarización es la **dolarización real**, que está más asociada al traslado, a precios, de las variaciones del tipo de cambio y que se da muchas veces, como decía antes, cuando la inflación es tan inestable. Es tan alta que resulta más fácil, por convención, empezar a expresar los precios en términos de una moneda más estable. Es un poco la que está detrás de la primera, de la sustitución de monedas, que estuvo detrás de las hiperinflaciones de los 70 y 80.

Por otro lado, está la **dolarización financiera** propiamente dicha, que es la más característica de los procesos de crisis financieras y de los procesos de dolarización que se dan en la mayoría de los países del mundo, y es la que tiene que ver con la dolarización de los ahorros; es decir, **la adopción de la moneda extranjera en su rol de reserva de valor**, lo que muchas veces se denomina como sustitución de activos más que de monedas. Si uno piensa de manera muy simplificada en términos de los depósitos en un banco comercial, la distinción es relativamente rápida. Los depósitos vista, si están dolarizados, van a indicar una suerte de sustitución parcial de monedas, porque estos son depósitos transaccionales que se usan para comprar y vender. En una dolarización financiera, lo que va a haber es un aumento de los depósitos a plazo en dólares con relación a los depósitos a la vista.

El gráfico para Bolivia indicaba que había una dolarización financiera importante, con un persistente y alto nivel de dolarización de depósitos a plazo fijo, con un nivel de dolarización bastante más bajo en cajas de ahorro y depósitos a la vista. Cuando en Argentina, el año 2001, se discutía si se podía salir de la convertibilidad y utilizar la moneda local para transacciones y precios, muchos sostenían que aquello era imposible, porque iríamos a la dolarización espontánea o a una hiperinflación. Mi argumento mostraba que, para el caso argentino, había dolarización de depósitos a plazo, pero no había dolarización de depósitos a la vista. De hecho, es una razón para que Argentina pudiera salir de la caja de conversión sin ir a una hiperinflación porque prácticamente no había sustitución de monedas sino sustitución de activos. Esa distinción es esencial, porque cuando uno quiere desdolarizar, depende mucho cuál es la naturaleza de los fenómenos y qué medidas se deberían aplicar.

Se han estudiado las causas detrás de estos diferentes tipos de dolarización. Simplificando, en las primeras dos incide mucho la inflación porque erosiona el poder de compra de la moneda. Entonces uno tiende, por un lado, a estabilizar los precios utilizando una moneda más estable y, por el otro lado, a cambiar rápidamente a la moneda más estable, aunque sean saldos nominales que uno usa para transacciones.

De nuevo, recuerdo que en el estudio que hicimos cuando empezamos a mirar el caso boliviano, una cosa que nos llamaba la atención era que, en aquella época, los trabajadores bolivianos

recibían su sueldo y lo cambiaban a dólares inmediatamente. Después lo iban cambiando, en muchos casos, de nuevo a la moneda local durante el mes para hacer sus compras. De hecho, una de las recomendaciones que hicimos, a raíz de esta evidencia, fue ampliar el *spread* de compra y venta para hacer que ese giro mensual sea más costoso.

La inflación es la que está típicamente asociada a la sustitución de monedas: cuando cae la inflación, puede caer la sustitución de monedas; es más difícil que tenga impacto sobre la dolarización de ahorros. Y ahí surgía, precisamente, la duda del Presidente del Banco Central de Bolivia sobre por qué seguía existiendo dolarización si la inflación había caído. Lo que está detrás de la dolarización financiera es mucho más complejo. Tiene que ver, en particular, con la volatilidad relativa del tipo de cambio real con relación a la inflación: si yo bajo la inflación, básicamente haciendo una suerte de *targeting* del tipo de cambio real, es decir, utilizando el tipo de cambio como ancla, muy probablemente bajen ambas volatilidades, *pari passu*, de manera similar, y la estabilidad del tipo de cambio real siga estimulando la dolarización financiera, que era lo que encontrábamos para el caso boliviano.

Después, hay varias otras razones teóricas y no tan teóricas que justifican la persistencia de la dolarización de activos. Hay un montón de garantías implícitas en la adopción de una moneda extranjera para la intermediación financiera que hacen que luego el gobierno tenga un problema de inconsistencia temporal al momento de dejar que se realice el riesgo cambiario. Pensemos en préstamos hipotecarios masivamente dolarizados en medio de una crisis cambiaria. Muy probablemente el gobierno provea algún tipo de seguro de tipo de cambio para evitar el *default* catastrófico de deudores hipotecarios y por lo tanto, *ex ante*, eso sea anticipado no solo por los deudores sino por los bancos para, de alguna forma, considerar, de una forma mucho más liviana, el riesgo cambiario latente de prestarle en dólares al que no tiene ingresos en dólares.

El caso argentino es el más claro. Luego de la salida de la convertibilidad, precisamente por este problema del riesgo cambiario, habría motivado a muchos bancos a cerrar sus puertas o a reestructurar. Las deudas en dólares se “pesificaron” o se convirtieron a tipo de cambio ficticio y posteriormente se convalidó esa garantía implícita asociada a esta inconsistencia temporal.

Hay varias cuestiones asociadas a la regulación que también influyen sobre los incentivos a intermediar en moneda extranjera. Hay un caso muy estudiado en los años 80 llamado ‘*peso problem*’ -el problema del peso-, que apunta a los casos en los que hay anclas cambiarias con una baja probabilidad de una alta corrección discreta: el caso típico de las anclas cambiarias con poca credibilidad, que hace que se desequilibre la probabilidad de tener una devaluación discreta y grande, con probabilidad baja que lleva a los ahorristas a preferir el dólar al peso como moneda de intermediación.

Por último, hay un tema que es general y que se relaciona con los ciclos financieros en las economías emergentes, particularmente en América Latina, y tiene que ver con que el dólar sube en las crisis. Entonces, el ahorro en dólares tiene un efecto de *hedging*. Los ahorristas latinoamericanos saben que, en las crisis, sus ingresos salariales caen y sus ingresos financieros en dólares suben por la revaluación de la moneda extranjera y eso también estimula la dolarización. Ninguno de estos temas está intrínsecamente asociado a la inflación y ese es el

punto que tratábamos de hacer con esta literatura. Son problemas mucho más presentes en las últimas décadas, en las economías latinoamericanas, y ninguno se asociaba con una reducción de la inflación, o sea que podía bajar la inflación y seguíamos dolarizados.

El trabajo que quiero presentar se centra básicamente en tres temas. Uno tiene que ver con qué se hizo con las políticas, no solo desde un punto de vista prescriptivo de lo que se puede hacer con base en la distinción de lo que se acaba de hacer. Si efectivamente se quiere desdolarizar creo que hay muchas razones para hacerlo. También es necesario revisar lo que hicieron algunos países con base en una selección de casos, incluyendo el caso boliviano, que es exitoso para armar las estrategias de desdolarización y por qué funcionaron. Fundamentalmente, no hay una sola medida sino que se tienen que hacer muchas cosas a la vez para pasar de un equilibrio dolarizado a un equilibrio no dolarizado.

Lo segundo es pasar revista a los datos, ver cómo evoluciona la dolarización financiera, en particular, en función de dos dimensiones que son claves para medirla, una dimensión doméstica: la dolarización del sistema financiero básicamente aproximada por la dolarización de depósitos. Tengamos en cuenta que los sistemas bancarios modernos no pueden tener un descalce de monedas. Tengo mis ahorros, mi fondeo dolarizado. Si mis depósitos son en dólares entonces debo prestar en dólares porque hay un límite en la mayoría de los países con un mínimo de desarrollo financiero, a la posición de moneda de los bancos que es relativamente pequeño. Entonces, mirando la dolarización del fondeo bancario, se puede tener una buena idea de qué tan dolarizados están los préstamos.

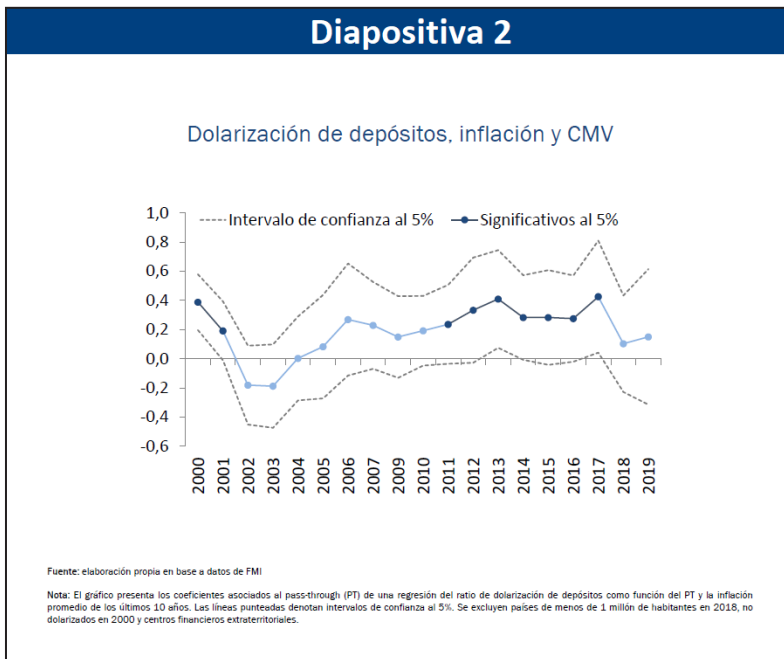
Por otro lado, hay una dimensión externa de la dolarización que tiene que ver con lo que Ricardo Hausman llamaba el ‘pecado original’. Tiene que ver con la capacidad de los gobiernos, los gobiernos subnacionales e incluso las empresas, de financiarse en la moneda local o si tienen que efectivamente dolarizar sus emisiones de deuda afuera.

Y finalmente, uno de los objetivos del trabajo era mirar si los avances habían sido resilientes al *shock* del COVID-19.

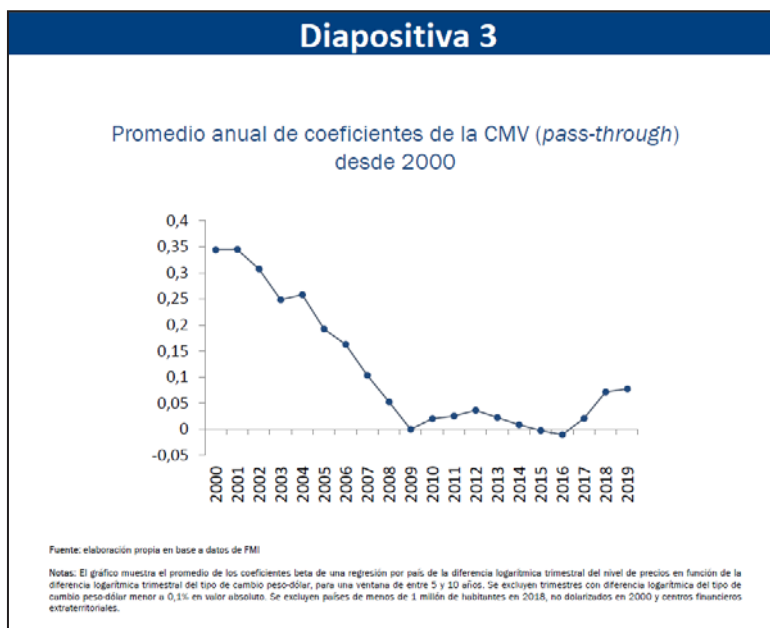
En términos de las políticas, básicamente hay tres grupos de ellas que se utilizan cuando uno piensa en cómo desdolarizar. Si el problema es la sustitución de monedas, claramente hay que bajar la inflación y una vez que esto ocurra hay otros costos de transacción que uno puede poner, como arena en la rueda, para ir ayudando a la desdolarización real. Se pueden prohibir los contratos en dólares, que es una forma bastante rústica pero utilizada en muchos países; se puede, como se hizo en Perú y creo que en Bolivia también, obligar a que los precios estén citados en la moneda local y prohibir que estén expresados en moneda extranjera de forma que sea más difícil transar en moneda extranjera. Se puede abrir el *bid-ask spread* para que la gente no dolarice sus salarios y sus gastos corrientes y luego desdolarice con un poco de costo; y hay otro tipo de regulaciones que se pueden implementar para hacer más costoso el uso del dólar en el día a día. Entonces, en el caso de sustitución de monedas, la reducción de la inflación es, de lejos, la medida principal.

Si uno piensa en términos de dolarización financiera, la cosa se complica más. La principal recomendación del trabajo que hicimos en 1999, cuando fue publicado, era que los países que

se quisieran desdolarizar deberían adoptar metas de inflación, en el sentido de que las metas de inflación lo que hacen es estabilizar la volatilidad de la inflación por definición y, como se supone que tienen que tener una suerte de indiferencia benigna con relación al tipo de cambio, tienen que dejar que el tipo de cambio siga su rumbo, la volatilidad del tipo de cambio nominal y real termina superando a la de la inflación y eso genera un desincentivo a dolarizarse. La segunda implicación directa de lo que nosotros habíamos estudiado en ese momento tenía que ver con la indexación: si uno quiere desdolarizar, tiene que competir con el dólar y la mejor forma de competir, en la medida que la indexación sea creíble, para ahorros de más largo plazo sobre todo para economías con inflación moderada o no muy baja, era la indexación a la inflación. Entonces, teníamos dos grandes recomendaciones, una era formar un mercado en pesos indexados y por el otro lado adoptar un esquema de metas de inflación con flotación cambiaria.



Algo de esto sucedió. Nuestra principal medida de motor de la dolarización era precisamente una variación, una suerte de *pass-through* directo del tipo de cambio a la inflación. Básicamente, el coeficiente beta de una regresión de la inflación en función a variaciones del tipo de cambio nominal era la principal variable que explicaba las dolarizaciones en América Latina. Si uno calcula ese beta y mira cómo ha ido evolucionando a lo largo del tiempo [Diapositiva 2] se da cuenta de que el poder explicativo se mantiene relativamente constante. Esto se ve a través de una serie de una regresión recursiva en la que la dolarización de depósitos la controlamos por algunas variables, pero sobre todo por esta beta de *pass-through* que es relativamente estable, por lo que el modelo sigue siendo más o menos útil.



Sin embargo, el coeficiente de *pass-through* ha caído muy fuertemente a lo largo del tiempo [Diapositiva 3]. Es decir, el traslado de las variaciones cambiarias a la inflación en los países latinoamericanos ha caído muy fuertemente, en gran medida, porque los bancos centrales han tomado las riendas y, en particular, porque en la medida en que alguno tenga alguna de las variantes de metas de inflación, lo que hace es desplazar al dólar o a la expectativa del dólar como índice de movimiento de precios para reemplazarlo, no con la inflación *per se*, sino con las expectativas, con las metas de inflación.

En economías que implementan metas de inflación creíbles, los mercados y los individuos, al momento de colocar precio a sus productos, servicios, contratos, lo que miran es la meta del banco central. No miran ni siquiera la emisión monetaria corriente, sino que miran, en la medida que sea creíble, qué es lo que el banco central dice que va a hacer con la inflación. Entonces, de alguna forma, se desplaza al dólar, la meta de inflación en algún sentido es casi como usar un ancla inflacionaria en reemplazo de la vieja ancla cambiaria y eso explica, en gran medida, por qué en muchos de estos países ha caído el *pass-through* y la dolarización financiera cayó *pari passu*.

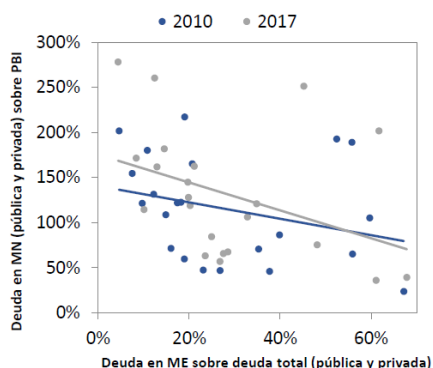
Hay otras medidas, de hecho, que se han implementado, que son casi tan importantes como reducir la volatilidad de la inflación con relación al tipo de cambio real y que tienen que ver con regulación. Casi todos los países dolarizados han intentado, en algún momento, hacer más costosa la intermediación en dólares. La forma más inmediata es ponerles encajes más altos a las intermediaciones en dólares que a la intermediación en moneda local, en parte, porque el encaje lo que hace es abrir las puntas y hace al dólar menos atractivo para el ahorrista y hace menos atractivo para el deudor que ahora tiene que pagar más y, además, porque se

quiere una fundamentación macroprudencial que, de alguna forma, fue la manera en la que la ortodoxia económica aceptó muchas de estas medidas que antes se las veía como heterodoxas. Es cierto que hay un riesgo cambiario implícito y mal medido en los sistemas bancarios que estas medidas vienen a corregir, por lo que decía antes. Si uno no hace nada por la manera en que se distribuyen los riesgos en las economías dolarizadas, simplemente los bancos van a tomar demasiado riesgo cambiario a expensas del banco central o del país. Entonces, hay una justificación macroprudencial para introducir estos encajes diferenciados a los fondeos en dólares en general, y a los fondeos en dólares de los bancos comerciales, en particular, que son los que están más protegidos, *a priori*, por la regulación. Esto lleva muchas veces, ya no a niveles cualitativos, sino básicamente a prohibiciones.

En el caso argentino, cuando, en el año 2001, uno les decía a los banqueros que tenían un riesgo cambiario muy alto por prestar en dólares, los bancos no lo decían abiertamente, pero sí decían que si efectivamente había un problema, no iban a dejar caer todos esos préstamos y que el Estado, en particular el banco central, iba a tener que hacer algo. En esos casos, no hay ni amenaza del regulador ni tasas diferenciadas que hagan que estos préstamos sencillamente riesgosos no aparezcan: entonces, lo único que queda es la prohibición. De hecho, en el año 2002, en Argentina, prohibimos los préstamos a deudores sin ingresos en dólares y todavía sigue vigente esto. Si no lo hubiéramos hecho, la crisis del año pasado hubiera sido terminal y los bancos hubieran estado descalzados como lo estuvieron en el año 2001 – 2002. Entonces, hay veces en que las regulaciones son pura y simple prohibición porque es tal el impacto de la garantía implícita que no hay forma que los agentes evalúen el riesgo cambiario de manera correcta.

Diapositiva 4

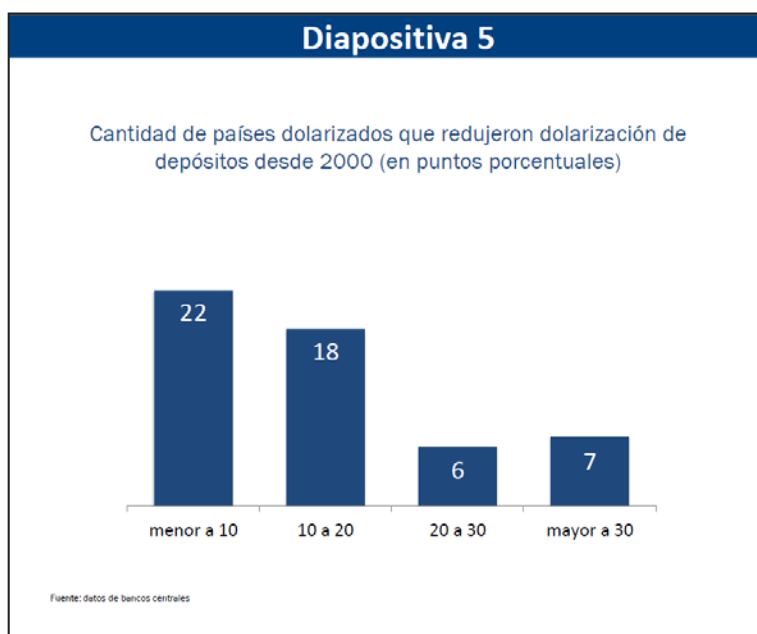
Mercado local: Domesticación de deuda



Fuente: Institute of International Finance - Global Debt Monitor Database.
Muestra: Argentina, Brasil, Chile, China, Colombia, Rep. Checa, Hong Kong, Hungría, India, Indonesia, Israel, Corea del Sur, Malasia, México, Polonia, Rusia, Arabia Saudita, Singapur, Sudáfrica, Tailandia, Turquía, Ucrania.

Un tema que es crucial es que uno no puede competir contra el dólar si no tiene nada con qué competir. Entonces, es fundamental el desarrollo de mercados locales para incentivar al ahorrista a que se salga de la moneda extranjera y vaya a la moneda local. Si uno mira a la evolución de la dolarización de la emisión en moneda extranjera, es decir, el cociente de dolarización de deuda, estamos hablando de deuda soberana, pero sucede también con deuda sub nacional y privada, y la correlaciona con la profundidad de deuda en moneda local, lo que se ve es que son precisamente los países que tienen un mercado de deuda local más profundo los que menos exposición tienen a la deuda externa [Diapositiva 4].

Y, alternatively, en los países donde se tenía mayor profundidad financiera es donde se habría cortado la dependencia del dólar del financiamiento externo en los últimos 15 a 20 años y, de hecho, en muchos casos, lo que se hizo fue atraer a acreedores al mercado local para que la intermediación se hiciera en moneda local.

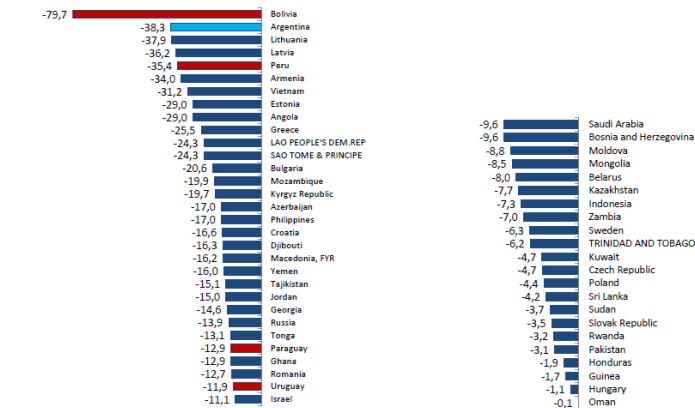


En los últimos 20 años, la dolarización cayó, pero no en todos lados de igual forma. Hay casos de éxito y casos en donde la dolarización se ha dado de manera más persistente. Se puede ver que la dolarización se redujo, en general, en la mayoría de los casos, pero hay muchos países donde todavía sigue siendo bastante persistente [Diapositiva 5].

Bolivia, claramente, es el campeón de la desdolarización. Es un caso extraordinario. Nadie daba tantas expectativas porque era una dolarización muy dura y en los tres niveles mencionados antes; sin embargo, ha sido el caso donde de manera más estable cayó, pero hay otros casos de éxito no tan grandes como el de Perú [Diapositiva 6].

Diapositiva 6

Desdolarización de depósitos desde 2000 (en puntos porcentuales)



Fuente: datos de bancos centrales

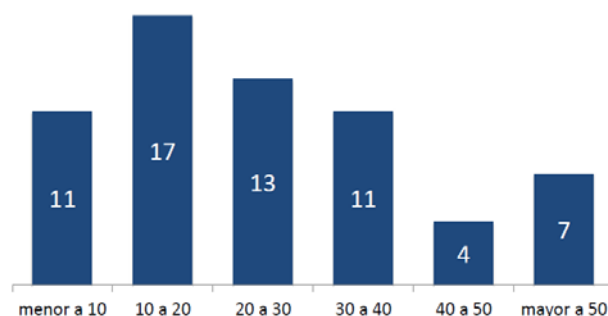
Uruguay, por otro lado, que tuvo una estrategia muy fuerte de desdolarización para su sistema bancario, no logró los resultados esperados y aprendió, de alguna manera, a convivir con la dolarización. Tiene un régimen de metas de inflación. La inflación es un poco más alta; es más difícil el manejo de política monetaria. Han logrado convivir, sin resolver, con el problema de la dolarización. No es tan fácil tener la lista de acciones para bajar el nivel de dolarización. Paraguay es otro caso que también era moderadamente dolarizado y lo mismo con el caso de la dimensión externa.

Muchos países redujeron su nivel de dolarización de la deuda pública, en gran medida, porque vieron que esto era la fuente de todas las crisis emergentes de los años 90 y 2000; redujeron el cociente de deuda al producto, en parte, por la “domesticación” de la deuda [Diapositiva 7] al traer a los inversores al mercado local.

Perú es el caso más llamativo y es importante en el contexto del COVID-19 porque, a diferencia de lo que uno siempre piensa sobre América Latina, limitada por su espacio fiscal, por su capacidad de endeudamiento, Perú es un caso donde el impacto del COVID-19 ha sido dramático. Tiene poco que ver con su capacidad fiscal, pues tiene más dinero del que puede efectivamente usar para aliviar su situación. Tiene mucho más que ver con cuestiones de distribución del ingreso, de pobreza y de la capacidad estatal para llegar a esa gente con ingresos no seguros, precisamente, porque Perú tiene un mercado local muy líquido que pudo fondear un gasto fiscal que no termina de mostrar su efecto en términos reales, más por una cuestión de capacidad estatal que por otra cosa [Diapositiva 8].

Diapositiva 7

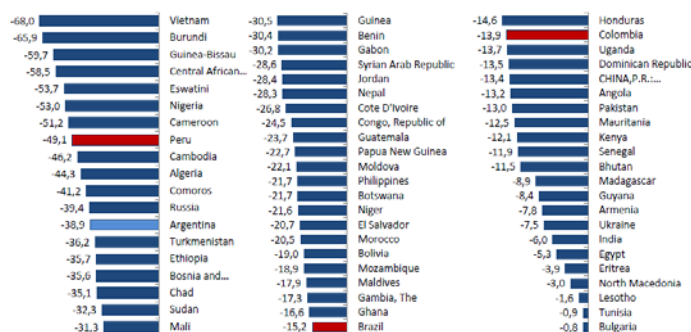
Cantidad de países dolarizados que redujeron la deuda pública externa sobre la deuda pública total desde 2000 (en puntos porcentuales)



Fuente: Banco Mundial y FMI

Diapositiva 8

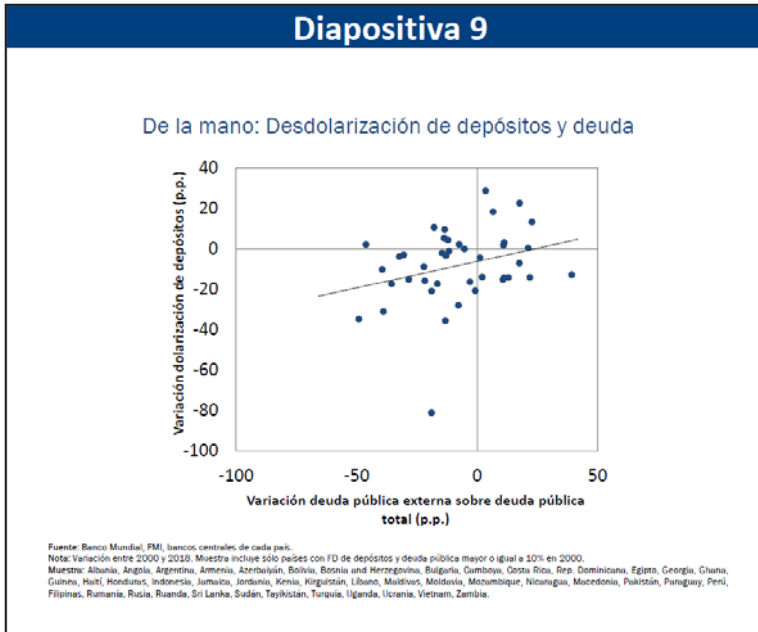
Reducción de la deuda pública externa sobre la deuda pública total desde 2000 por país dolarizado (en puntos porcentuales)



Fuente: Banco Mundial y FMI

Brasil es un caso típico. Después de la crisis de finales de los 90 y la crisis del 2002–2003, es un país que, incluso incurriendo en un costo muy importante, desdolarizó su deuda y generó un mercado local que hoy lo hace mucho más resiliente, a pesar de los números agregados de un país como Argentina que no logró hacerlo.

Las desdolarizaciones fueron un poco de la mano: los países que más redujeron su dolarización de deuda también redujeron su dolarización de depósitos [Diapositiva 9]. Van de la mano por muchas razones, pero en particular porque estas son políticas de Estado y se dieron, incluso, asumiendo un costo importante. Son políticas que tomaron los dos flancos a la vez, trataron de reducir la exposición cambiaria y redujeron el descalce que generalmente se manifiesta cuando alguien ajusta el tipo de cambio de manera simultánea y orquestada.



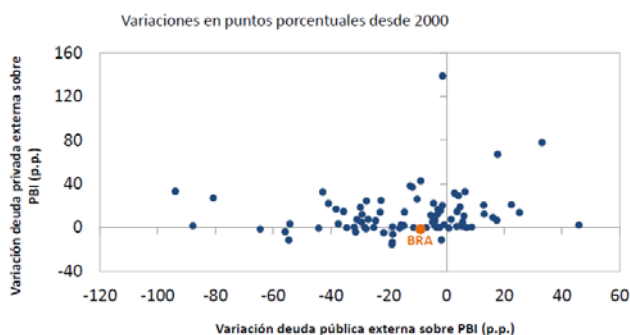
Si se reduce la dolarización de la deuda pública, se está dando espacio al sector privado para que emita una deuda que es *proxy* de la doméstica [Diapositiva 10]. Los inversores van a buscar papeles en dólares de Brasil; si no emite el soberano, van a buscar papeles de los Estados o de las corporaciones. Ese era un temor bastante fundado a principios de los 2000.

Si miramos la evolución de la deuda corporativa en dólares, lo que se ve es que no ha habido la sustitución de deuda en dólares por parte de los privados, la misma que habría sido peligrosa porque el banco central puede controlar las emisiones de los bancos pero no puede regular las emisiones corporativas. Hasta ahora, no ha pasado que la desdolarización haya llevado a una dolarización privada.

¿Qué pasó con el COVID? Esperábamos que las economías más dolarizadas, más expuestas al riesgo cambiario, sufrieran más esa salida de capitales y, por tanto, que los tipos de cambio se depreciaran aún más, aunque se podría decir que, en esas economías, los países iban a intervenir para evitar eso, el efecto balance asociado al descalce cambiario [Diapositiva 11].

Diapositiva 10

Sin evidencia de *crowding in* de deuda externa privada

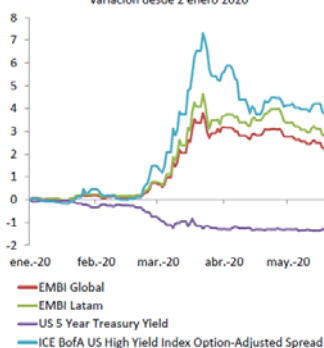


Fuente: Banco Mundial y FMI
 Muestra: Albania, Argelia, Angola, Argentina, Armenia, Azerbaiyán, Bangladesh, Bielorrusia, Belice, Buzán, Bolivia, Bosnia y Herzegovina, Brasil, Bulgaria, Burkina Faso, Camboya, Camerún, China, Colombia, Costa Rica, Costa de Marfil, Rep. Dominicana, Ecuador, Egipto, El Salvador, Etiopía, Georgia, Ghana, Guatemala, Guyana, Haití, Honduras, India, Indonesia, Jamaica, Jordania, Kazajistán, Kenia, Kosovo, Kirguistán, Laos, Líbano, Liberia, Madagascar, Maldivas, Mauricio, México, Moldavia, Mongolia, Montenegro, Marruecos, Mozambique, Myanmar, Nepal, Nicaragua, Níger, Nigeria, North Macedonia, Pakistán, Papua Nueva Guinea, Paraguay, Perú, Filipinas, Rumanía, Rusia, Ruanda, Senegal, Sudáfrica, Sri Lanka, Sudán, Tayikistán, Tanzania, Tailandia, Túnez, Turquía, Turkmenistán, Uganda, Ucrania, Uzbekistán, Venezuela, Vietnam, Zambia, Zimbabue.

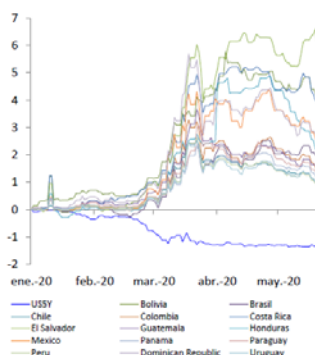
Diapositiva 11

Covid-19 y costos de financiamiento externo

VIX, EMBI Global, EMBI Latam, US 5 Year Treasury Yield & US Corporate High Yield
 Variación desde 2 de enero 2020



US 5 Year Treasury Yield & EMBI Latam
 Variación desde 2 de enero 2020

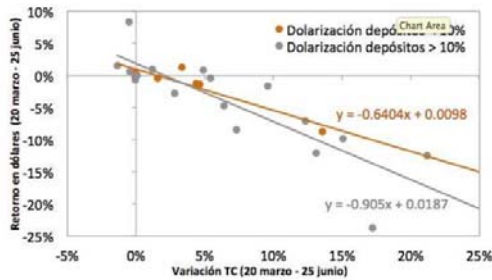


Fuente: Banco Central de Panamá en base a JP Morgan

Lo otro que esperábamos era que las tasas de interés, en moneda local, subieran, precisamente para contener la situación, y que los papeles en moneda local cayeran más que los papeles en dólares, es decir, que se fragilizara el mercado de ahorros en moneda local, construido en épocas más tranquilas. Lo que se ve es que nada de eso pasó [Diapositiva 12].

Diapositiva 12

Retornos por moneda en el primer trimestre de 2020



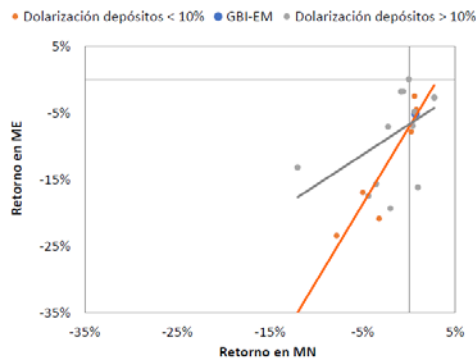
Muestra (según último dato disponible)

Dolarización depósitos < 10 %: Austria, Finlandia, Nueva Zelanda, Singapur, España, China, Colombia, Malasia.

Dolarización depósitos > 10 %: Hong Kong, Israel, Suecia, Argentina, Chile, Rep. Checa, Hungría, Indonesia, México, Perú, Filipinas, Polonia, Rumanía, Rusia, Eslovaquia, Turquía, Uruguay.

Diapositiva 13

Retornos por moneda en el primer trimestre de 2020



Fuente: Banco Central de Panamá en base a JP Morgan

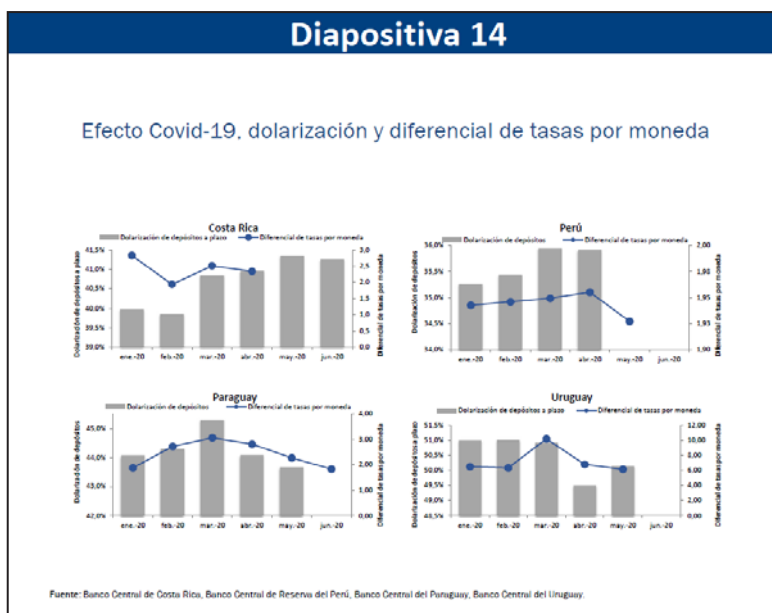
Si uno mira, por ejemplo, las variaciones cambiarias en el pico de la crisis y los retornos de los papeles en dólares, no hay casi diferencias entre los países que tenían más dolarización de los que casi no la tenían.

Y si uno mira, en términos de rendimiento de los bonos soberanos en moneda local y en dólares, y trata de distinguir los dolarizados de los no dolarizados, es cierto que los dolarizados tienen

incluso una menor caída que los otros [Diapositiva 13]. En parte, supongo que es así porque ha habido más intervención, porque son países un poco más sensibles al tipo de cambio. Pero no se ve el colapso que uno esperaría como se daba en los años 90 cuando se realizaba el riesgo cambiario y la gente huía de estos países.

Lo anterior quiere decir que, en la medida en que se puedan mantener las tasas domésticas en niveles razonables, y no tenga que subirlas en defensa del tipo de cambio, en medio de una pandemia, se puede usar la política monetaria, como muchos países lo han hecho, para suavizar el impacto del ciclo. Y si uno mira país por país, lo que se ve es que los bancos centrales han emitido, han bajado tasas, han tratado de favorecer préstamos subsidiados, que es todo lo contrario de lo que podía hacer un país latinoamericano en medio de una crisis financiera o de un reflujo de capitales en los 90. Eso se debe, en gran medida, a que parte de este proceso de desdolarización ha sido razonablemente resiliente. Lo mismo sucede si uno mira el diferencial de tasas de interés que no tuvo que subir para defender el tipo de cambio.

De hecho, muchos bancos centrales bajaron tasas y lo mismo se ve con la dolarización de depósitos: se muestra que hubo subidas minúsculas. No hubo un proceso de dolarización en los sistemas bancarios, la gente no huyó al dólar. De alguna u otra forma, las reformas alcanzadas sobre estabilidad son creíbles [Diapositiva 14].



Para resumir, varias estrategias se pueden usar para desdolarizar y se han usado, a mi juicio, con éxito. El tema de la arena en la rueda en Perú y Bolivia ha sido importante para reducir la sustitución de monedas, es decir, reducir el uso de la moneda extranjera para transacciones. Creo que los casos estudiados así lo indican.

La política de desdolarización financiera es una batería de políticas que incluyeron no solo estabilización nominal, metas de inflación, más volatilidad cambiaria, sino desarrollo de mercados, desarrollo de la oferta con inversionistas institucionales, fondos de inversión, *benchmark* doméstico, pues parte de la deuda doméstica en moneda nacional integra los *benchmarks* globales y atrae inversionistas internacionales. En fin, se trata de una serie de medidas que individualmente no habrían alcanzado el nivel de fuerza suficiente para hacer saltar a estas economías del equilibrio dolarizado al equilibrio no dolarizado y, fundamentalmente, de una consistencia del esfuerzo en el tiempo porque cuando uno mira la serie, ve que la desdolarización llevó 10 años como mínimo. Nunca fue una medida de dos o tres años.

Y esto tiene mucho que ver con la idea que mencioné acerca de que muchas de estas políticas se hicieron con costos. Gran parte de la credibilidad de la política desdolarizadora está asociada a que el gobierno mostró su voluntad de pagar los costos. Pienso siempre en el caso de Brasil de los años 2000, cuando todo el mundo, después de la crisis, al final de 2004, anticipaba que el real solo se podría apreciar y entonces, especulativamente, se cuestionaba acerca de por qué el gobierno emitía instrumentos de deuda en moneda local cuando en realidad le convenía emitir en moneda extranjera. Lo mismo ocurrió en el caso de Paraguay y en el de Perú. Estos países insistieron en pagar los costos para que, en el momento que hubiera un reflujo, no tuvieran que pagar los costos discretos de una crisis cambiaria y creo que ese esfuerzo pagó tanto en credibilidad como en estabilidad. El caso de Perú, como mencionaba antes, se trata de un buen indicio de esta nueva y bien ganada estabilidad. Gracias.

RESEÑA BIOGRÁFICA DE LOS EXPOSITORES

(En orden alfabético por apellido)

RODRIGO CUBERO BREALEY

Presidente del Banco Central de Costa Rica

Ph. D. en Economía de la Universidad de Oxford. Subdirector de la División del Hemisferio Occidental del Fondo Monetario Internacional. Economista principal y subjefe de la División de Asia y el Pacífico del Fondo Monetario Internacional.

JUAN JOSÉ ECHAVARRÍA

Gerente del Banco de la República de Colombia

Cursó estudios de ingeniería en la Escuela de Minas en Medellín, de postgrado en las Universidades de Harvard y Boston, y obtuvo su doctorado en Economía en la Universidad de Oxford. Es miembro de los Comités de Economías Abiertas y de Gobernabilidad en Basilea y preside la Junta Directiva del Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA). Fue Ministro Plenipotenciario de Colombia en la Organización de Estados Americanos (OEA). Fue Director Programático de la Fundación Buen Gobierno, Co-director del Banco de la República y Director Ejecutivo de Fedesarrollo. Fue *chairman* del 15avo encuentro anual de *Latin American and Caribbean Economic Association* (LACEA). Obtuvo, en 2015, el premio al mejor docente universitario del país, y en 2017 el premio “Encuentro con el maestro” otorgado por la Junta Directiva de los Economistas Uniandinos. Fue decano de Economía en la Universidad Nacional.

DIEGO LABAT

Presidente del Banco Central del Uruguay

Es economista y contador público con estudios de Maestría en Economía Internacional de la Universidad de la República, en Uruguay. Tiene más de veinte años de docencia en la Universidad de la República y universidades privadas, así como una vasta trayectoria en el sistema financiero, en bancos internacionales de reconocido prestigio en Uruguay y en el exterior. Se ha desempeñado como Director de la Administración Nacional de Combustibles Alcohol y Portland (ANCAP), también fue Director Financiero del Banco Santander y miembro del Comité de Dirección del Banco. Previamente se desempeñó como Contador General y responsable de la información financiera de ABN AMRO Uruguay.

EDUARDO LEVY YEYATI

Decano de la Escuela de Gobierno de la Universidad Torcuato Di Tella, Argentina

Ingeniero civil de la Universidad de Buenos Aires y Doctor en Economía de la Universidad de Pennsylvania, es decano de la Escuela de Gobierno de la Universidad Torcuato Di Tella, donde fundó y dirige el Centro para la Evaluación de Políticas basadas en la Evidencia (CEPE). Asimismo, es profesor visitante de la *Harvard Kennedy School of Government* e investigador principal del Consejo Nacional de Investigaciones Científicas y Técnicas de Argentina (CONICET). En el pasado, coordinó el ‘Programa Argentina 2030’ de la jefatura de Gabinete de la Presidencia de la Nación; presidió el Consejo Nacional de la Producción, y fundó Elypsis (elypsisweb.com). También fue *Senior Fellow* de *Brookings Institution*; presidente del Centro de Implementación de Políticas Públicas para la Equidad y el Crecimiento (CIPPEC); Jefe de Investigación para América Latina y Jefe de Estrategia de Mercados Emergentes de Barclays

Capital; Asesor financiero del Banco Mundial para América Latina, y Economista Jefe del Banco Central de la República Argentina, entre otras posiciones. En 2015, recibió el Premio Centenario de la Academia Nacional de Ciencias Económicas (ANCE) y en 2007 la *Robert Kennedy Visiting Professorship* de Harvard.

NORA LUSTIG

Directora del Instituto de Compromiso con la Equidad de la Universidad de Tulane, Estados Unidos

Nora Lustig obtuvo su Doctorado en Economía en la Universidad de California, Berkeley. Es Samuel Z. Stone *Professor of Latin American Economics* y directora fundadora del *Commitment to Equity Institute* en Tulane University, Nueva Orleans. También es *Senior Fellow* no-residente de la *Brookings Institution*, el Centro para el Desarrollo Global y el Diálogo Interamericano en Washington, DC. Ha publicado más de 70 artículos y compilado o escrito más de 15 libros. Fue miembro fundador y presidenta de la Asociación de Economía de América Latina y el Caribe (LACEA) y co-directora del “Informe sobre el Desarrollo Mundial 2000/2001. Lucha contra la pobreza” del Banco Mundial. Asimismo, ha formado parte de la Comisión para la Medición del Desempeño Económico y el Progreso Social, encabezada por Joseph Stiglitz y de la Comisión para la medición de la pobreza global dirigida por Anthony Atkinson. En la actualidad, es editora del *Journal of Economic Inequality Forum* y miembro del Diálogo Interamericano.

MARIO MARCEL CULLELL

Presidente del Banco Central de Chile

Es Ingeniero Comercial de la Universidad de Chile y M. Phil. en Economía de la Universidad de Cambridge, Reino Unido. Fue Director de la ‘Práctica Mundial de Buen Gobierno’ del Banco Mundial en Washington D.C., Estados Unidos. Anteriormente se desempeñó como subdirector de Gobernabilidad y Desarrollo Territorial de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) en París, Francia, y Gerente de Capacidad Institucional y Finanzas del Banco Interamericano de Desarrollo (BID). A nivel académico ha desarrollado actividades de docencia e investigación en universidades en Chile y el Reino Unido.

OSMEL MANZANO

Economista Regional del Departamento de Países del Grupo Andino, Banco Interamericano de Desarrollo

Ph. D. en Economía por el Instituto Tecnológico de Massachusetts. Asesor Económico Regional del Departamento de Países del Grupo Andino del Banco Interamericano de Desarrollo. Previamente, fue Asesor Económico Regional del Departamento de Países para Belice, Centroamérica, México, Panamá y República Dominicana en el Banco Interamericano de Desarrollo, y Subdirector y Coordinador del Programa de Investigación de la Corporación Andina de Fomento. Es profesor adjunto en la *Walsh School of Foreign Service (Georgetown University)* y en *IESE Business School* (en Venezuela). También ha sido profesor adjunto en la *McCourt School of Public Policy (Georgetown University)*, el *Elliot School of International Affairs*

(*George Washington University*) y la Universidad Católica Andrés Bello. Ha sido invitado en el *Mossavar-Rahmani Center for Business and Government* de la Escuela de Gobierno John F. Kennedy (Universidad de Harvard).

NICOLÁS ALFREDO MARTÍNEZ**Presidente del Banco Central de El Salvador**

Graduado en Economía de la Universidad Centroamericana ‘José Simeón Cañas’. Fue becado en tres oportunidades: beca *Fulbright* en la Universidad de Wisconsin para cursar un *bachelor* en Matemáticas y Economía; beca de la Agencia de los Estados Unidos para el Desarrollo Internacional (USAID) Washington, para estudiar un posgrado en Macroeconomía Aplicada de la Pontificia Universidad Católica de Chile, y finalmente, becado por el Banco de Guatemala, el CEMLA y el Banco Central de Reserva de El Salvador (BCR) para estudiar un posgrado en Finanzas y Economía. Trabajó como asistente económico en USAID y también fungió como especialista económico del Ministerio de Planificación. Adicionalmente, se desempeña como catedrático en diversas universidades de El Salvador, Nicaragua, Panamá y Guatemala a nivel de pregrado y posgrado.

ERIC PARRADO HERRERA**Economista Jefe y Gerente General del Departamento de Investigación del Banco Interamericano de Desarrollo**

Ph. D. en Economía de la Universidad de Nueva York. Antes de incorporarse al Banco Interamericano de Desarrollo, fue profesor de Economía y Finanzas en el *ESE Business School* de la Universidad de Los Andes en Santiago de Chile. Es profesor visitante de la *Blavatnik School of Government* de la Universidad de Oxford. Miembro del Consejo Global del Futuro de los Sistemas Financieros y Monetarios del Foro Económico Mundial. Fue Superintendente de Bancos, Consejero del Comité Financiero del Ministerio de Hacienda y Administrador de los Fondos Soberanos de Chile. Ha escrito diversos artículos académicos sobre política monetaria, política fiscal y fondos soberanos.

PABLO SANGUINETTI**Vicepresidente de Conocimiento para CAF - Banco de Desarrollo de América Latina**

Obtuvo su Doctorado en Economía en la Universidad de California en Los Angeles, Estados Unidos. Ha trabajado como consultor del Banco Mundial, Banco Interamericano de Desarrollo, la Comisión Económica para Latinoamérica y el Caribe, y ha sido miembro del Directorio de la Comisión Nacional de Comercio Exterior de Argentina. Es profesor de Economía de la Universidad Torcuato Di Tella en Buenos Aires y ha ocupado posiciones como investigador y profesor visitante en la Universidad de *New Mexico*, la Universidad de Texas y la Universidad de Bonn, Alemania. Ha sido miembro de *Latin America Research Review* (LARR).

DANIEL TITELMAN

Director, División de Desarrollo Económico de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL)

Estudios de doctorado en Economía de la Universidad de California, San Diego; tiene un Master en Ciencias Políticas de la Facultad Latinoamericana de Ciencias Sociales (FLACSO). Fue Jefe de la Sección de Estudios del Desarrollo, Coordinador de la Unidad de Estudios Especiales en la CEPAL, y Director de la División de Financiamiento del Desarrollo.

JOSÉ DARÍO URIBE

Presidente Ejecutivo del Fondo Latinoamericano de Reservas

Tiene un M. Sc. y Ph. D. en Economía en la Universidad de Illinois, Economista de la Universidad de los Andes y Administrador de Empresas de la Universidad EAFIT. Durante doce años fue Gerente General del Banco de la República de Colombia, después de haber ocupado los cargos de Gerente Técnico y Subgerente de Estudios Económicos de la misma entidad. Ha sido catedrático en varias universidades y recibido reconocimientos nacionales e internacionales.

JULIO VELARDE FLORES

Presidente del Directorio del Banco Central de Reserva del Perú

Tiene Maestría y estudios de Doctorado en Economía en la Universidad de Brown, Estados Unidos, y estudios avanzados de Economía en el Instituto de Economía Mundial de Kiel, Alemania. Fue presidente del Consejo Consultivo para las Américas del Banco de Pagos Internacionales, presidente del Grupo Intergubernamental de los veinticuatro países para Asuntos Monetarios Internacionales y Desarrollo (G24), presidente de la Junta de Gobiernos del Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, y presidente ejecutivo del Fondo Latinoamericano de Reservas. Asimismo, ocupó los cargos de director del Banco Central de Reserva del Perú y fue decano de la Facultad de Economía de la Universidad del Pacífico.