



# COMPENDIO

---

VI JORNADA  
monetaria

19 de julio de 2012

BANCO CENTRAL DE BOLIVIA

# **Banco Central de Bolivia**

## **SERIE DE COMPENDIOS - JORNADA MONETARIA**

### ***Consejo Editorial***

*Marcelo Zabalaga Estrada*  
*Abraham Pérez Alandía*  
*Raúl Mendoza Patiño*  
*Carlos Gonzales Rocabado*

### ***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.

Serie de Compendios - Jornada Monetaria del Banco Central de Bolivia. Publicación anual.

Compaginación y diseño: Carlos Santos Gonzales  
Subgerencia de Comunicación y Relacionamento Institucional  
Precio por ejemplar: Bs30.- (*Precio no sujeto a plan de suscripción*)  
Mes y año de publicación: Noviembre de 2013  
Número de ejemplares: 300.-  
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](mailto:revistadeanalisis@bcb.gob.bo)  
Página web: [www.bcb.gob.bo](http://www.bcb.gob.bo)  
Lugar de publicación: La Paz - Bolivia  
Impreso en: Artes Gráficas Sagitario S.R.L.

Derechos reservados: Banco Central de Bolivia  
Depósito legal: No. 4-1-301-13 P.O.

*“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”*

**BANCO CENTRAL DE BOLIVIA  
ASESORÍA DE POLÍTICA ECONÓMICA**

**Compendio  
VI Jornada Monetaria**

-19 de julio, 2012-  
La Paz - Bolivia



# CONTENIDO

Notas editoriales	v
Agradecimiento a expositores, participantes y moderadores	vii
Prólogo	ix
Palabras de inauguración Marcelo Zabalaga Estrada	xi
<b>PONENCIAS</b>	<b>1</b>
Ponencia 1 Volatilidad y crecimiento: la experiencia reciente de América Latina y el Caribe Juan Alberto Fuentes	3
Ponencia 2 Efectividad de la política económica para mitigar los ciclos Adrián Ravier	27
Ponencia 3 Volatilidad macroeconómica y coordinación de políticas Rolando Morales Anaya	55
Comentarios, preguntas y respuestas a Ponencias 1, 2 y 3	75
Ponencia 4 Aproximaciones a la estabilidad económica y el rol de los bancos centrales Gabriel Loza Tellería	89
Ponencia 5 Crecimiento y estabilidad macroeconómica: la perspectiva desde Bolivia Raúl Mendoza Patiño	115
Comentarios, preguntas y respuestas a Ponencias 4 y 5	163
<b>MESA REDONDA</b>	<b>169</b>
Palabras de inicio – Mesa Redonda Marcelo Zabalaga Estrada	171
	iii

Ponencia 1 – Mesa Redonda Juan Alberto Fuentes	173
Ponencia 2 – Mesa Redonda Estabilidad y crecimiento económico Eloísa Ortega	177
Ponencia 3 – Mesa Redonda Economía venezolana Víctor Blanco	197
Palabras de clausura Luis Alberto Arce Catacora	215
Reseña académica de disertantes invitados	223

## NOTAS EDITORIALES

- I. **Opinión del Banco Central de Bolivia.** El contenido de las ponencias de los expositores no representa la opinión del Banco Central de Bolivia (BCB).
- II. **Edición de las presentaciones.** Este compendio contiene las exposiciones verbales (comunicación oral) de los conferencistas que participaron el 19 de julio de 2012 en la ciudad de La Paz, Bolivia, en ocasión de la realización de la VI Jornada Monetaria del BCB. Para fines de mejor comprensión estos textos han sido editados. El contenido de esta versión puede ser gramaticalmente distinto con relación a los textos escritos preparados por los expositores (comunicación escrita). Tales diferencias podrían haberse producido debido a que: i) el texto oral no se sujeta a reglas de estructuración gramatical y sintáctica, con el mismo rigor que el texto escrito; ii) los conferencistas pudieron haber dado mayor énfasis a determinados aspectos de sus textos escritos omitiendo o incorporando otros elementos al momento de efectuar la exposición verbal pudiendo haber hecho uso de recursos argumentativos, narrativos, o descriptivos adicionales según el contexto situacional; iii) los expositores pudieron haber administrado el tiempo de disertación y distribuirlo en una o más intervenciones; iv) modificaciones espontáneas del contenido de la exposición para fines comunicacionales; entre otros aspectos.
- III. **Apéndices y notas de pie de página.** Los complementos editoriales contenidos en los apéndices editoriales y notas de pie de página tienen el propósito de facilitar la lectura y comprensión de los textos de transmisión oral. Los apéndices editoriales podrán referirse a:
  - Diapositivas (u otros recursos).**- Apéndice que contiene diapositivas adicionales y/o recursos tales como gráficos, tablas, expresiones matemáticas u otros que los expositores provean como material complementario y de consulta disponible.
  - Notas.**- Apéndice que contiene notas aclaratorias así como la opinión y comentarios del BCB en relación a determinados tópicos, cuando corresponda.
  - Glosario.**- Apéndice que contiene la traducción de palabras o términos en idiomas distintos al español (idiomas oficiales del Estado Plurinacional de Bolivia y extranjeros) y la indicación de acrónimos, abreviaturas y siglas.
  - Referencias Bibliográficas.**- Apéndice que contiene la bibliografía de textos citados en las ponencias y aquella utilizada en el apéndice de Notas.
- IV. **Citación bibliográfica.** La forma recomendada de citar bibliográficamente el presente texto es:

Banco Central de Bolivia, (2013). *Compendio de la VI Jornada Monetaria*. Transcripción y edición de las exposiciones realizadas en el evento “VI Jornada Monetaria – Estabilidad y crecimiento económico” del Banco Central de Bolivia, llevado a cabo el 19 de julio de 2012, La Paz, Bolivia.

# AGRADECIMIENTO A EXPOSITORES, PARTICIPANTES Y MODERADORES

El Consejo Editorial del Banco Central de Bolivia desea expresar su reconocimiento a los siguientes académicos, autoridades nacionales, delegados de bancos centrales de otros países y de organismos relacionados al ámbito económico y social, y a las propias autoridades del BCB, quienes han realizado sus ponencias, participado en la Mesa Redonda, actuado como moderadores, y han tenido a bien efectuar la apertura y cierre de la VI Jornada Monetaria del Banco Central de Bolivia, llevada a cabo en la ciudad de La Paz, Bolivia, el 19 de julio de 2012, cuyas intervenciones conforman el contenido del presente texto:

**Marcelo Zabalaga Estrada**

*Presidente a.i., Banco Central de Bolivia*

**Juan Alberto Fuentes**

*Director de la División de Desarrollo Económico, Comisión Económica para América Latina y el Caribe*

**Adrián Ravier**

*Profesor titular de Economía,  
Universidad Francisco Marroquín  
(Guatemala)*

**Rolando Morales Anaya**

*Director Ejecutivo, Centro de Estudios Económicos y Sociales (CIESS –  
Econométrica)*

**Gustavo Blacutt Alcalá**

*Director, Banco Central de Bolivia*

**Gabriel Loza Tellería**

*Ex Presidente, Banco Central de Bolivia*

**Raúl Mendoza Patiño**

*Asesor Principal de Política Económica,  
Banco Central de Bolivia*

**Rafael Boyán Tellez**

*Vicepresidente del Directorio, Banco Central de Bolivia*

**Eloísa Ortega**

*Directora del Departamento de Coyuntura y Previsión Económica,  
Banco de España*

**Víctor Blanco**

*Asesor Ejecutivo de la Presidencia,  
Banco Central de Venezuela*

**Luis Arce Catacora**

*Ministro de Economía y Finanzas Públicas, Estado Plurinacional de Bolivia*

**Nota Editorial.** Los cargos de los expositores, de los participantes de la Mesa Redonda y de los moderadores así como las entidades mencionadas, están referidos a la fecha de realización de la VI Jornada Monetaria.



## PRÓLOGO

El Banco Central de Bolivia (BCB) tiene el agrado de presentar el compendio de la VI Jornada Monetaria realizada el 19 de julio de 2012, con el tema central “Estabilidad y crecimiento económico”. En el contexto de desaceleración e incertidumbre económica mundial, el tema fue de mucha relevancia a nivel local, regional y mundial.

La VI Jornada Monetaria del BCB se organizó en dos partes, la primera con presentaciones magistrales a cargo de expositores invitados, y en la segunda parte se realizó una mesa de discusión con la participación de representantes de varios países.

Luego de la inauguración del evento a cargo del Lic. Marcelo Zabalaga Estrada, Presidente a.i. del BCB, el orden de las intervenciones de los expositores invitados fue el siguiente: Juan Alberto Fuentes, Director de la División de Desarrollo Económico de la CEPAL, expuso el tema “La relación entre volatilidad macroeconómica y el crecimiento económico en América Latina y el Caribe”; Adrián Ravier, docente de la Universidad Francisco Marroquín de Guatemala, realizó la exposición “Efectividad de la política económica para mitigar los ciclos”; Rolando Morales Anaya, Director Ejecutivo del Centro de Estudios Económicos y Sociales (CIESS-Econométrica) presentó el tema “Volatilidad macroeconómica y coordinación de políticas”; Gabriel Loza, ex Presidente del BCB, expuso el tema “Aproximaciones a la estabilidad económica y el rol de los bancos centrales”; y Raúl Mendoza Patiño, Asesor Principal de Política Económica del BCB, abordó el tema “Crecimiento y estabilidad macroeconómica: la perspectiva desde Bolivia”.

En la segunda parte del evento se desarrolló la Mesa Redonda de discusión acerca de las experiencias en políticas de estabilidad y crecimiento de varios países: Juan Alberto Fuentes, ex Ministro de Finanzas de Guatemala, expuso sobre las políticas de su país para propiciar la estabilidad macroeconómica; Eloísa Ortega, del Banco de España, expuso varios elementos en torno a la estabilidad y crecimiento económico en la Zona Euro en general y en España en particular durante los años recientes de la crisis hasta la actualidad; Víctor Blanco intervino con la presentación acerca de la economía venezolana, su situación actual y las perspectivas de crecimiento en base al nuevo enfoque de desarrollo socio-económico en dicho país.

Las palabras de clausura estuvieron a cargo del Ministro de Economía y Finanzas Públicas del Estado Plurinacional de Bolivia, Luis Arce Catacora, quien destacó la estabilidad de la economía boliviana y la soberanía en el diseño e implementación de políticas fiscales, monetarias y cambiarias.

El BCB tiene el agrado de presentar esta publicación como parte de nuestra política de transparencia y divulgación. Esperamos que el contenido de las mencionadas presentaciones sea de utilidad para el lector. Se debe recordar que las opiniones de los expositores son de su responsabilidad y no reflejan necesariamente la opinión del BCB.

**Raúl Mendoza Patiño**

**Asesor Principal de Política Económica**

# Palabras de Inauguración

**Marcelo Zabalaga Estrada**

**Presidente a.i. del Banco Central de Bolivia**

Muy buenos días. Quiero en primer lugar saludar a los representantes de instituciones afines al Banco Central de Bolivia (BCB) como: la Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero - ASFI, el Ministerio de Economía y Finanzas Públicas, Ministerios del Órgano Ejecutivo, así como también a universitarios -el público más numeroso- docentes de universidades, representantes de organismos gremiales, de la Asociación de Bancos Privados de Bolivia - ASOBAN, de la Asociación de Entidades Financieras Especializadas en Micro Finanzas de Bolivia - ASOFIN, empresarios de Cochabamba y de otros distritos. Contamos con la presencia de invitados especiales como Gabriel Loza quien es nuestro ex Presidente del Banco Central, Rolando Morales quien también va a hacer uso de la palabra, a cada uno de los expositores internacionales que nos honran con su presencia, señoras y señores.

En nombre del Banco Central les brindo una bienvenida muy cordial y ante todo quiero expresar mi agradecimiento a los expositores de esta VI Jornada.

Nosotros realizamos de manera ininterrumpida y en forma anual, esta actividad desde el año 2007 en ocasión de la fecha aniversario del Banco Central de Bolivia, que fue creado el 20 de julio de 1928. Adicionalmente se realizan veladas artísticas y otro tipo de actividades.

Esta Jornada se ha constituido en uno de los escenarios más importantes de Bolivia para el análisis y discusión pública sobre temas de política económica de interés nacional e internacional. Tiene el objetivo de contribuir al debate sobre desarrollo económico y social con el aporte de expositores y con la participación de representantes de bancos centrales.

Es muy valiosa la visión de los banqueros centrales, quienes son al mismo tiempo hacedores de política y quienes a partir de sus experiencias concretas reflejan los aspectos idiosincráticos de cada país en la concepción de los problemas económicos y las respuestas de política. En esta ocasión el tema central es “Estabilidad y crecimiento económico”, cuestión que últimamente ha alentado en todo el mundo la discusión académica en universidades, en organismos internacionales y en bancos centrales, razón por la que el BCB ha elegido este tema para ser analizado y discutido el día de hoy.

Es de conocimiento de todos nosotros que la estabilidad es la condición indispensable o mínimamente necesaria para el crecimiento económico, pero también es sabido

que no es una condición suficiente, es decir, la estabilidad macroeconómica por sí sola no garantiza el crecimiento económico.

Junto con la estabilidad macroeconómica, el crecimiento sostenido será efectivo en la medida que se apliquen políticas adecuadas en cada país a partir de análisis rigurosos sobre los factores coyunturales y de estructura económica propios de cada economía.

En ese sentido, creemos que es importante considerar la heterogeneidad de los países en la aplicación de la teoría económica y del conocimiento empírico, implementando medidas que promuevan la estabilización en un sentido amplio, lo que involucra la estabilidad de precios, el crecimiento de la economía que promueva el mejor empleo, y principalmente la disminución de la pobreza y la distribución equitativa de la renta. En la misma línea, a tiempo de discutir la temática de la estabilidad y el crecimiento económico, es fundamental considerar la estructura económica en la que se pretende alcanzar estos objetivos. De manera específica, es imperativo considerar aquellos factores particulares de cada país y a partir de ellos plantear políticas por medio de las cuales sea posible satisfacer las necesidades de la sociedad.

Por ejemplo, es distinto llevar a cabo políticas de incentivo a la vivienda en un país en el que esta necesidad aún no ha sido satisfecha y no ha sido cubierta, que hacerlo en un país en el que la medida podría generar acciones especulativas y una burbuja inmobiliaria.

En el caso de Bolivia, e indudablemente en otras economías, las políticas adoptadas consideraron tales aspectos sin seguir prescripciones generales pues no existen recetas únicas que sean buenas para todos los países. Una muestra de ello es la experiencia de los años 90, cuando se aplicaron de manera general las recomendaciones del Consenso de Washington con resultados diversos, en algunos casos desastrosos.

La heterogeneidad que fue criticada y desestimada en las prescripciones de política, se ha constituido en una herramienta importante para varias economías en crisis y en muchos casos ha sido determinante para enfrentar con éxito la recesión del 2008 y 2009, en la que el mundo sufrió la peor caída de la actividad económica desde la Gran Recesión, desde la Depresión de 1929. En esta ocasión reciente, el detonante fue un sistema financiero desregulado y las alzas importantes de precios de activos de Estados Unidos.

Bolivia no experimentó una recesión el año 2009, por el contrario alcanzamos la mayor tasa de crecimiento de Sudamérica. El desempeño de nuestra economía en los últimos años ha sido encomiable y elogiado por varios organismos internacionales. Los logros económicos alcanzados durante estos años son relevantes para el bienestar de la población, entre los que destacan:

- Crecimiento promedio cercano a 4,7% en el período 2006 - 2011, superior al 3% observado entre 2000 y 2005.
- Superávit fiscal promedio anual de 2,1% del Producto Interno Bruto (PIB) en el período 2006 - 2011, frente a un déficit promedio de 5,8% del PIB entre el 2000 y 2005.
- Mayor profundización financiera con captaciones tres veces más altas que las del 2005 y nivel del crédito 2,5 veces superior al mismo período de comparación.
- Uso extensivo de la moneda nacional en el país -a lo que llamamos nosotros 'bolivianización' dado que nuestra moneda es el Boliviano- y la recuperación de su uso en términos del manejo financiero, llegando actualmente a alrededor de 70% mientras que el 2005 las operaciones con el Boliviano eran de apenas 11%. Hemos multiplicado por siete veces ese porcentaje.
- Reservas Internacionales Netas equivalentes al 50% del PIB, nivel muy superior al 18% que se tenía el año 2005. Esto ha determinado que hoy Bolivia sea un país acreedor a nivel mundial, ya no deudor frente al resto del mundo junto a otros países que son también acreedores como Holanda, Alemania y China.
- Inflación bajo control, 4,5% al cierre del primer semestre de 2012, luego de dos períodos de embates inflacionarios de origen externo: los años 2007 - 2008 y 2010 - 2011.

Quiero decirles que no sólo hemos aplicado políticas contracíclicas, sino que también en este esfuerzo de controlar la inflación, de lograr el abastecimiento, de asegurar un crecimiento permanente, ha participado todo el Poder Ejecutivo. El Órgano Ejecutivo en todos estos años ha participado asegurando el abastecimiento, controlando precios, importando materias primas, negociando con los sectores, ha negociado con el sistema financiero, sobre todo el 2008 para que en la crisis del 2009 pudiésemos incorporar muchos recursos al sistema financiero con tasas bajas, y el sistema financiero aceptó. Los industriales de Santa Cruz finalmente entendieron cuál era la norma de abastecer primero el mercado interno antes de exportar aceite, azúcar, etc. La aplicación de todas estas políticas heterodoxas no estuvo relacionada al mercado como lo estuvieron anteriores medidas y las políticas del Banco Central han contribuido a que todos esos datos que les presento sean datos que nos muestran como un país exitoso en este período de los últimos 6 años.

Hay un dato adicional: la competitividad. Bolivia ha subido 17 puestos desde el 2010 en el Índice de Competitividad Global, reportado por el Foro Económico Mundial, situándose actualmente en el puesto 103 de 142 países. [*World Economic Forum, 2011,*

p. 15]. Este índice contempla doce pilares y en uno de ellos, el referido al desempeño macroeconómico, Bolivia ocupa el puesto 32 de 142. [*World Economic Forum, 2011, op. cit., p. 18*]. Es decir, nuestra estabilidad, nuestro manejo de política económica y todo lo que ha hecho el gobierno estos seis años, nos sitúa en el primer 25% de países con desempeño macroeconómico notable. Es una clara señal de lo que se ha estado practicando en el país, políticas contracíclicas enfocadas en mantener y mejorar el desempeño macroeconómico y que fueron determinantes para asegurar la estabilidad y el crecimiento económico.

Muchas veces se ha dicho, aunque cada vez menos, que está bien la macroeconomía pero está mal la microeconomía en nuestro país, lo cual no es cierto. Más de un intelectual lo ha escrito. Si la macroeconomía está bien es porque permite que la microeconomía vaya bien y el manejo de la microeconomía está en manos de los actores, empresarios, consumidores. No puede ser que habiendo estabilidad económica no vayan a prosperar los negocios. Los negocios prosperan y eso lo hemos visto en el crecimiento del PIB, el crecimiento del ingreso de las personas, las políticas del gobierno, que han permitido disminuir la pobreza y han hecho también que la microeconomía funcione mejor que en períodos precedentes.

Este año, el crédito que otorgan las instituciones financieras está creciendo a razón del 25%, y la mayor parte de ese crecimiento está dado por los créditos que recibe la pequeña y la microempresa que son los factores principales para la creación de empleo y una parte del dinamismo de la economía.

Actualmente enfrentamos un nuevo escenario internacional adverso que se origina en la crisis de Europa y de Estados Unidos. Los países están siendo afectados por diferentes canales y en distintas magnitudes. Frente a ello el consenso es que los márgenes para realizar políticas contracíclicas son fundamentales para enfrentar los impactos de la desaceleración mundial. Sin duda, las cifras señaladas para Bolivia nos ponen en mejor situación que la crisis anterior ya que al contrario de muchas economías nuestros márgenes se han incrementado.

A manera de introducción a las presentaciones que tendremos en esta jornada, deseo señalar que primeramente contaremos con la presentación de Juan Alberto Fuentes, Director de la División de Desarrollo Económico de la Comisión Económica para América Latina (CEPAL) que viene en representación de la Secretaria Ejecutiva, Alicia Bárcena. El señor Fuentes abordará el tema “Efectos de la volatilidad macroeconómica en el crecimiento económico” en el que se enfocará en la mayor adversidad del contexto internacional y cómo podría afectar ello a las diferentes economías, proponiendo sugerencias sobre respuestas de política por parte de los países de la región. A continuación expondrá Adrián Ravier de la Universidad Francisco Marroquín, quien a partir del debate teórico sobre ciclos económicos planteará políticas adoptadas por otros países para afrontar los ciclos económicos. El tema a ser abordado será

“Efectividad de la política económica para mitigar ciclos económicos” y nos ilustrará de alguna manera acerca del impacto que ha tenido la crisis de Estados Unidos, la crisis *subprime*<sup>1</sup>. Como expositores nacionales contamos con la participación de Rolando Morales de CIESS-Econometría (*Centro de Estudios Económicos y Sociales*) con el tema “Importancia de la coordinación de políticas para hacer frente a la mayor volatilidad macroeconómica”. En su exposición planteará un marco de fortalecimiento a la coordinación interinstitucional que permita aprovechar la fase ascendente del ciclo y a su vez amortiguar los efectos adversos de la fase descendente. A continuación Gabriel Loza, ex Presidente del Banco Central, desarrollará el tema “Aproximaciones a la estabilidad económica y el rol de los bancos centrales”, donde analizará la política monetaria de los bancos centrales que operan bajo el régimen de metas explícitas de inflación comparado con el caso boliviano, el cual está basado en agregados monetarios. Finalmente para cerrar la ronda de exposiciones, Raúl Mendoza, Asesor Principal de Política Económica del Banco Central realizará una presentación acerca del tema “Estabilidad y crecimiento: la experiencia boliviana”. En ella Raúl expondrá los dilemas de la política macroeconómica en el contexto internacional, que servirá de marco para analizar las políticas macroeconómicas implementadas en Bolivia con énfasis en las relacionadas al Banco Central de Bolivia.

Agradezco a todos los expositores por acompañarnos este día y permitirnos, a partir de su conocimiento, hacer de este evento un espacio de análisis, discusión y reflexión al que hacía referencia en un principio.

En la tarde tendremos también un evento muy importante. Se conformará una mesa de discusión con representantes de los bancos centrales de España, de Venezuela y de Bolivia, a quienes agradezco su presencia.

Quiero agradecer al Directorio del Banco Central que está aquí presente, al Gerente General -aprovecho para saludar al ex Gerente General, Sr. Eduardo Pardo, bienvenido y muchas gracias- a la Asesoría de Política Económica y a la Subgerencia de Comunicación y Relacionamento Institucional particularmente por el apoyo que han dado.

A todos los participantes les deseo una buena jornada y muchas gracias. Comencemos.

## APÉNDICES

### APÉNDICE A

#### Nota

1. **Crisis *subprime*.** Crisis en el mercado hipotecario de Estados Unidos que se originó en los altos grados de incumplimiento en el pago de las hipotecas *subprime* o de alto riesgo, que ocasionaron grandes pérdidas en productos crediticios estructurados a través de la titularización.

## APÉNDICE B

### Referencias Bibliográficas

Banco Central de Bolivia, (2008). “La crisis del mercado hipotecario *subprime* en Estados Unidos y su efecto en la economía boliviana”, Boletín informativo No. 167, año 15, junio.

World Economic Forum, (2011). “The Global Competitiveness Report 2011-2012”.



# PONENCIAS

**COMPENDIO**

---

**VI** JORNADA  
monetaria



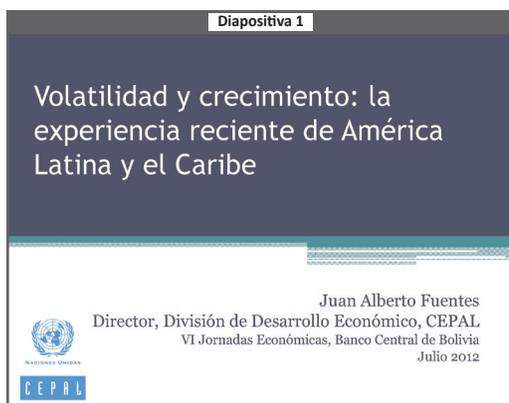
## Ponencia 1

# Volatilidad y crecimiento: la experiencia reciente de América Latina y el Caribe

Juan Alberto Fuentes

Director de la División de Desarrollo Económico

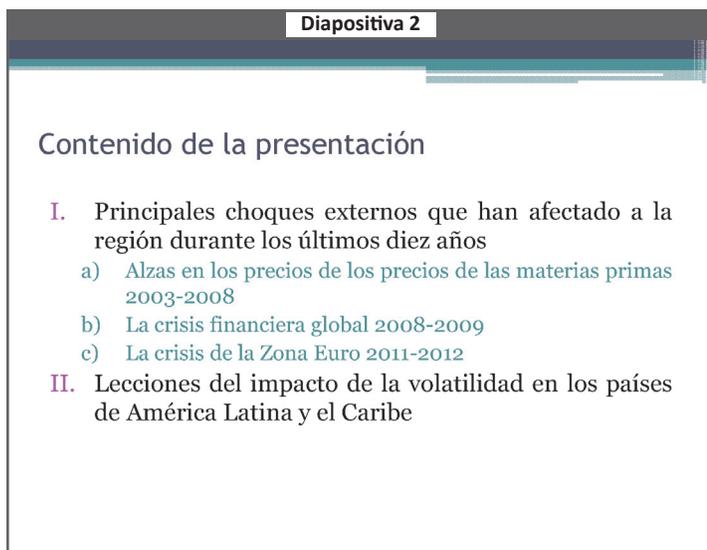
Comisión Económica para América Latina (CEPAL)



Muy buenos días señor Presidente del Banco Central de Bolivia (BCB), autoridades del BCB, invitados especiales y conferencistas, público en general. Es para mí un gusto muy especial estar aquí, es un privilegio para la CEPAL y para mí hacer la presentación sobre la volatilidad y crecimiento tomando en cuenta la experiencia reciente de América Latina y el Caribe.

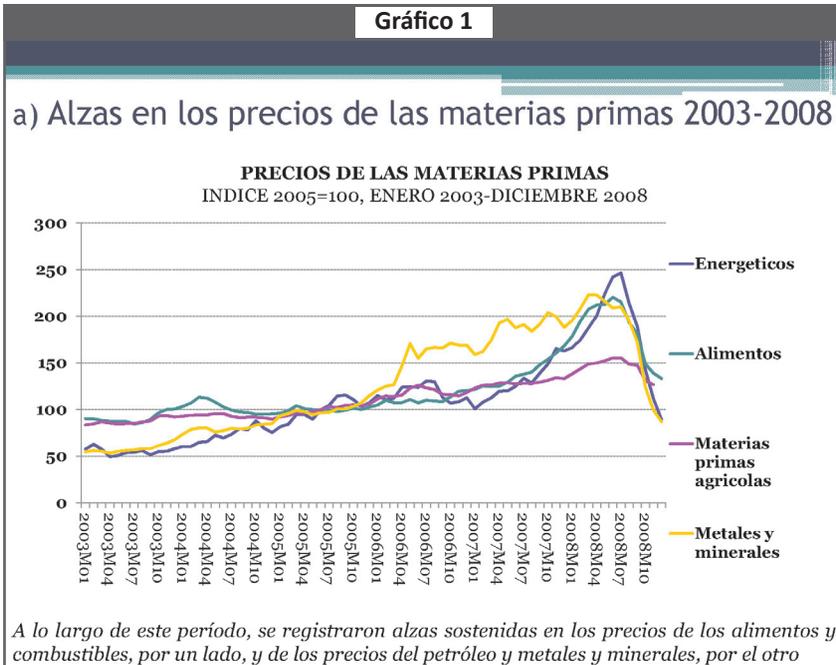
Me voy a referir en esta conferencia, por una parte a los principales choques de origen externo que han afectado a la región y su estabilidad, tomando en cuenta tres etapas especialmente notables: una primera

que se refiere al alza de los precios de las materias primas durante el periodo 2003 – 2008 y que se reflejó en un aumento especialmente agudo en el 2008 en particular; segundo a la crisis financiera global del 2008 y 2009; tercero haré referencia a la crisis de la Zona Euro y como podría afectar a América Latina; y finalmente me voy a



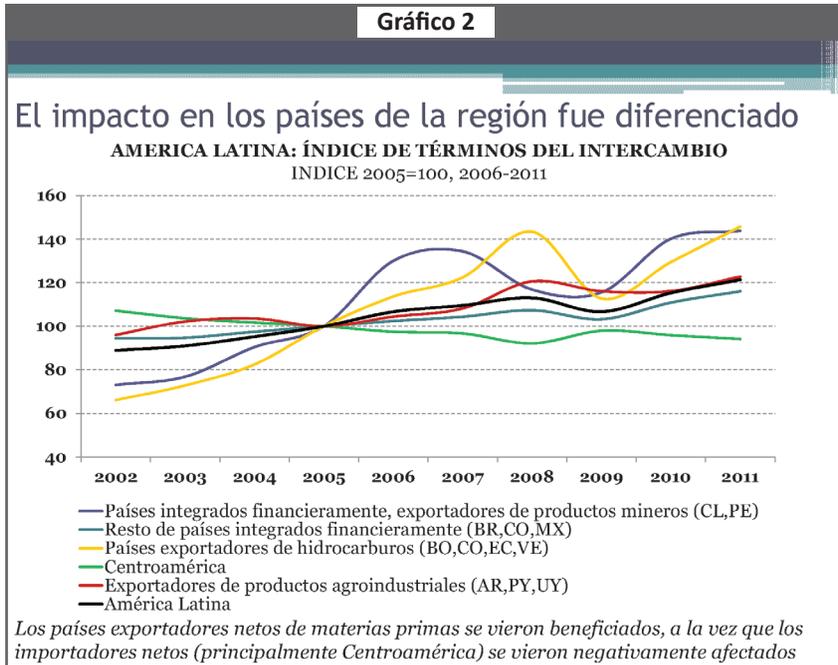
referir a algunas lecciones que surgen de las experiencias acerca de cómo ha enfrentado la región la volatilidad, tomando muy en cuenta lo que decía el señor Presidente del Banco Central de Bolivia en relación a la heterogeneidad que existe en la región.

Empiezo por la primera etapa que se refiere al 2003-2008. En esa etapa América Latina sufrió el impacto positivo en la mayor parte de casos, un aumento muy significativo de los precios de las materias primas (*Gráfico 1*) que sin embargo en 2008 se reflejó en un incremento mucho más significativo en lo que se refiere a alimentos y a productos energéticos y que de alguna manera también contribuyó al aumento de la inflación en varios países de la región. Es una etapa de la historia económica de América Latina que afectó de manera diferenciada a los países. Vemos en el gráfico (*Gráfico 2*) cómo es que los términos de intercambio se modificaron, la relación entre los precios de las exportaciones y precios de las importaciones.



Algunos países, en especial los países exportadores de hidrocarburos entre los cuales está Bolivia, tuvieron una ventaja mayor que otros, en contraste con los países centroamericanos por ejemplo, que tuvieron un deterioro de esos términos de intercambio al ser importadores netos de alimentos y combustibles.

Otros países integrados financieramente como Brasil, Colombia, México, y los exportadores de productos mineros como Colombia, nuevamente, y Perú, también tuvieron desempeño bastante favorable en lo que se refiere a esta variable en particular.



Sin embargo, a pesar de esta circunstancia favorable para la mayor parte de países vemos que la cuenta corriente en la región se empezó a deteriorar a partir de 2002. En el gráfico (Gráfico 3) se pueden ver los distintos componentes de la cuenta corriente. En particular, en las barras celestes se puede ver cómo evolucionó la balanza comercial, la diferencia entre las importaciones y las exportaciones y es, sobre todo, la evolución del balance comercial la que afecta a la evolución de la cuenta corriente en esta etapa.

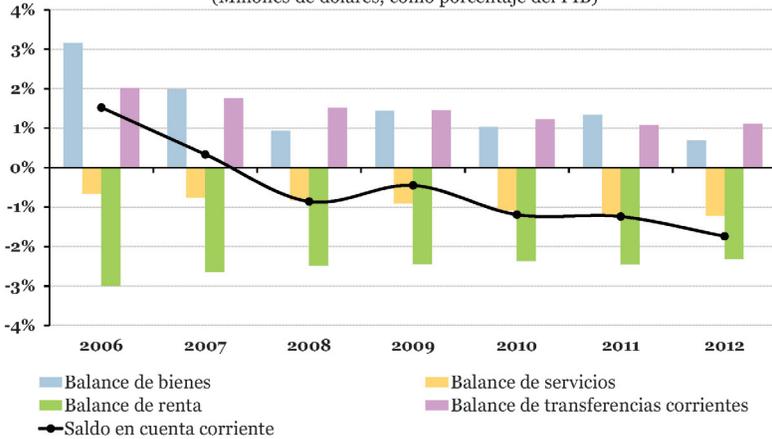
Vemos por ejemplo que en el 2008 ese balance comercial se redujo debido básicamente a un aumento de los precios de las importaciones. Vemos después en el 2009 cómo la cuenta corriente mejoró a consecuencia de una mejora de la balanza comercial, pero que fue resultado de la reducción de los precios de las materias primas en particular. Posteriormente vemos que esa cuenta corriente se siguió deteriorando aunque sin alcanzar magnitudes que hubieran significado una crisis, sino lo que más bien vemos en la región es que ese déficit se financió con un acceso a capitales externos, y es ahí donde se manifiesta una de las fortalezas de la región actualmente, que es que se ha convertido en una región atractiva para los capitales externos (Gráfico 4).

Por supuesto, hay momentos en este período de tiempo donde la situación no ha sido tan favorable. En particular se nota en el 4to trimestre de 2008 cómo hubo un deterioro que se reflejó particularmente en una reducción de los ingresos de capital de corto plazo en la región. Posteriormente hubo sin embargo una recuperación a partir de los recursos obtenidos de fuentes de los gobiernos en particular, aunque

**Gráfico 3**

A pesar de los altos precios de las materias primas, la cuenta corriente regional se empezó a deteriorar a partir del 2006

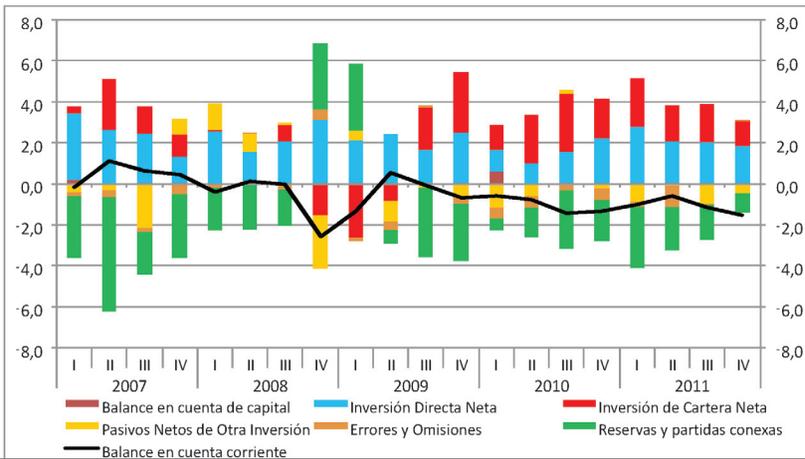
**AMERICA LATINA: COMPONENTES DE LA CUENTA CORRIENTE**  
(Millones de dólares, como porcentaje del PIB)



**Gráfico 4**

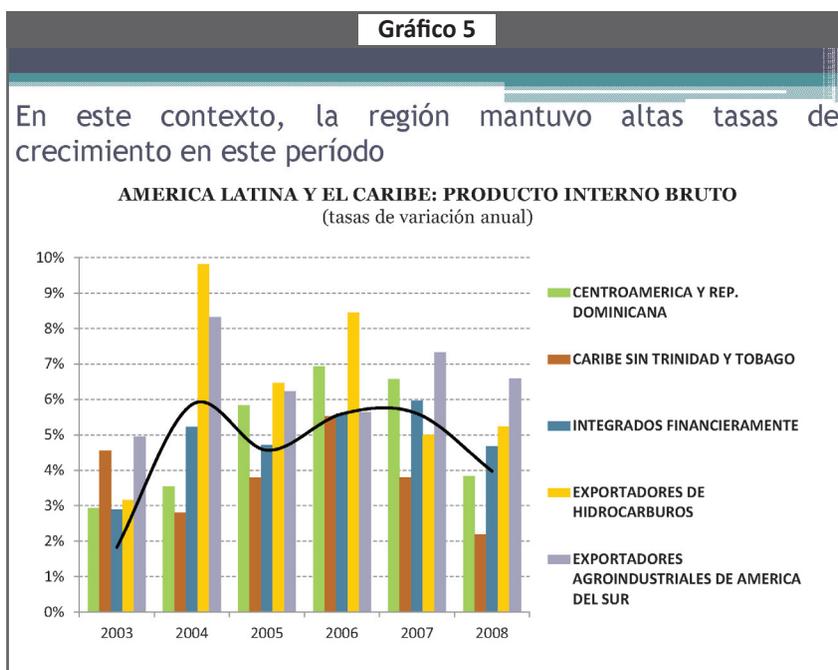
No obstante, la región ha sido atractiva para los capitales externos, y no se registraron dificultades para su financiamiento

**AMÉRICA LATINA (14 PAÍSES): FINANCIAMIENTO DE LA CUENTA CORRIENTE**  
(Millones de dólares, como % del PIB)



luego hubo un ordenamiento, una situación estable en relación a los demás flujos de capital.

Durante este período del 2003 al 2008 en particular, la región experimentó un crecimiento económico favorable, un crecimiento que para la mayor parte de países estuvo entre un 4% y un 6%. En el gráfico (*Gráfico 5*) podemos ver la evolución de los países exportadores de hidrocarburos, entre los cuales está Bolivia, que corresponde a la barra amarilla. Como se aprecia, el crecimiento de estos países fue superior al 5%, y como decía el señor Presidente del BCB, con una evolución especialmente favorable por parte de Bolivia.

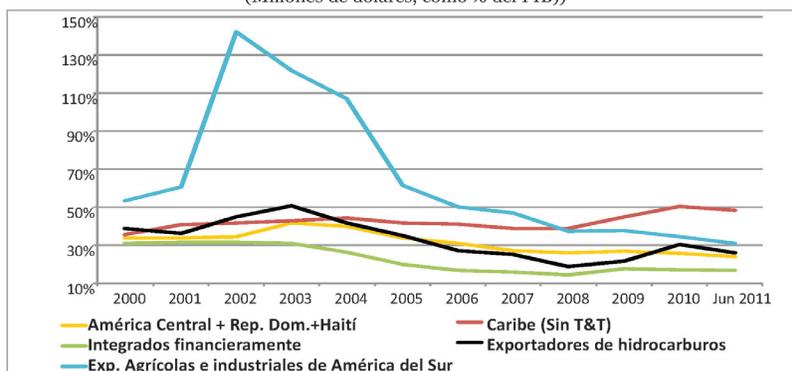


Esta etapa favorable fue aprovechada por la gran mayoría de países para reducir su deuda externa, su deuda total también. Vemos cómo evolucionaron los distintos grupos de países: la curva azul corresponde a los países exportadores de productos agroindustriales de América del Sur que incluye Argentina, Paraguay, Uruguay, y que refleja sobre todo la renegociación de la deuda argentina (*Gráfico 6*). Pero en el caso de los demás países se reflejan procesos más ordenados de reducción de su deuda externa. La única región que no logra esa mejora es el Caribe que tiene un desempeño menos favorable que el resto de América Latina en su conjunto, pero que ha reducido la proporción de la deuda como porcentaje del PIB (*Producto Interno Bruto*).

Gráfico 6

Los países de la región aprovecharon las buenas condiciones en los mercados internacionales y el aumento de sus ingresos en divisas para reestructurar su deuda externa

**DEUDA EXTERNA TOTAL**  
(Millones de dólares, como % del PIB)



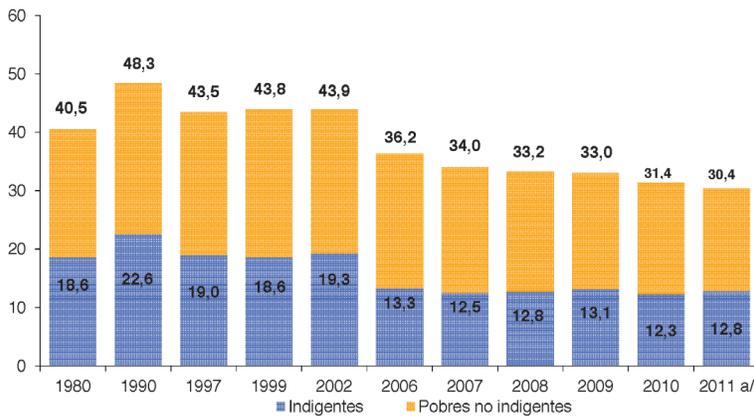
*La excepción a esto fueron las economías del Caribe*

Esta evolución en general favorable se manifiesta en una reducción de la pobreza, quizá el indicador más importante. Notamos que teníamos niveles de pobreza en la región que a principios de los 90 llegaba casi a 50%, pero actualmente estamos viendo que la pobreza en la región en su conjunto, con grandes diferencias entre países, alcanza un nivel promedio de 30% (Gráfico 7). Vemos también cómo comenzó a reducirse significativamente en la década de los 2000 en particular. Hubo cierto estancamiento en el avance en el 2008 que tuvo que ver con el aumento de los precios de alimentos y combustibles en particular y que tienden a afectar sobre todo los precios de alimentos y los sectores más pobres de la población. Vemos luego también en el 2009 un efecto, no de precios sino de ingresos, que afectó también a sectores pobres sin que hubiese habido un avance tan significativo en materia de pobreza. Luego en 2010 y 2011 vemos que se retomó ese avance en relación a la pobreza y que refleja procesos importantes de crecimiento así como una posición mucho más activa de la mayor parte de gobiernos en materia de políticas sociales y en materia de políticas redistributivas.

Paso ahora a lo que fue la crisis financiera global del 2008 - 2009, lo que se conoce como la 'Gran Recesión' originada en los Estados Unidos con la crisis del mercado inmobiliario en ese país. Vemos cómo evolucionaron las exportaciones de distintos grupos de países. La más baja se refiere a Japón en el 2008-2009, pero todas las regiones aquí identificadas sufrieron una reducción dramática. Hubo una recuperación posterior como todos sabemos, pero una reducción que también afectó a América Latina como se puede ver en el gráfico (Gráfico 8).

**Gráfico 7**

### Evolución de la pobreza e indigencia en América Latina (1980-2011, porcentajes)

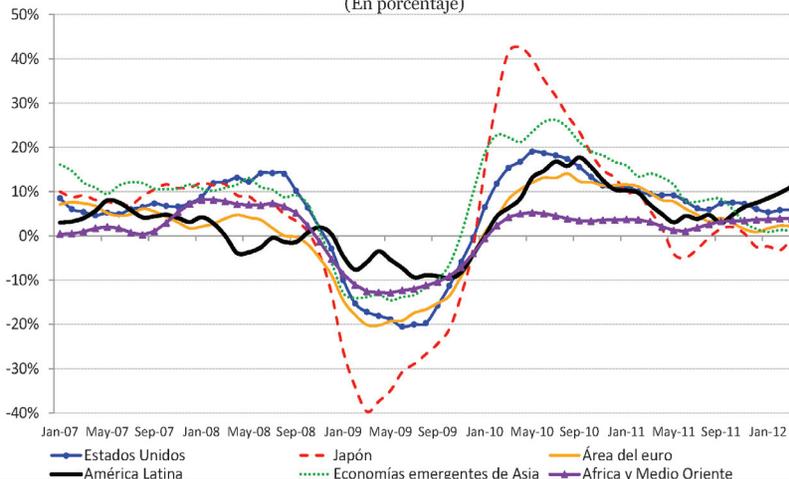


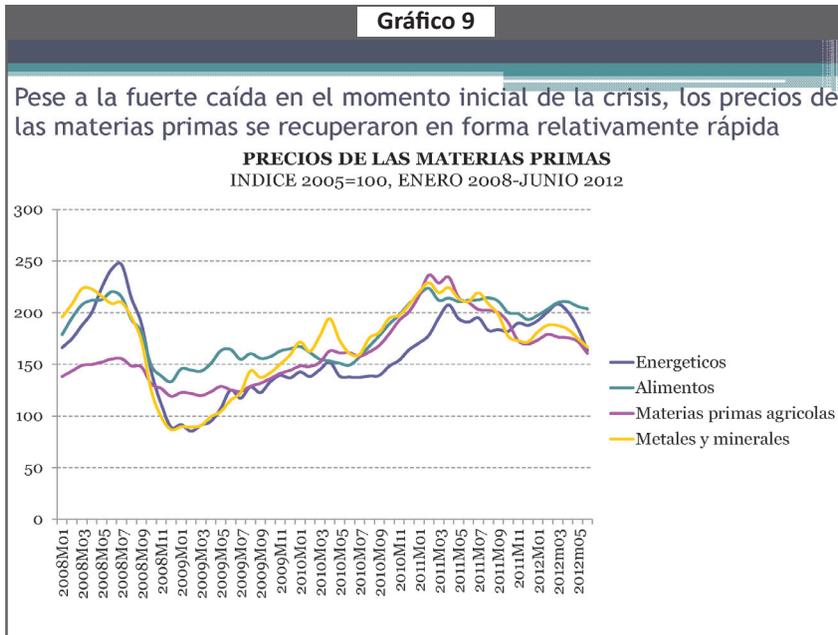
**Gráfico 8**

### b) La crisis financiera global 2008-2009

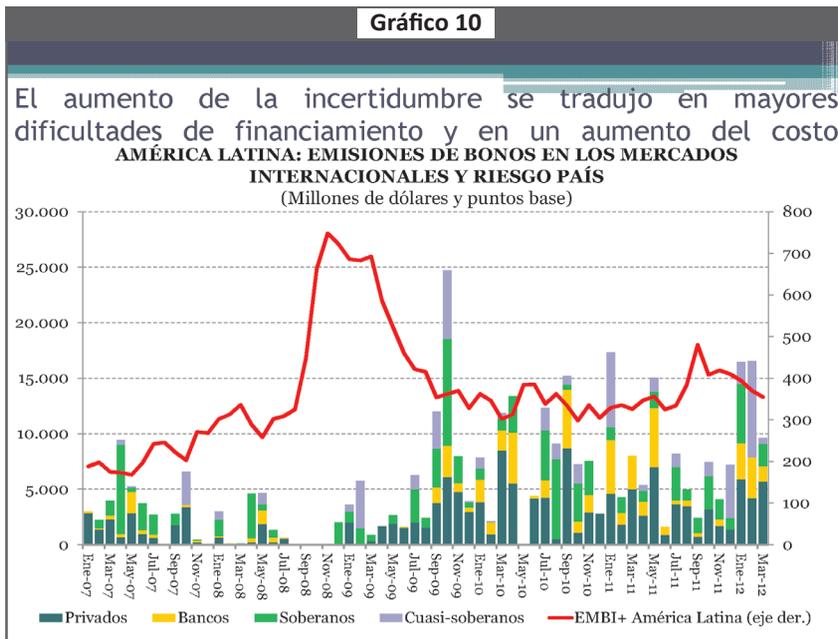
A partir del tercer trimestre de 2008 se empieza a observar una acentuada desaceleración del comercio mundial

**TASA DE VARIACION INTERANUAL DEL VOLUMEN DE EXPORTACIONES MUNDIALES POR REGIONES, PROMEDIO MOVIL DE TRES MESES, 2007-2012 (En porcentaje)**





En este proceso hubo también una reducción importante de los precios de las materias primas en 2008-2009 (*Gráfico 9*) pero vemos también como hubo una recuperación de esos precios con niveles que llegaron a ser cercanos a los que habían existido en la

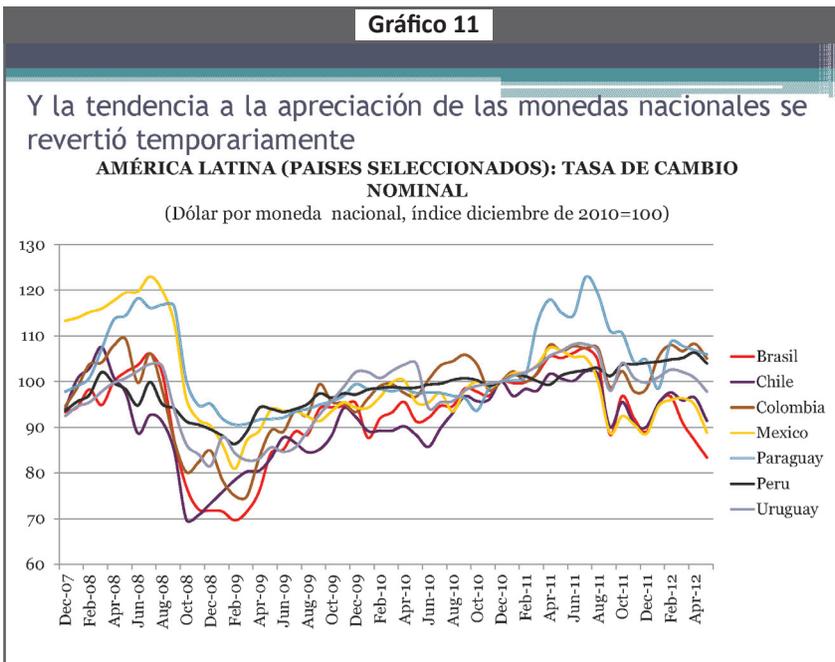


etapa previa al 2008-2009 y que hasta ahora siguen manteniéndose quizás con alguna tendencia a la reducción, amenazados eso sí por las circunstancias europeas y por la posibilidad que la recesión en el mundo entero pueda tomar más fuerza en el futuro.

Por cierto en lo que se refiere al acceso a capitales, el aumento que hubo en la incertidumbre en 2008-2009 sí afectó a la región. En el gráfico (*Gráfico 10*) podemos ver cómo se tuvo acceso a distintos tipos de capital en distintos momentos: recursos para el sector privado, para los bancos, recursos soberanos, también semi-soberanos. Vemos cómo es que en la época de crisis se detuvo ese acceso, todo lo cual se refleja también en un aumento de un indicador de riesgo EMBI+<sup>1</sup> para América Latina. Pero vemos cómo es que después la región también logró un acceso a capitales externos, acceso que se mantiene hasta la actualidad.

Hay al mismo tiempo una tendencia a ajustes cambiarios en aquellos países que tienen una política de mayor flexibilidad cambiaria. Podemos ver cómo es que en la crisis, en particular la de 2008-2009, hubo una depreciación de la mayor parte de las monedas de estos países, Brasil, Chile, Colombia, México, Paraguay y Uruguay. Después de eso sin embargo, se retomó cierta tendencia a la apreciación nominal en varios países con una etapa mucho más incierta y más volátil actualmente (*Gráfico 11*).

En este contexto hay por supuesto una reducción de las tasas de crecimiento en la mayor parte de países. Es especialmente notable entre los exportadores agroindustriales, Argentina, Uruguay, Paraguay, y también entre otros países integrados financieramente

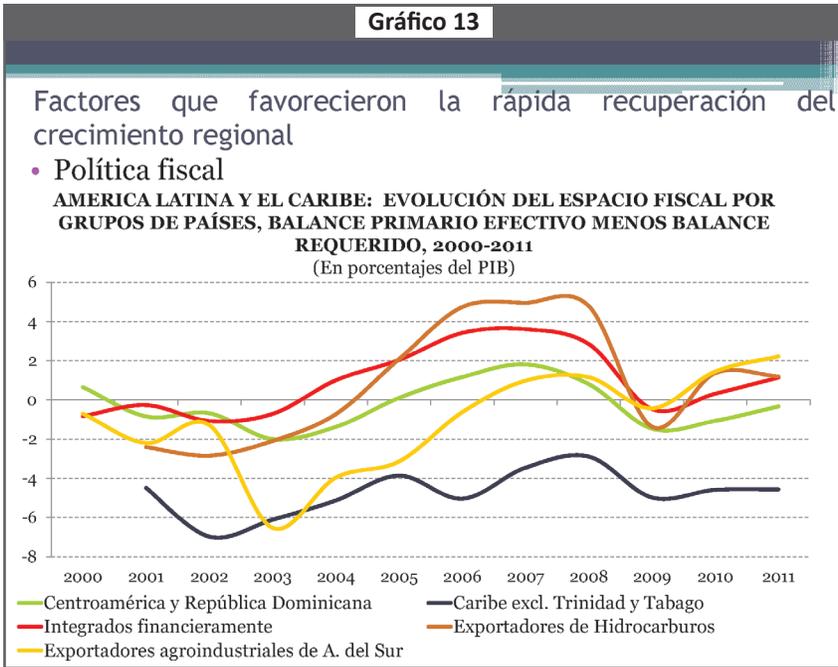


a los que afecta tanto el aspecto comercial como la propia dimensión financiera. Es de menor importancia relativa en los exportadores de hidrocarburos (*Gráfico 12*). Como el Presidente del BCB lo mencionaba, Bolivia no tuvo una recesión, circunstancia que



pocos países compartieron en la región. Sólomente Perú, en América del Sur tampoco tuvo una tasa de crecimiento negativa. En el caso de Centroamérica fueron Panamá, Guatemala y República Dominicana. Los demás países tuvieron una severa contracción y la mayor parte tuvieron una reducción de sus tasas de crecimiento. Después se recuperó y actualmente ya se tiene una tasa de crecimiento aunque amenazada por lo que sería la recesión internacional en la mayor parte de países.

¿Qué merece destacarse en términos de política frente a esta crisis? Uno de los ingredientes básicos sería la política fiscal, precisamente la capacidad de implementar una política fiscal contracíclica. En el gráfico (*Gráfico 13*) se trata de describir lo que es el espacio fiscal medido por la diferencia entre el balance primario efectivo menos el balance primario requerido que hemos estimado en la CEPAL, se necesitaría para poder mantener una deuda por debajo del 40% con las tasas de interés y las tasas de crecimiento actuales. En el gráfico se puede ver cómo esa diferencia entre el balance que se requiere para poder pagar la deuda y el balance que efectivamente tenían los países era bastante significativo antes del 2008, era especialmente alto en el caso de los países exportadores de hidrocarburos, seguido luego por los integrados financieramente. Ese espacio se aprovechó en el 2009 precisamente para implementar



políticas contracíclicas dentro de márgenes razonables. No sé si en América Latina se aplicó una política tan extrema como la que se siguió en los países europeos. Aumentaron los déficits pero luego se logró una recuperación y actualmente se nota cómo estos espacios fiscales se están fortaleciendo en la mayor parte de países. Aquí hay que hacer notar una excepción que son los países del Caribe que de partida tenían un espacio fiscal menor y que actualmente continúan con serias limitaciones en ese sentido y que conduce a la necesidad que haya un ajuste, un fortalecimiento de sus cuentas fiscales.

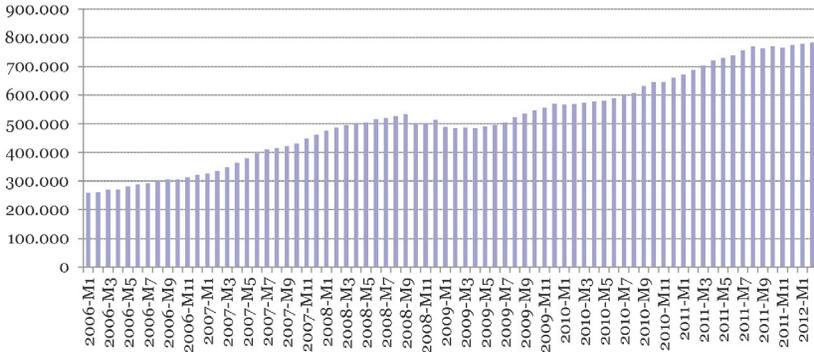
En relación a la posición externa de América Latina reflejada en las reservas internacionales, se nota un evidente fortalecimiento a lo largo del tiempo desde principios de la década. Notamos que hubo cierto uso de reservas durante la crisis del 2008-2009, pero se ha mantenido ahora una tendencia creciente. Vale la pena destacar la especial reserva que tiene Bolivia, que la ubica entre los países que tienen una proporción mayor de Reservas Internacionales como proporción del PIB (Gráfico 14).

Pasamos ahora a lo que es la crisis actual de la Zona Euro. Ahí habría que distinguir claramente 3 vertientes, 3 orígenes de esa crisis. Para comenzar, una crisis financiera, reflejada por bancos comerciales con grandes dificultades en materia de su cartera crediticia, en muchos casos vinculadas a un *boom* de los mercados inmobiliarios que ha conducido ahora a una baja cobrabilidad y en particular a una contracción del crédito.

**Gráfico 14**

• **Posición externa**

**AMERICA LATINA Y EL CARIBE: RESERVAS INTERNACIONALES**  
(En millones de dólares)



A estos factores se sumaron:

- Adopción de políticas públicas en ALC y USA
- Mantenimiento del crecimiento de China
- Apoyos de los organismos multilaterales

Es una crisis que se ha extendido y que es propia del gobierno, la de deuda soberana, con un elevado endeudamiento que resulta tanto de déficits previos como también de salvatajes bancarios. Aquí hay que distinguir entre situaciones muy diferentes entre los países europeos donde los problemas bancarios y los problemas fiscales son bastante diferentes, pero que han conducido a necesidades de financiamiento y a problemas serios de finanzas públicas que actualmente están conduciendo a un ajuste bastante fuerte. Como consecuencia de la conjunción de estas dos crisis, la financiera y la soberana, tenemos la crisis económica, reflejada en incertidumbre que está afectando a la inversión privada, al crédito y que ha conducido a una caída fuerte del producto, del empleo en varios países de la región europea. Es una crisis que también refleja algunos problemas institucionales o desafíos, la ausencia de un prestamista de última instancia, también dificultades para corregir un tipo de cambio en la medida que se tiene un solo tipo de cambio dentro de la región europea, pues ya no hay capacidad de acudir al ajuste cambiario para corregir algunos de los problemas de desequilibrios que existen, y también refleja el avance que hubo en materia monetaria sin que hubiera un avance equivalente en materia fiscal. Si bien hubo acuerdos para controlar el déficit en torno a un 3% del PIB mediante los acuerdos de Maastricht<sup>2</sup>, éstos no se respetaron y actualmente se nota cómo se ha ido avanzando para tener acuerdos mucho más profundos en materia fiscal precisamente para acompañar lo que ha sido la mayor coordinación en materia monetaria.

## Diapositiva 3

## c) La crisis de la Zona Euro 2011-2012 (1)

- Tres vertientes, con orígenes diversos pero que se refuerzan mutuamente en sus efectos negativos
  - Crisis financiera: bancos con elevada cartera crediticia de baja calidad, baja cobrabilidad, resultante de burbuja crediticia previa y deudas soberanas deterioradas → contracción del crédito
  - Crisis de deuda soberana: elevado endeudamiento (resultante de déficit previos y salvataje bancario) y altas necesidades de financiamiento (déficit) apuntan a baja sostenibilidad de las finanzas públicas → contracción del gasto fiscal
  - Crisis económica: Incertidumbre, contracción crediticia y planes de austeridad fiscal han tenido efectos recesivos → caídas del producto y del empleo que agravan las otras dos crisis

Son tres vertientes, una crisis en el lado bancario, una crisis en el lado fiscal y una crisis económica más amplia que se está combinando, y que plantea perspectivas bastante negativas en materia de la economía europea.

En ese sentido se puede plantear distintos escenarios. Desde el punto de vista de la CEPAL creemos que el más probable es una evolución más bien lenta y prolongada de la

## Diapositiva 4

## c) La crisis de la Zona Euro 2011-2012 (2)

- Esto se da en el marco de baja competitividad externa de algunos países y carencias de la institucionalidad del euro para enfrentar la crisis:
  - ausencia de un prestamista de última instancia,
  - dificultades para corregir el tipo de cambio real,
  - unión monetaria sin contraparte fiscal.
- Tres vertientes, con orígenes diversos pero que se refuerzan mutuamente en sus efectos negativos

crisis, un crecimiento lento de los países que son parte de la Zona Euro. Todavía no se percibe una solución comprensiva a la crisis de la deuda, si bien ha habido avances por parte de las autoridades europeas en ese sentido. Al mismo tiempo se está observando cómo China e India, que han sido en realidad un dinamo

Diapositiva 5

Escenarios externos probables (1)

- El más probable: una evolución lenta y prolongada de la crisis
  - Lento o nulo crecimiento en la zona euro (crecimiento negativo en los países mas afectados).
  - Aún no se adopta una solución comprensiva a la crisis de la deuda soberana en la eurozona, por lo que las turbulencias continuarán, posiblemente por varios años.
  - China e India también reducen su crecimiento, al menos por uno o dos años, pero los países en desarrollo siguen creciendo más que los desarrollados.
  - Estados Unidos crece pero a un ritmo lento. Aspecto clave: cómo evitar el ajuste fiscal automático antes de fines de 2012.

del crecimiento a nivel mundial, están bajando sus tasas de crecimiento. Luego está el caso de Estados Unidos con un crecimiento precario donde hay una amenaza particularmente seria derivada de un ajuste fiscal que se podría dar de manera automática a principios de 2013. Como consecuencia, si no se acordara entre el Congreso y el Poder Ejecutivo de Estados

Unidos otra opción en vez de tener este ajuste fiscal tan extremo, entonces se tendrían perspectivas difíciles, pero menos extremas de lo que sería un segundo escenario, el de una crisis desordenada en la Zona Euro, con la salida de algunos países, comenzando por Grecia, lo que pudiera dar lugar a corridas bancarias, a grandes transformaciones de los mercados financieros, a una recesión profunda. Vemos que a pesar de que hubo cierta lentitud por parte de las autoridades en materia de coordinación, sí han ido avanzando distintas medidas para desactivar este peligro. En ese sentido

creo que más bien es notable cómo los gobiernos han logrado cierta coordinación tomando en cuenta la emergencia que están enfrentando. Uno quisiera también que, en el contexto latinoamericano, pudiéramos avanzar en términos de la integración económica a esos niveles. Vemos que hay programas del Banco Central Europeo que se

Diapositiva 6

Escenarios externos probables (2)

- Un escenario menos probable contempla la crisis desordenada en la zona euro (es decir, la salida de un país, corridas bancarias, disrupción de los mercados financieros, recesión profunda).
- A pesar de la lentitud, las autoridades europeas han adoptado medidas para desactivar el peligro de la ocurrencia de este caso extremo y poco a poco han adoptado medidas para que la crisis de un país no se transmita al resto
  - Programas del BCE que han dado mayor liquidez a la deuda soberana
  - Ampliación de los recursos del Fondo Europeo de Estabilidad Financiero
  - Capitalización directa de la banca española (sin pasar por el Estado)

han hecho efectivos, que se están contemplando más recursos tanto para un fondo europeo de estabilidad como para otro mecanismo también de apoyo financiero, y vemos también que se ha avanzado con un compromiso de capitalizar a la banca española sin pasar por un compromiso del Estado para asumir esa deuda, lo cual plantea perspectivas más positivas en el caso de España en particular.

En lo que se refiere a los canales de transmisión de la crisis hacia América Latina, vemos que hay por lo menos tres comenzando por el canal comercial.

#### Diapositiva 7

##### Canales de transmisión de la crisis (1)

- El canal comercial.
- En varios países de América Latina las exportaciones hacia Europa son muy significativas, y ya están siendo afectadas ante un menor crecimiento en esa zona.
- Parte ellas son commodities y podrían destinarse a otros países(China), siempre que ellos no se desaceleren también.
- Se prevé que la economía global se desacelere en 2012 y 2013, por lo que los precios de cierta materias primas serán menores y/o interrumpirán su trayectoria de alza.
  - Ello puede afectar negativamente los ingresos fiscales. No obstante los resultados fiscales en la región se mantienen en niveles moderados.
- Las remesas provenientes de trabajadores emigrados a Europa se están reduciendo ante un mercado laboral complejo
- Con todo, el balance externo de la región se mantendrá en general en niveles que no representan un problema para su financiamiento y las reservas internacionales están en niveles récord.

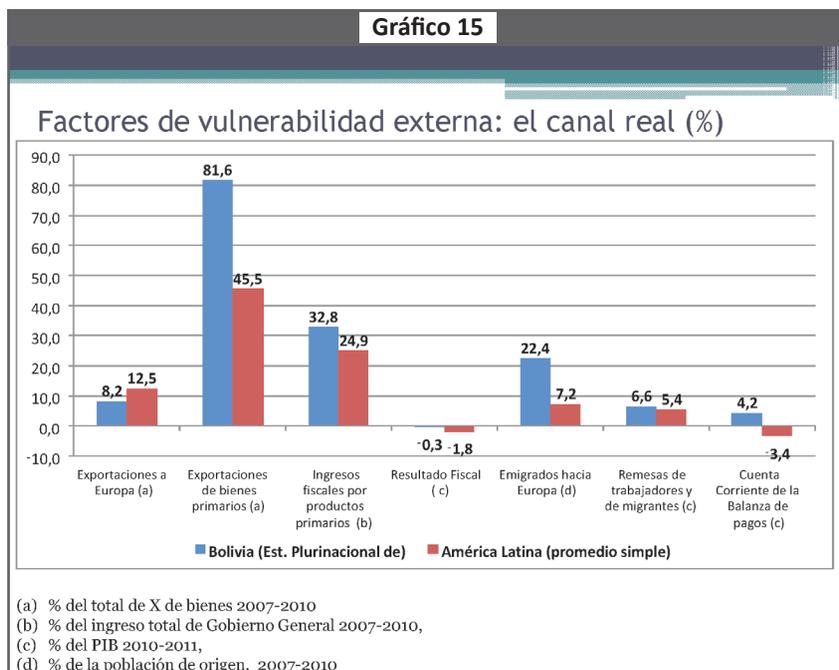
En varios países de América Latina hay una proporción importante de sus exportaciones que se hacen al continente europeo: en el caso de Brasil, por ejemplo, representan más del 20% de sus exportaciones, el caso de Chile, de Uruguay, que están entre los países que más exportan, están siendo afectados con reducciones de sus exportaciones. En la medida que se trata de materias primas, puede haber cierto reajuste para la exportación a otros países, pero eso no ocurre en todos los casos. En todo caso se prevé que la economía global se estaría desacelerando más y que los precios de las materias primas podrían también reducirse. Hasta el momento esto no ha afectado mayormente a las finanzas públicas en los casos de los países que más dependen de materias primas para obtener recursos fiscales.

También se nota una reducción de remesas en algunos países de la región que tienen más trabajadores migrantes en Europa. Tenemos información en la CEPAL, por

ejemplo, acerca de que ha habido una reducción de remesas en el caso de Ecuador y de Colombia. Esto contrasta con otros países de la región, como los centroamericanos que tienen migrantes en Estados Unidos y donde no se ha dado ese fenómeno de reducción de las remesas.

En todo caso vemos que el balance externo de la región se mantiene en general en niveles que no representan problemas drásticos, que no plantean tampoco un escenario de gran crisis.

Vemos algunos factores de vulnerabilidad, donde se contrasta la situación de América Latina con el caso de Bolivia (*Gráfico 15*). Vemos que América Latina tiene



una proporción de 12,5% en sus exportaciones que son dirigidas a Europa; en el caso de Bolivia es una proporción relativamente menor, 8,2%. En exportaciones de bienes primarios Bolivia tiene una proporción mayor aunque no son exportados principalmente a Europa. En el caso de ingresos fiscales por productos originados en productos primarios vemos que Bolivia está cerca del promedio de América Latina -un poco mayor- 33% versus 25%. En materia fiscal Bolivia está mejor que el promedio de América Latina. En materia de migrantes sí habría en principio una mayor vulnerabilidad por la mayor presencia de migrantes bolivianos en Europa y eso se reflejaría también en remesas, un poco mayores que el promedio, pero luego tenemos que en relación a un indicador fundamental como la Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos, Bolivia está mucho mejor que el resto de América Latina.

Un segundo canal de transmisión de la crisis sería el canal financiero, donde la posición financiera de la región es mucho más sólida que en décadas pasadas. Como notaba anteriormente se ha reducido la deuda externa total en la mayoría de países, y también la deuda pública que es significativamente menor que la deuda de los países europeos para hacer un contraste llamativo.

#### Diapositiva 8

#### Canales de transmisión de la crisis (2)

- El canal financiero.
- La posición financiera externa de la región es mucho más sólida que en décadas previas.
  - La deuda externa total es en general baja y las reservas internacionales son elevadas.
  - La deuda pública está muy por debajo de lo observado en los países en crisis.
- Durante los últimos 12 años los flujos de Inversión Extranjera Directa y de Inversión de cartera han sido sostenidos.
  - Estos últimos sólo se resintieron por un período corto en el momento más grave de la crisis del 2008.
- Dado que la región continúa siendo un destino atractivo para la inversión, en el escenario más probable se estima que esta continuará
  - recibiendo flujos de inversión externa y
  - accediendo sin dificultades al mercado de capitales internacional.

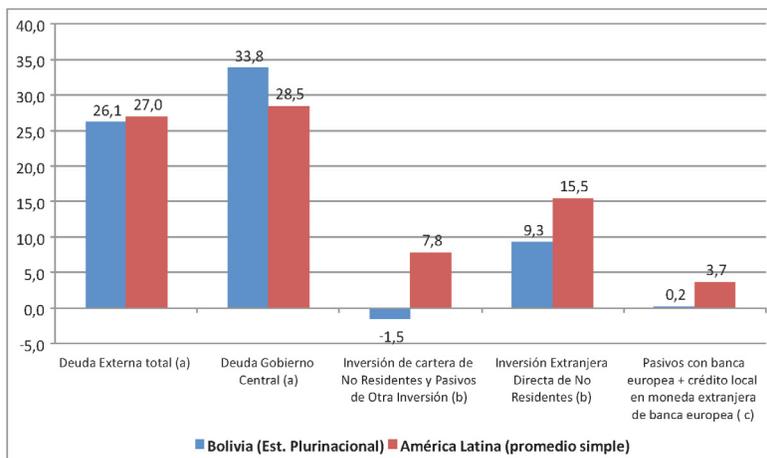
Por otra parte, la inversión extranjera ha continuado aumentando en la región y no estamos previendo que habrá una reducción muy significativa de la inversión. Más bien al mantenerse la región como un conjunto de países con cierta estabilidad, con crecimiento, podría atraer un monto significativo.

En lo que se refiere a factores de vulnerabilidad externa por la vía financiera, vemos de nuevo, que al contrastar a Bolivia con el conjunto de la región, la deuda de Bolivia es menor que el promedio regional. La deuda del gobierno central es levemente menor pero a un nivel aceptable, la inversión en cartera no es significativa, la inversión extranjera un poco menor, y los pasivos con la banca europea son significativamente menores de manera que tampoco ahí vemos síntomas o indicadores de peligro (*Gráfico 16*).

Quizás el mayor peligro sería uno más amplio, más bien sistémico, de contagio, si se materializara el escenario más pesimista acerca de la salida desordenada de algún país de la Zona Euro, y de toda una crisis financiera en la región que pudiera extenderse al resto del mundo. En este caso uno sí puede imaginar la posibilidad de que agentes

Gráfico 16

Factores de vulnerabilidad externa: el canal financiero



(a) % del PIB 2011,  
 (b) % de las exportaciones 2009-2011  
 (c) % del total de crédito bancario 2011

financieros se comporten como manada, parecido a lo que ocurrió en el 2008-2009, y que se retiren fondos de la región y se concentren en los activos más seguros de Estados Unidos, incluso de Alemania. En este escenario también uno puede imaginar que los precios de las materias primas se estarían deteriorado, pero incluso en esa circunstancia

Diapositiva 9

Canales de transmisión de la crisis (3)

- El contagio.
- Si se materializa el escenario más pesimista, no se descarta que los agentes financieros se comporten como manada ante la incertidumbre y se retiren hacia los destinos ultra-seguros.
- En ese escenario, los precios de los “commodities” se deteriorarían y la región experimentaría cierta salida de capitales.
- Aún así, la región cuenta con medios para moderar los efectos de ese escenario negativo
  - Sólidas posiciones financieras externas
  - Bajo déficit fiscal y baja deuda
  - Reservas
  - Aprendizaje de crisis previas.

bastante extrema hay que tomar en cuenta que la posición de América Latina es bastante sólida: posición financiera estable, bajo déficit fiscal, reservas internacionales considerables y además un hecho muy importante, un aprendizaje significativo que resulta de haber enfrentado de manera bastante exitosa lo

que fue la crisis de 2008-2009.

Paso a revisar rápidamente algunas de las lecciones destacando lo que mencionaba el señor Presidente del Banco Central de Bolivia en el sentido de que hay que tomar en cuenta la heterogeneidad de los países. Considero que la región va a continuar siendo afectada por turbulencias externas,

por sus términos de intercambio, por flujos financieros, y en la medida en que eso vaya ocurriendo hay que prepararse para moderar sus consecuencias y también para posibilitar acciones contracíclicas.

En ese sentido una consideración básica es la que se refiere a mantener las finanzas públicas sostenibles, uno de los principales pilares, ya que permiten, por una parte compensar a los sectores más vulnerables en caso de alzas del costo de vida, y en caso de que otros factores los afecten ante una crisis. También permiten financiar programas que corresponden a una política fiscal contracíclica. ¿Cómo se hace esto? Ampliando el espacio fiscal que, como lo notamos, se está recuperando, aunque todavía sin alcanzar los niveles previos de la crisis del 2008 - 2009, y asegurando cargas tributarias que sean acordes con el nivel de desarrollo. En ese sentido hemos

#### Diapositiva 10

### II. Lecciones de la última década

- La región continuará siendo afectada por turbulencias externas.
  - Fluctuaciones en los términos del intercambio
  - Variabilidad en los mercados financieros internacionales y en el acceso de la región al financiamiento externo
- Prepararse para moderar sus consecuencias y posibilitar acciones contracíclicas son dos de las dimensiones claves de una política orientada a promover un crecimiento estable

#### Diapositiva 11

### Lecciones: Promover un entorno que modere el impacto de shocks externos y posibilite acciones contracíclicas (1)

- La sostenibilidad de las finanzas públicas es uno de los principales pilares para enfrentar las consecuencias de un deterioro en los términos del intercambio.
  - Permite financiar programas compensatorios de alzas en el costo de la vida
  - Permite financiar, con recursos propios o endeudamiento, programas de gasto extraordinario durante momentos recesivos
- Cómo se hace?
  - Ampliando el espacio fiscal mediante cargas tributarias acordes con el nivel de desarrollo
  - Adoptando políticas de gasto según los determinantes estructurales de gastos e ingresos
  - Ahorrando durante momentos de auge para gastar en tiempos recesivos. ↔ Política de endeudamiento sostenible

hecho algunas estimaciones en la CEPAL acerca de las cargas tributarias en los países tomando en cuenta sus características estructurales como el grado de apertura, el nivel del PIB, la importancia de la agricultura, y vemos que en la mayor parte todavía hay una brecha entre lo que es la carga tributaria que debieran tener y la que tienen en la práctica. Hay países donde esa brecha no es significativa, incluyendo los casos de Argentina, Brasil y Bolivia por ejemplo. Por otra parte, habría una necesidad de adoptar políticas de gasto tomando en cuenta los condicionantes estructurales de los ingresos y gastos -especialmente de los ingresos- y de no caer en una política procíclica. Eso significa ahorrar en los periodos de auge y gastar en los tiempos

recesivos, y se refleja en un endeudamiento sostenible.

Las finanzas públicas sólidas son las que permiten que la política monetaria pueda desempeñar un papel importante, ya sea por la vía de las tasas de interés o por el control de agregados monetarios, dependiendo de cada país. La estabilidad fiscal permite que la política monetaria pueda mantener la inflación baja, y puede jugar cierto papel contracíclico para permitir una utilización de la capacidad instalada acorde con la que existe, y que no haya una subutilización de dicha capacidad.

Es importante tomar en cuenta que no solo se trata de los

#### Diapositiva 12

Lecciones: Promover un entorno que modere el impacto de shocks externos y posibilite acciones contracíclicas (2)

- A la vez, un cuadro de finanzas públicas equilibrado en el mediano plazo, al no ser el déficit público una fuente de presiones inflacionarias,
  - facilita la acción de la política monetaria, la que podrá orientarse a buscar la mejor combinación entre los objetivos de
    - Mantener la inflación en los niveles socialmente tolerables y
    - Incentivar la demanda para posibilitar la máxima utilización de la capacidad instalada

#### Diapositiva 13

Lecciones: evitar comportamientos procíclicos no sostenibles de gasto privado

- Parte muy relevante de los desequilibrios macroeconómicos en la región se explican por aumentos no sostenibles de gasto privado,
  - originados en expansiones muy significativas del crédito, apoyadas en abundante liquidez externa.
- Posteriormente, al desvanecerse ese escenario externo, las salidas de capitales se expresan en contracciones crediticias y episodios recesivos, que
  - deterioran la calidad de las carteras bancarias y
  - causan elevadas pérdidas que la banca privada busca socializar.
- Frente a ello la respuesta es la adopción de regulaciones macroprudenciales que limiten la expansión del crédito y la exposición de los bancos al endeudamiento externo.

ciclos, también tiene una incidencia fundamental el propio sector privado. Tenemos experiencias en esto -varias en América Latina- acerca de cómo puede haber expansiones significativas del crédito apoyadas por una abundante liquidez externa, y cómo esto puede dar lugar a un *boom*, que al interrumpirse da lugar a una crisis en la que se deteriora la calidad de la cartera bancaria al haberse realizado previamente demasiados préstamos y puede causar pérdidas muy serias en la banca privada, lo que después conduce a demandas para que el sector público intervenga para salvar a los bancos. Frente a ese escenario, que por cierto en el caso de Europa tenemos algunos ejemplos, y también en la historia de América Latina hace un par de décadas, lo más recomendable son las regulaciones macroprudenciales que precisamente limitan la expansión del crédito y la exposición de los bancos ante el endeudamiento externo.

Y una última lección es la de prevenir los desalineamientos del

tipo de cambio. En el pasado han habido peligros ante el alto grado de liquidez externa, de que se aprecien los tipos de cambio. Las experiencias son diferentes, aunque ante el peligro de una apreciación excesiva conviene tomar en cuenta los peligros que eso plantea así como las alternativas en materia de regulación de los flujos de capitales, políticas de gestión de reservas internacionales, para evitar que esas apreciaciones y regímenes cambiarios puedan producir cierta incertidumbre, y para castigar a los flujos más especulativos de corto plazo. Dejo en eso mis reflexiones, muchas gracias por su atención.

#### Diapositiva 14

Lecciones: Prevenir desalineamientos del tipo de cambio real

- Dadas las buenas perspectivas ofrecidas por la región y su buena calidad de riesgo, los episodios de alta liquidez internacional se han expresado en importantes ingresos de divisas.
- Algunos países han permitido una apreciación nominal (y real) de sus monedas.
- Si bien en sólo unos pocos casos ello llega a niveles preocupantes, es preciso mantenerse alerta ante posibles desalineamientos que incentivan el exceso de gasto y deterioran la competitividad.
- Alternativas:
  - Regulación de los flujos de capitales
  - Políticas de reservas internacionales
  - Regímenes cambiarios que limiten los incentivos favorable a la especulación de corto plazo (*carry trade*)

#### Diapositiva 15

Volatilidad y crecimiento: la experiencia reciente de América Latina y el Caribe



CEPAL

Juan Alberto Fuentes  
Director, División de Desarrollo Económico, CEPAL  
VI Jornadas Económicas, Banco Central de Bolivia  
Julio 2012

## APÉNDICES

### APÉNDICE A

#### Notas

1. “‘EMBI+’ es un índice que refleja los ingresos de instrumentos de deuda externa activamente transados en los mercados emergentes. Este índice segmenta aún más el universo de estos mercados, en relación al Índice Global EMBI y al Índice Diversificado Global EMBI, al establecer una regla estricta de requerimiento de liquidez para su inclusión. El EMBI+ abarca los bonos Brady de Estados Unidos, Eurobonos, y los préstamos transados y emitidos por entidades soberanas”. Extraído de <http://www.jpmorgan.com/pages/jpmorgan/investbk/solutions/research/EMBI>. Traducción libre.
2. “El Tratado de Maastricht firmado el 7 de febrero de 1992 entre países europeos, es el documento mediante el cual se establecieron las bases para una ciudadanía europea, el reforzamiento de las competencias del Parlamento Europeo y la puesta en marcha de la unión económica y monetaria”. Extraído de [http://europa.eu/legislation\\_summaries/institutional\\_affairs/treaties/treaties\\_maastricht\\_es.htm](http://europa.eu/legislation_summaries/institutional_affairs/treaties/treaties_maastricht_es.htm).

## APÉNDICE B

### Glosario

#### Gráfico 2

- CL = Chile
- PE = Perú
- BR = Brasil
- CO = Colombia
- MX = México
- BO = Bolivia
- EC = Ecuador
- VE = Venezuela
- AR = Argentina
- PY = Paraguay
- UY = Uruguay

#### Gráfico 6

- T&T = Trinidad & Tobago

#### Gráfico 10

- EMBI+ = Emerging Markets Bond Index Plus = Índice de Bonos de Mercados Emergentes Adicional.

#### Diapositiva 14

- Carry trade = *“Es un tipo de comercio en el mercado de divisas, caracterizado por pedir prestado dinero a una baja tasa de interés o financiar la compra de valores o instrumentos con una tasa más elevada”*. Extraído de [http://glossary.reuters.com/index.php?title=Carry\\_Trade](http://glossary.reuters.com/index.php?title=Carry_Trade). Traducción libre.



## Ponencia 2

# Efectividad de la política económica para mitigar los ciclos

Adrián Osvaldo Ravier

Profesor titular de Economía

Universidad Francisco Marroquín (Guatemala)

Diapositiva 1



VI JORNADA monetaria  
ESTABILIDAD Y  
CRECIMIENTO ECONÓMICO  
jueves 19 de julio de 2012

Adrián Ravier  
Universidad Francisco Marroquín  
*Efectividad de la política económica para mitigar los ciclos*

VI JORNADA MONETARIA – BANCO CENTRAL DE BOLIVIA – Julio 19, 2012

Buenos días a todos. Antes que nada, muchas gracias a las autoridades y a los organizadores por darme la oportunidad de compartir el resultado de algunas investigaciones que venimos desarrollando con algunos colegas tanto en Argentina, en Guatemala como en Estados Unidos. Felicitar también a las autoridades por este nuevo aniversario y agradecer a los asistentes por el interés en estas presentaciones.

El objetivo de esta presentación es discutir la efectividad de la política económica para mitigar el ciclo económico. Este debate acerca de los ciclos económicos y políticas económicas para resolverlos, mitigarlos o suavizarlos lo más posible, se viene desarrollando desde hace mucho

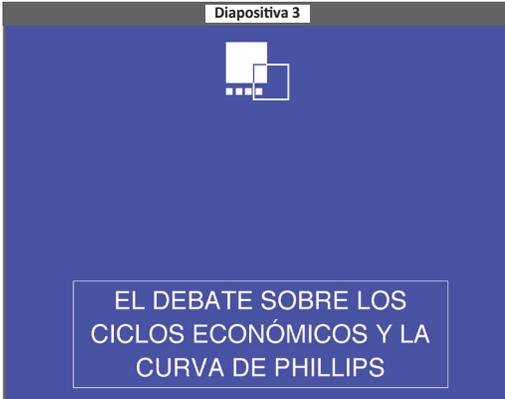
tiempo, hace muchas décadas, quizá siglos. Pero en la historia del pensamiento económico ha habido algunos momentos como la Crisis del 30, donde se han generado ciertos debates que originaron algunas ideas y algunas políticas que todavía hoy son fundamentales para discutir estos temas.

Diapositiva 2

### INDICE



1. EL DEBATE SOBRE LOS CICLOS ECONÓMICOS Y LA CURVA DE PHILLIPS
2. LA CRISIS SUBPRIME
3. POLÍTICAS PARA MITIGAR LOS CICLOS EN EEUU
4. ESCENARIO FUTURO PARA EEUU
5. IMPACTO SOBRE AMÉRICA LATINA
6. POLÍTICAS DE LAS ECONOMÍAS EMERGENTES PARA MITIGAR UN NUEVO CICLO



La presentación que voy a ofrecer tiene seis partes, es bastante ambiciosa, voy a tratar de cubrir todos estos puntos. En primer lugar el debate histórico del pensamiento que voy a tratar de resumir; en segundo lugar, voy a aplicar ese debate a lo que fue la crisis *subprime* de los Estados Unidos, porque la crisis global que en este momento estamos viviendo tiene su origen en la crisis que comenzó en torno al año 2008; luego voy a comparar las políticas económicas que nosotros

pensamos que la Reserva Federal de los Estados Unidos debía aplicar para mitigar los ciclos económicos en comparación con las políticas económicas que actualmente se están tomando en Estados Unidos, en la Reserva Federal; esa comparación a su vez nos va a permitir llegar a un escenario futuro de lo que esperamos que ocurra en Estados Unidos y analizar cómo eso va a impactar en América Latina y en particular en las economías emergentes; finalmente voy a cerrar la presentación con algunas recomendaciones en materia de política económica para las economías emergentes.

Si vamos al debate histórico sobre el pensamiento económico, tenemos que concentrarnos en dos de los economistas más importantes del siglo pasado. Hubo una encuesta hace muy poco en los Estados Unidos a los más prestigiosos profesores y catedráticos de las universidades, y cuando se les consultó quiénes consideraban que

eran los economistas más importantes y favoritos del siglo pasado, en primer lugar estaba John Maynard Keynes, en segundo lugar estaba Milton Friedman, en tercer lugar Paul Samuelson y en cuarto lugar estaba Friedrich Hayek, así como otros economistas como Ludwig von Mises, por ejemplo, que se encontraba en el puesto 14. Estos cuatro economistas son los que representan el debate histórico que vamos a empezar a desarrollar. En particular vamos a tomar al primero y



al cuarto, en este caso a Keynes y a Hayek. En los años 30 en Inglaterra, en el marco de las actividades de la *London School of Economics*, se encontraron dos grandes hombres discutiendo. Uno puede cometer el error de pensar que eran solamente dos hombres, pero en realidad cada una de estas personas representaba a la economía de todo un país: Gran Bretaña en el caso de Keynes y Hayek representaba

a la escuela austriaca o al pensamiento de Viena en ese momento, y por extensión a todo el pensamiento de habla alemana.

El pensamiento británico estaba formado por el pensamiento clásico: desde Adam Smith, David Ricardo, en particular John Stuart Mill y también Alfred Marshall, quien era catedrático en Cambridge. Por el lado de Hayek, el pensamiento también estaba formado por la corriente clásica con las contribuciones de Ludwig von Mises, quien fue uno de sus principales maestros, y también de Knut Wicksell, economista sueco muy reconocido en temas de ciclos económicos. El debate surgió en torno a uno de los libros de Keynes, quien como saben, había escrito en 1919 “Las Consecuencias Económicas de la Paz”<sup>1</sup>, un libro que generó un impacto tremendo en materia de política -de hecho hay muchas discusiones respecto de por qué Keynes no se dedicó a la política ya que era una persona que tenía todas las condiciones para serlo- aunque después fue editor del *journal*<sup>2</sup> más importante de economía en Inglaterra. También escribió en 1923<sup>3</sup> y en 1930<sup>4</sup> dos tratados sobre moneda, aunque acerca del tratado del dinero publicado en 1930 él esperaba que generase un impacto tremendo en el pensamiento económico. Hayek tomó este libro e hizo dos reseñas muy críticas, una en 1931 y otra en 1932; también ofreció cuatro conferencias en el marco de la *London School of Economics*, invitado por Lionel Robbins, y en esas cuatro conferencias, compiladas en el libro “Precios y Producción”<sup>5</sup>, resumía entonces la posición de Viena. En esta presentación o reseña crítica, Hayek acusaba a Keynes de que sus macro agregados carecían completamente de micro fundamentos, una crítica que todavía hoy es importante en materia de teoría económica. También le rebatía por ejemplo acerca de que la tasa de interés no tenía relación con ninguna teoría del capital, a lo que Keynes respondió que en ese momento no había ninguna teoría de capital lo suficientemente satisfactoria como para tomarla en cuenta. A ello Hayek respondió que si bien no había ninguna teoría perfecta teníamos la de Eugen Böhm von Bawerk, en su libro “Capital e Interés”<sup>6</sup> que había sido muy importante y en la cual Hayek basaba su pensamiento.

Entonces fíjense que había un diálogo difícil, porque lo que era la tasa de interés para Hayek no era la tasa de interés para Keynes. Además de estas reseñas críticas de Hayek a Keynes, y luego una respuesta muy crítica de Keynes al libro “Precios y Producción” de Hayek, empezó una correspondencia para tratar de definir lo que significaban los términos que cada uno utilizaba para llegar a un mejor entendimiento. En 1932 terminó la correspondencia y Keynes cedió terreno diciendo que había cambiado de opinión y que iba a empezar a trabajar en un nuevo libro y que dejaba la victoria en manos de Hayek. De hecho hasta 1933-1934, Hayek había logrado generar muchos seguidores en Inglaterra. Esa batalla se dio vuelta completamente cuando Keynes publicó “La Teoría General”<sup>7</sup>. Hayek contestó en los años 70, que él no respondió a “La Teoría General” porque como Keynes cambiaba mucho de opinión pensó que no tenía ningún sentido hacer una respuesta crítica, más aun cuando muchos economistas ya estaban criticando a Keynes y no prestó atención sino que se dedicó especialmente a un debate con el socialismo, que en ese momento estaba creciendo y era una amenaza

muy fuerte para ser implementado en Estados Unidos y en otros países. Basándose en la teoría de la imposibilidad del cálculo económico del socialismo de Mises, terminó planteando algunas teorías un poco más fuertes en materia de teoría económica contra el socialismo, básicamente diciendo que en ausencia de derechos de propiedad sobre los medios de producción, desaparecen los precios y sin precios no se puede hacer cálculo económico, y si no hay cálculo económico entonces no hay posibilidad de alcanzar ningún tipo de eficiencia, y el socialismo tendía a ser, más allá de sus buenas intenciones, imposible de llevar a la práctica.

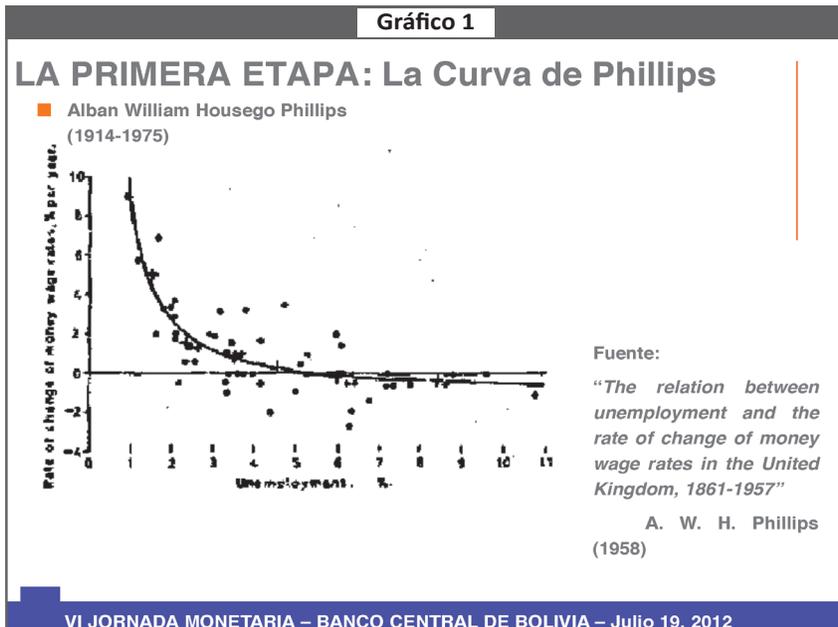
Ese debate siguió en los años 40. Recién con la caída del Muro de Berlín muchos han insistido en que Mises o Hayek han tenido razón en confrontar al socialismo porque, al menos en toda Europa no hay economías socialistas y las pocas que existen en el mundo no están mostrando los resultados que se esperaban. Hayek ganaba esta batalla en el mundo contra el socialismo, pero perdía otra batalla en macroeconomía y en temas de política económica.

Keynes por los siguientes 30 años logró dominar el pensamiento económico y la mayoría de los presentes supongo que conocerán su modelo de demanda agregada. Para explicar muy brevemente el modelo keynesiano, lo que él decía era que el problema de la Crisis del 30 -momento en el cual realiza sus escritos- no era un problema de oferta, era de demanda. ¿Por qué era un problema de demanda? Porque si hoy vamos a los comercios en Estados Unidos por ejemplo, encontramos que los *stocks* están ahí listos para ser vendidos y nadie los demanda. Como la gente no consume esos *stocks* el vendedor llama a la fábrica y dice *“no me mandes más mercadería porque no la puedo vender”*; la fábrica detiene las máquinas, despiden trabajadores; si esos trabajadores son despedidos al mismo tiempo dejan de consumir, si dejan de consumir entonces la crisis se retroalimenta y se profundiza.

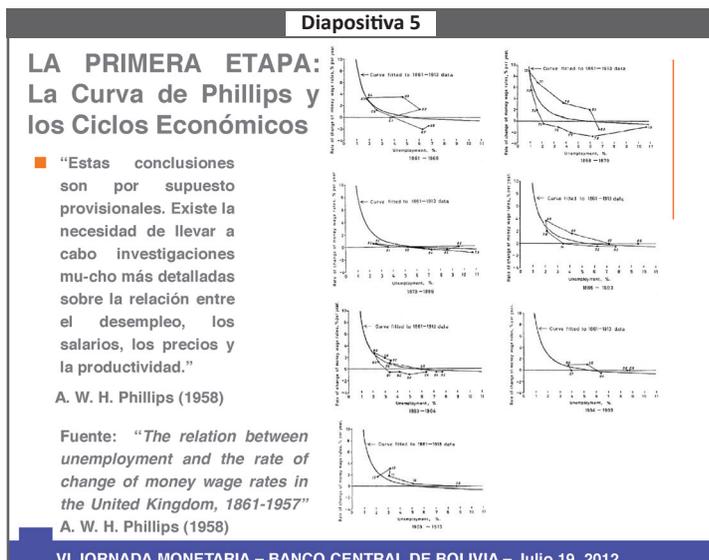
Keynes no encontraba en el capitalismo, en la economía de mercado, una recuperación espontánea a este tipo de problemas: si las expectativas están a la baja no hay por qué esperar que de repente estén a la alza, por eso tenemos que ayudar al sector privado para que las expectativas vuelvan a recuperarse. Ahí es donde aparece el tercer componente, la *“G”* del gasto público. Para Keynes el rol activo del Estado era fundamental. Keynes rompe entonces con la ortodoxia clásica previa a la Primera Guerra Mundial. Lo que él decía era que, si antes de la Primera Guerra Mundial se tenía un sistema de patrón oro con estabilidad de precios y se tenía una economía abierta al mundo donde no habían pasaportes, no habían visas, uno podía movilizarse -y de hecho hubieron movimientos migratorios enormes- había además equilibrio fiscal, el gasto público era muy bajo, entonces había que romper con esa ortodoxia, por lo que pidió un gasto público mucho más elevado. Incluso incentivó la idea de que existieran déficits fiscales para estimular la demanda agregada a través del gasto público, lo que se resume en el modelo IS-LM, con políticas monetarias y fiscales expansivas para tratar de mitigar los ciclos económicos. Esto significa que en momentos de crisis se tiene que

estimular la demanda agregada con políticas económicas, con políticas monetarias y fiscales expansivas.

Luego de estas tres décadas en las que Keynes dominó el pensamiento económico, en 1958 llegó la Curva de Phillips. Phillips, economista de Nueva Zelanda hizo un trabajo sobre la economía de Gran Bretaña y la destinó a construir la “Curva de Phillips”.



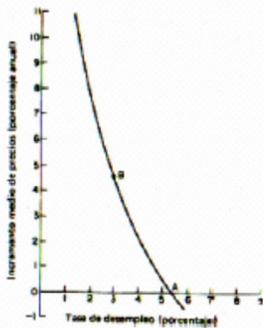
Básicamente él tomó datos de casi un siglo completo, entre 1861 y 1957, del desempleo y la tasa de variación de los salarios nominales (*Gráfico 1*). Con el tiempo Phillips abandonó esta idea de los salarios nominales y se concentró especialmente en los precios para hacerlo un poco más general. Reemplazó la tasa de cambio del salario nominal por precios,



**Diapositiva 6**

**LA PRIMERA ETAPA:  
El aporte empírico de Paul Samuelson y Robert Solow**

■ La aplicación de la Curva de Phillips en la economía norteamericana



■ En el trabajo de Samuelson-Solow (1960) se sostiene que, para el caso de Estados Unidos, si se deseaba la estabilidad de precios debía aceptarse una tasa de desempleo de alrededor de 5,5 %, mientras que el objetivo de reducir la tasa de desempleo al 3% sólo podía lograrse si se estaba dispuesto a conseguir una tasa de inflación anual de 4,5% aproximadamente.

VI JORNADA MONETARIA – BANCO CENTRAL DE BOLIVIA – Julio 19, 2012

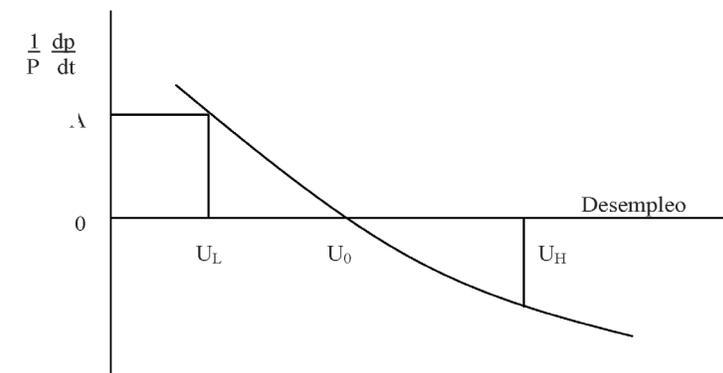
obteniendo la relación entre inflación medida por precios y desempleo. Y como ven hay una relación bastante interesante que mostró Phillips consistente con el pensamiento keynesiano que indica que a un elevado nivel de desempleo podemos tener niveles bajos de inflación, o a niveles elevados de inflación podemos tener niveles bajos de desempleo.

Ese aspecto fue lo que más atención recibió. Sin embargo, en el mismo trabajo Phillips publicó otros gráficos. Estos gráficos tomaban la evolución no del siglo completo, sino de cada ocho años mostrando cómo en Inglaterra, en aquellos años, hubieron varios ciclos económicos en los que si bien la economía se movía de puntos de alto

**Gráfico 2**

**LA PRIMERA ETAPA: La Curva de Phillips Keynesiana**

Tasa de cambio de los precios



**La refutación de la hipótesis de Phillips**

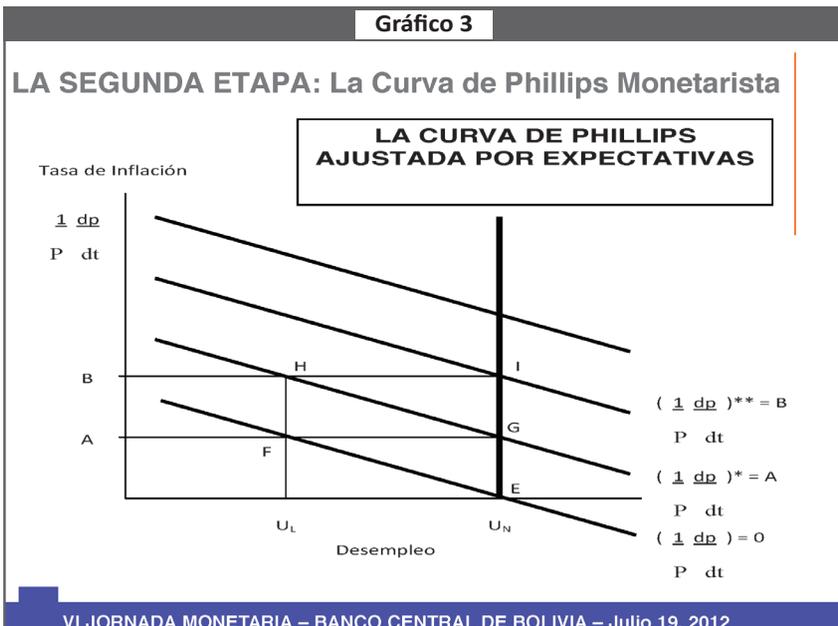
VI JORNADA MONETARIA – BANCO CENTRAL DE BOLIVIA – Julio 19, 2012

desempleo y baja inflación a puntos de bajo desempleo y alta inflación, la economía después volvía a los mismos niveles de desempleo que tenía antes o incluso a niveles de desempleo mayores.

Por esta razón, Phillips también presentó la idea de los ciclos económicos en este trabajo original de 1958. Paul Samuelson y Robert Solow, otros dos premios Nobel de Economía, tomaron el trabajo de Phillips, lo aplicaron a la economía de Estados Unidos y llegaron a una conclusión muy similar. Decían que si los economistas y los *policy makers*, los hacedores de políticas públicas, querían reducir los niveles de desempleo del 5,5% al 3%, tenían que abandonar la idea de estabilidad de precios y aceptar una inflación del 4,5%, lo cual no representa un gran problema, en palabras de Samuelson.

Este es el modelo general que se presenta en los libros de texto (*Gráfico 2*) con la Curva de Phillips de pendiente negativa. Básicamente se elige un nivel de desempleo “ $U_h$ ”, un nivel bastante alto con deflación; un nivel de desempleo “ $U_0$ ” con estabilidad; o un nivel de pleno empleo “ $U_L$ ” con inflación.

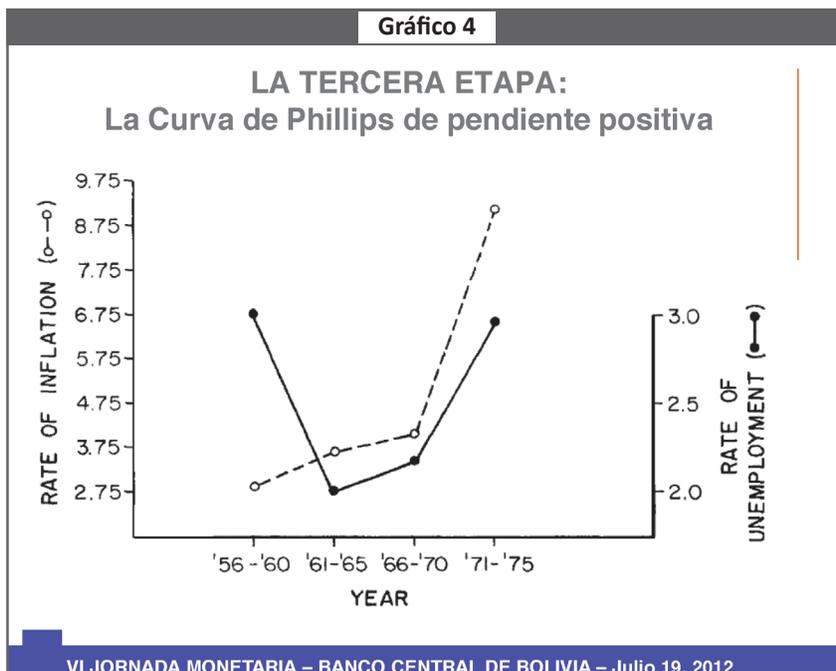
Al poco tiempo llegó la refutación de la hipótesis de Phillips. Desde un punto de vista teórico hubo una reacción muy fuerte de parte de la Escuela Austriaca y de la Escuela de Chicago. En especial Milton Friedman y también Hayek fueron muy críticos de la Curva de Phillips de pendiente negativa. Si bien se contaba con el trabajo de Samuelson y Solow para el caso americano con muy buenos resultados, en otras economías no parecía haber una Curva de Phillips tan clara, y entonces fracasó el experimento para otras economías. Por último en los años 70 tuvimos un proceso de estanflación, donde



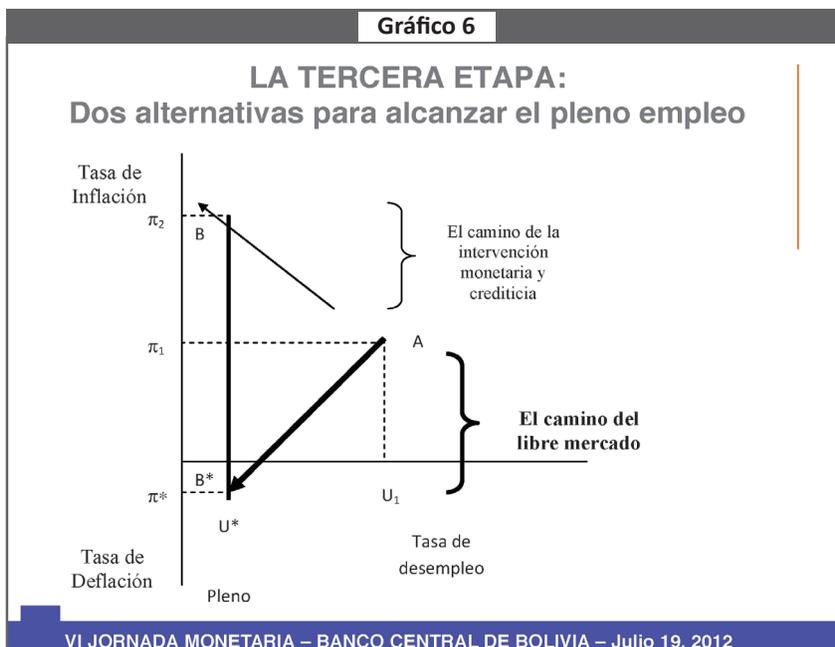
tuvimos inflación más desempleo, un proceso que ‘volvía ridículo’, en palabras de Friedman, cualquier intento por seguir insistiendo con la Curva de Phillips.

Milton Friedman elaboró este otro modelo, y resumió el debate sobre la Curva de Phillips. Presentó tres etapas: la primera es la Curva de Phillips de pendiente negativa (*Gráfico 2*); la segunda es la curva de Phillips ajustada por expectativas, donde vemos una Curva de Phillips de pendiente vertical (*Gráfico 3*). Al respecto decía: supongamos que partimos del punto E con estabilidad de precios y un desempleo del 10% o 12%, y ahora supongamos que el gobierno y las autoridades monetarias quieren reducir los niveles de desempleo con políticas monetarias -esto puede ocurrir, no es que Friedman haya sido crítico del keynesianismo- y podemos pasar al punto F con pleno empleo e inflación. Sin embargo, esta situación no va a poder ser sostenible en el largo plazo.

Lo que explica Friedman en base a su teoría de las expectativas adaptativas, es que una vez que los agentes acomodan sus expectativas y comprendan que el desempleo fue reducido por la caída del salario real y los sindicatos intenten recuperar el salario real perdido y, de hecho lo recuperen, la economía va a ir hacia el punto G mostrando que volvemos a la misma tasa natural de desempleo que teníamos al comienzo, pero con niveles de inflación algo más elevados. Las autoridades monetarias pueden insistir con políticas monetarias expansivas para alcanzar el pleno empleo pero en el largo plazo vamos a volver siempre a la tasa natural de desempleo, lo cual nos deja con una conclusión muy radical de parte de Milton Friedman a los bancos centrales: no



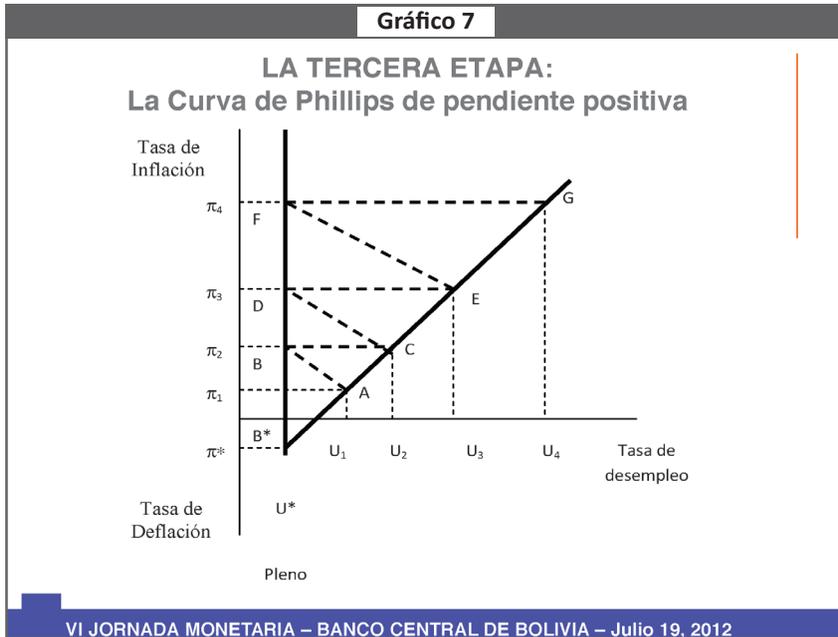




Llevar tiempo, pero si desregulamos el mercado laboral, eliminamos o reducimos el salario mínimo, flexibilizamos la legislación laboral, entonces la economía puede ir tendiendo a alcanzar el pleno empleo. Estas son las reformas que muchas veces son muy criticadas por su implicancia en la reducción del salario mínimo, pero existe bastante unanimidad entre los economistas de que el salario mínimo puede provocar desempleo. En segundo lugar en materia de inflación, Hayek y también Milton Friedman insistieron que si renunciamos en aplicar políticas monetarias expansivas, podemos alcanzar el pleno empleo con estabilidad. En el libre mercado, si nosotros abandonamos las políticas intervencionistas, nos va a llevar a esa situación de pleno empleo y baja inflación, incluso de deflación.

Sin embargo, esto lleva tiempo y en muchos casos no es posible esperar que la economía se ajuste por algunas cuestiones políticas. Entonces, tenemos el otro camino que es el de la intervención monetaria y crediticia (*Gráfico 6*). Ese segundo camino nos puede llevar al pleno empleo, pero como vimos antes con el modelo de la Curva de Phillips, ello nos puede llevar al pleno empleo con inflación.

El problema es que esto no es sostenible en el largo plazo, y la diferencia que vamos a marcar respecto del trabajo de Milton Friedman, es que una vez que la economía se ajusta, es decir, una vez que pasamos del punto A al punto B con la política monetaria, es verdad que se vuelve a la misma tasa natural de desempleo. Sin embargo, debemos insistir que esa tasa natural de desempleo a la cual nos vamos a dirigir no es la misma que la que teníamos al inicio del ciclo (*Gráfico 7*). Esa tasa



natural de desempleo tiene todo el efecto del auge, la crisis y la depresión, incluso con destrucción de capital.

Sobre la base de la teoría austriaca del ciclo económico elaborada por Mises y Hayek, en la que uno comprende la destrucción de capital que puede generar la política monetaria, uno puede terminar un ciclo con un mayor desempleo del que tenía al comienzo y de hecho es algo que está ocurriendo y por eso vamos a mostrar también algunas cosas al respecto.

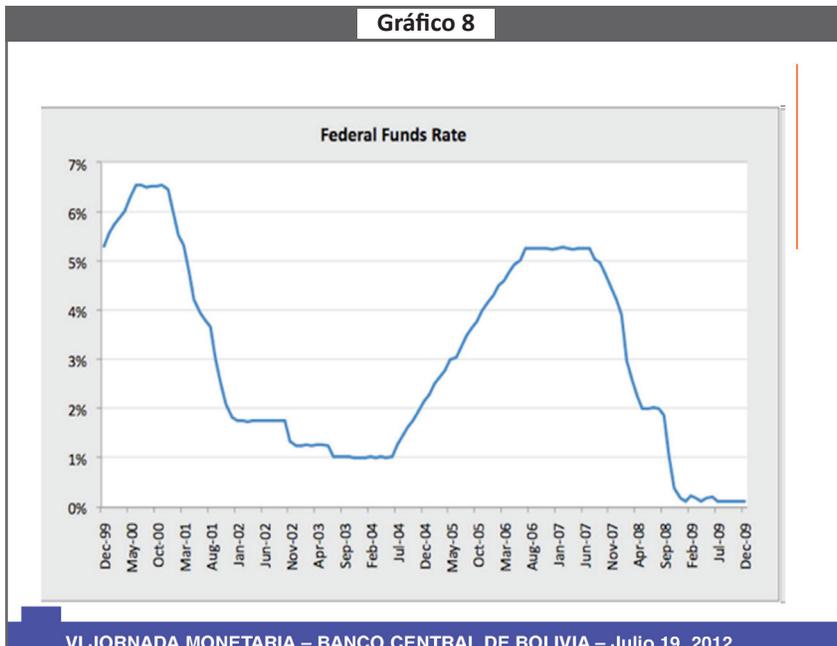
Vamos a pasar ahora a la crisis *subprime* para entender qué fue lo que ocurrió en Estados Unidos.

Diapositiva 7

**LA CRISIS SUBPRIME**

Comprendemos que el origen de la crisis global comenzó en particular con la crisis que surgió en Estados Unidos en 2008. Esta no fue una crisis aislada. En 1987 Estados Unidos tuvo la crisis de la S&P<sup>8</sup>; entre el 2000 y 2002 hubo la crisis ‘Punto Com’<sup>9</sup>. Es una crisis que viene desde hace varios ciclos también en los Estados Unidos. Hubo consenso en que la Reserva Federal redujese las tasas de interés a 0% o lo más posible para tratar

Gráfico 8



VI JORNADA MONETARIA – BANCO CENTRAL DE BOLIVIA – Julio 19. 2012

de reactivar la economía. La Reserva Federal hizo esto, entre el 2000 y el 2001 redujo la tasa de interés del 6,5% al 1,75%, y luego la siguió bajando hasta la primera mitad del año 2004 (*Gráfico 8*).

Durante ese tiempo se generó la burbuja inmobiliaria a tasas muy bajas. Era muy fácil tomar créditos muy baratos. Mucha gente tomó créditos a 30 años, hubo una demanda enorme por comprar propiedades, surgieron muchas constructoras ligadas al sector bancario, el mismo que otorgaba créditos para comprar estas propiedades.

Las tasas de interés bajas no se pueden mantener de forma sostenida porque tarde o temprano viene la inflación. Luego la Reserva Federal subió la tasa de interés hasta llegar al 5,25% hacia fines del 2006. Luego la mantuvo en esos niveles y fue en ese momento cuando aquellos quienes habían tomado créditos hipotecarios no pudieron pagar sus préstamos. ¿Qué significa esto? Que los bancos ejecutaban las hipotecas, se quedaban con las propiedades y luego las lanzaron al mercado para ejecutarlas y recuperar el capital invertido. Por el aumento de la tasa de interés hubo menos demanda de nuevas propiedades y a su vez por una oferta de propiedades enorme que lanzaron los bancos al mercado para tratar de recuperar las inversiones realizadas, el precio de las propiedades se desplomó más del 60% a 70% en algunos casos y en Estados Unidos se vivió un impacto tremendo debido a la burbuja inmobiliaria.

No era solo el sector inmobiliario el que tenía problemas, sino también las automotrices y el sector financiero.

¿Qué ocurrió entonces? En la Reserva Federal se decidió que en lugar de dejar que el mercado ajuste y destruya a todo el sector financiero, se debían tomar políticas muy agresivas, bajar la tasa de interés a 0%, que es lo que se hizo entre fines de 2007 y principios de 2009, y así se mantuvo hasta hoy.

**Diapositiva 8**

### EL APORTE DE JOHN TAYLOR

**Loose fitting**  
Federal funds rate, actual and counterfactual, %

Source: John Taylor, "Housing and Monetary Policy", Sept 2007

La abrupta caída de los permisos de construcción coincide con el incremento de la tasa de interés.

El boom que se verificó entre 2002 y mediados de 2006 habría sido apenas una loma (*counterfactual*) si la Reserva Federal hubiera seguido la regla sugerida por Taylor.

VI JORNADA MONETARIA – BANCO CENTRAL DE BOLIVIA – Julio 19, 2012

En la diapositiva (*Diapositiva 8*) se observa el trabajo de John Taylor. La 'Regla de Taylor' se aplica en muchos bancos centrales como el Banco Central Europeo y la Reserva Federal de los Estados Unidos. Taylor ofreció mucha evidencia empírica para entender lo que ocurrió, y explicó que hacia fines del 2001 su regla anticipaba

que la tasa de interés debió haber subido gradualmente. Esto recién ocurrió a mediados de 2004 cuando ya era demasiado tarde y la burbuja se había generado. El gráfico de la derecha muestra que si hubieran aplicado la Regla de Taylor, en lugar de tener una burbuja tan fuerte -ese *boom* que se observa en el gráfico- se hubiera tenido solamente el contra fáctico, es decir, una loma muy suave y sin serios problemas como los que estamos viviendo actualmente.

¿Por qué la expansión crediticia se orientó a una burbuja inmobiliaria y no a otros sectores? Esta no es una crisis del capitalismo, no es una crisis de la economía de mercado. El sector financiero y la Reserva Federal es un sistema,

**Diapositiva 9**

**POLÍTICAS PARA MITIGAR  
LOS CICLOS ECONÓMICOS  
EN ESTADOS UNIDOS**

si se quiere socialista, de manejo de la política monetaria. El sector financiero está totalmente regulado. Se demandan más regulaciones pero la tasa de interés, el tipo de cambio, la cantidad de dinero en circulación están totalmente controlados.

Al respecto menciono que la 'Regla de Hayek' es una teoría que básicamente

Diapositiva 10

**Aplicar la Regla de Hayek.  
Mantener constante el ingreso nominal:**

$$MV = P y$$

VI JORNADA MONETARIA – BANCO CENTRAL DE BOLIVIA – Julio 19, 2012

no se conoce en la literatura, no está en los libros de macroeconomía pero sí está en los escritos de Hayek y vale la pena comentarla. Lo que propone Hayek es mantener constante el ingreso nominal, la masa monetaria por la velocidad de circulación del dinero en todas las circunstancias.

Para entender bien qué quiere decir

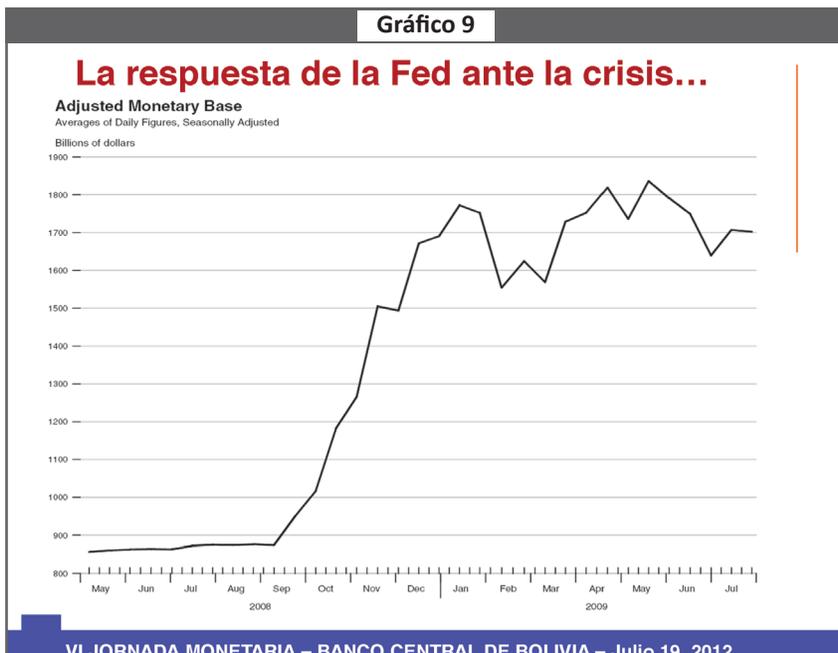
esto lo vamos a diferenciar con lo que Milton Friedman proponía en base a la teoría cuantitativa. Friedman decía que su objetivo principal es la estabilidad de precios. Entonces si la economía muestra que el PBI (*Producto Bruto Interior*) está subiendo en promedio un 3%, su regla monetaria nos dice, expandamos la oferta monetaria 3% cada año. De esa manera el nivel de precios va a estar estable. ¿Qué dice Hayek? Dice: dejemos caer P. Hoy los economistas están muy asustados por la deflación de precios en cualquier circunstancia. Si hay caída de precios, esto hay que evitarlo con todas las herramientas posibles. Hayek nos decía en “Precios y Producción” que el hecho de que no haya ningún peligro en que los precios caigan cuando la productividad sube, ha sido subrayado una y otra vez, por ejemplo por Marshall, Pierson, Lexis, Edgeworth, Taussig, Mises, Pigou, Robertson y Haberler, los economistas más prestigiosos de aquellos tiempos. Es decir, si hay aumentos de productividad no hace falta que expandamos la oferta monetaria para evitar que haya caída de precios. La caída de precios redundaría en un aumento del salario real: cuanto más bajo son los precios, los jubilados, los maestros, las clases menos favorecidas pueden comprar más cosas y su salario real crece. Esto es muy importante porque a lo largo de la década de los 90 hemos tenido lo que se conoce como la ‘Tercera Revolución Industrial’ o la ‘Era Digital’, con enormes incrementos de productividad gracias a las nuevas tecnologías, y sin embargo no hemos visto en el mundo caída de precios. En su lugar sí vimos aumento moderado de precios, una inflación en torno al 3% en Estados Unidos. ¿Qué quiere decir esto? El *inflation targeting*, o la inflación por objetivo de precios, indica que Estados Unidos no tiene problemas de precios porque estamos viendo que la inflación está controlada.

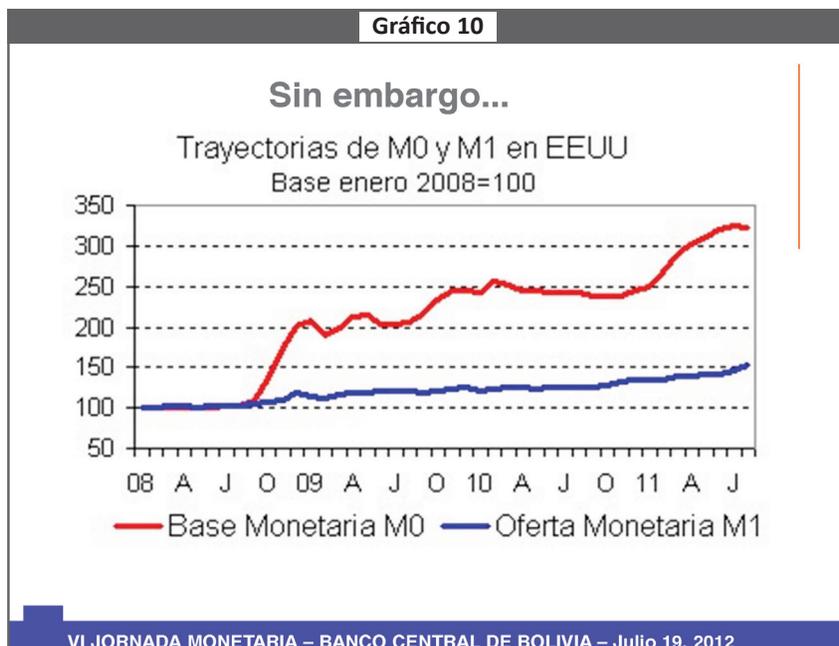
Sin embargo, como diría Hayek, hubo una enorme distorsión sobre precios relativos a lo largo de la década de los noventa, hubo una enorme inyección de moneda que no

se observó tanto en precios. Esa inyección de moneda fue alimentando una burbuja bursátil, una burbuja de las acciones de las empresas ‘Punto Com’ que terminó explotando el año 2001. No hubiéramos tenido la crisis del 2001 si se hubiera tendido a la Regla de Hayek.

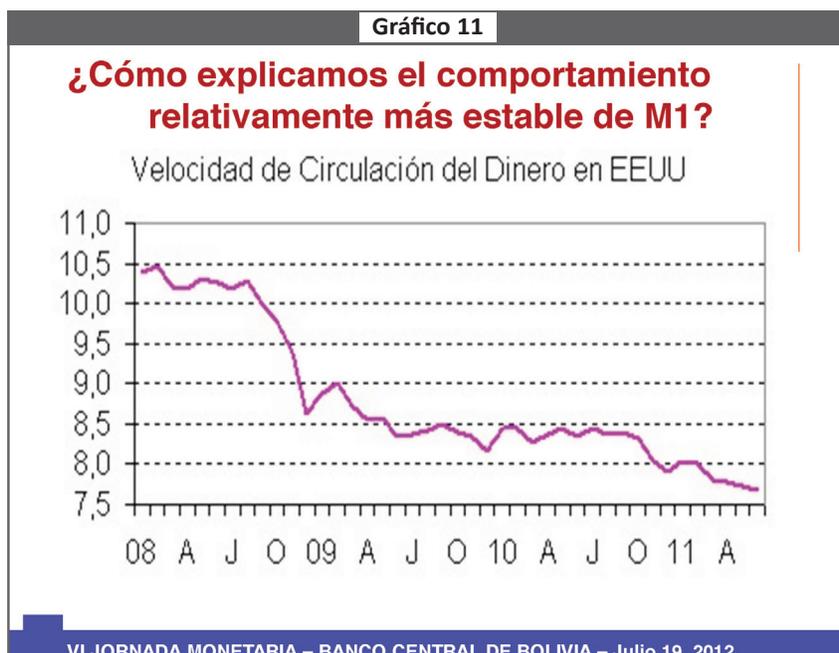
Ya vimos lo que ocurrió entre 1929 y 1933 cuando cayeron 10.000 bancos en la ‘Gran Depresión’. A partir de la observación de Hayek, si los precios caen por aumentos de productividad, se debe dejar que caigan; si los precios caen porque está cayendo la velocidad de circulación del dinero, entonces esto es una contracción secundaria del dinero y es totalmente diferente. Esto es lo que ocurrió hacia fines de la década del 20, de 1929 a 1933, y fue en definitiva lo que causó la Gran Depresión, el hecho de que la Reserva Federal mantuviera una política monetaria expansiva al comienzo que luego se revirtió. Hayek en este punto está de acuerdo con Friedman y está de acuerdo también con Keynes. Es decir, si bien se considera a Hayek como un autor ‘liquidacionista’ en relación a que hacia fines de la década del 20 había que dejar que el mercado ajuste, Hayek criticó esa medida y sostuvo al igual que Friedman que había que evitar la contracción secundaria del dinero para evitar la caída del sistema bancario.

¿Qué es lo que en definitiva viene haciendo la Reserva Federal? En el gráfico podemos ver que entre septiembre de 2008 y enero de 2009 la Reserva Federal inyectó una gran cantidad de dólares suficiente para duplicar su base monetaria (*Gráfico 9*) para evitar que la crisis sea como la de la Gran Depresión. Esta medida no tuvo un gran impacto sobre la inflación.





Si hoy vemos la inflación acumulada en los últimos 4 o 5 años es solamente del 7%. En el gráfico se observa que si bien la base monetaria “M0”, la línea roja crece muy fuerte, M1 está mucho más estable, la línea azul (*Gráfico 10*).

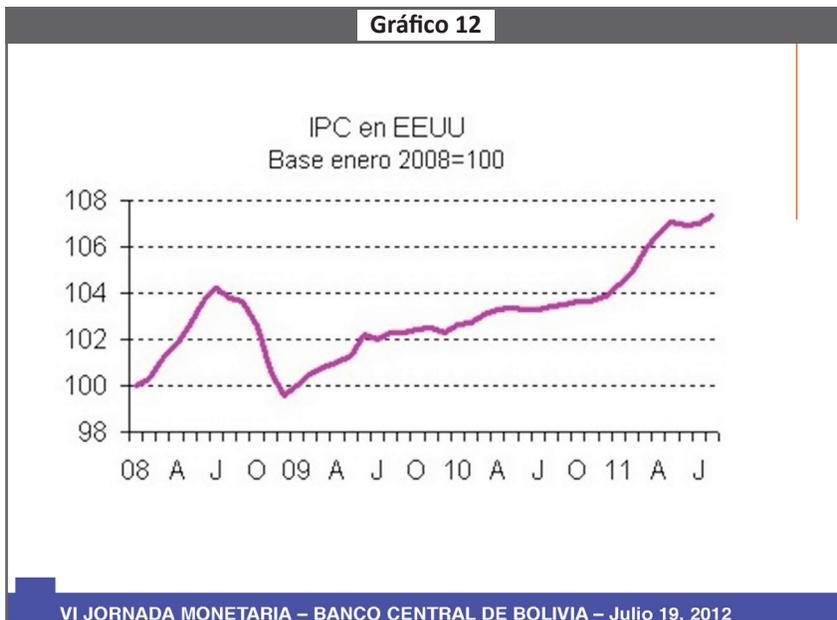


Esto ¿por qué?, porque si tomamos en cuenta la velocidad de circulación del dinero, la velocidad de circulación cayó muy fuerte (*Gráfico 11*). Entonces lo que hizo la Reserva Federal fue tratar de acompañar esa caída de la velocidad de circulación con aumento de base monetaria (MB).

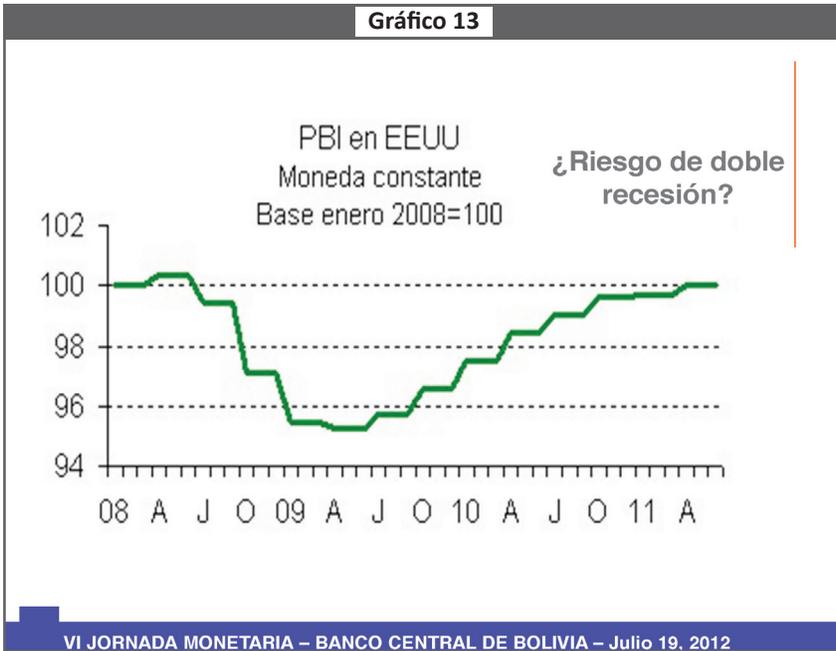
¿Se hizo lo que sugieren Friedman y Hayek? Sólo parcialmente, sí conceptualmente pero no en la práctica por dos problemas: primero cuantitativo, porque la expansión fue mucho mayor a la necesaria, había que expandir la base monetaria pero no duplicar la cantidad de dólares que había en el mundo; segundo, cualitativo, porque la Reserva Federal expandió la base monetaria impidiendo la caída del sistema financiero.

Si la gente va a buscar su dinero hoy, los bancos pueden responder. La Reserva Federal creó una nueva tasa de interés que paga a los bancos por mantener su dinero depositado en la Reserva Federal en lugar de prestarlo a las empresas para evitar un impacto inflacionario.

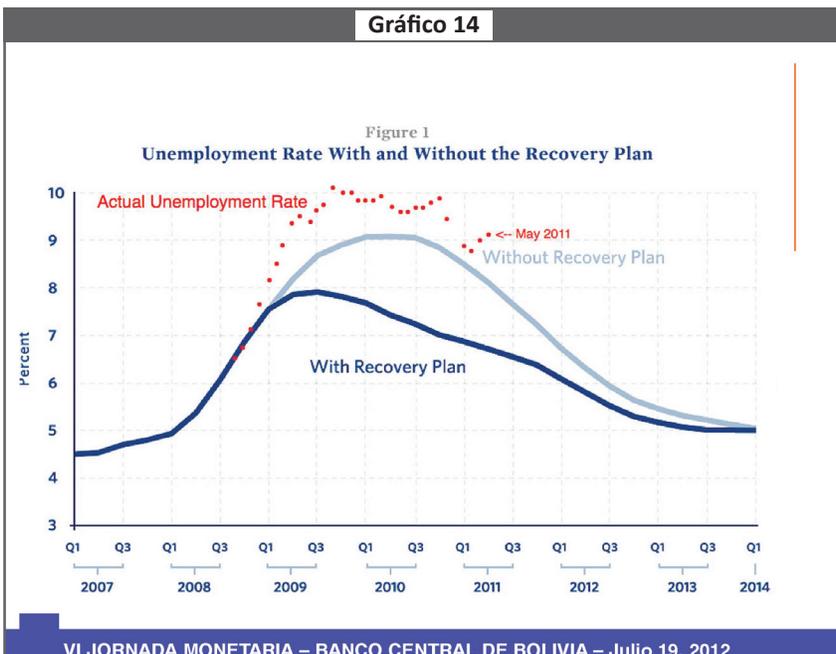
El siguiente gráfico muestra la evolución de los precios (*Gráfico 12*). Entre 2009 y 2012 se vio un incremento del 7%.



Se observa la recuperación de la economía entre inicios de 2009 y la actualidad, una recuperación a los mismos niveles del 2008 (*Gráfico 13*). En economía los tipos de crisis identificados son: en “L”, en la que caemos en crisis y seguimos en ella; en forma de “V”, donde la economía cae en crisis y se recupera y nos olvidamos de la crisis; o una crisis en “W”, donde la economía después del colapso, se recupera pero esa recuperación no es sostenible.



Luego se puede observar la creación de empleo (*Gráfico 14*). En su momento se presentó un proyecto al Congreso (*de Estados Unidos*) indicando que si no se hacía nada en materia de política económica, el desempleo iba a tener la curva celeste. En cambio, si

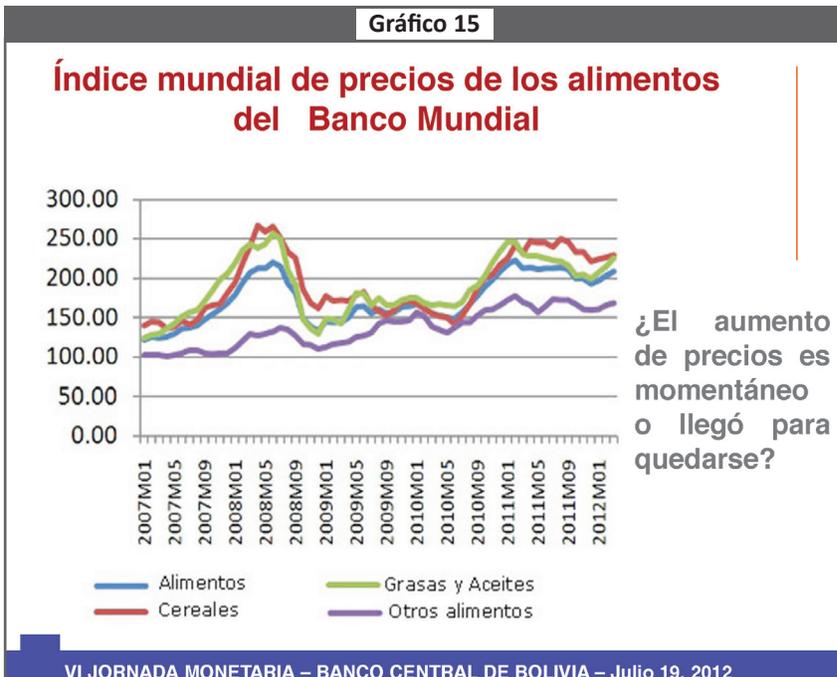




se tomaba los planes de recuperación y se creaba empleo entonces la curva iba a ser la azul. Se están sosteniendo políticas de creación de empleo y una política monetaria muy agresiva, con tasas de interés en torno al 0%.

¿Cómo impacta esto en América Latina? Entre 2003 y 2008 podemos ver cómo el índice de precios de productos básicos aumentó, es decir, los alimentos, las oleaginosas, las materias primas agrícolas, minerales y

metales, y el petróleo vienen aumentando en torno al 200%, 250%, 150% según sea el caso, pero a valores muy grandes, y debido a que forman parte de nuestro principal producto exportable, es lógico que América Latina viva un momento único donde se reduce la pobreza, las economías se desarrollan, más allá de las políticas que se están tomando (Tabla 1), (Gráfico 15).



Veo dos grupos de países con políticas diferentes: Chile, Uruguay, Perú, Colombia tomaron un camino; Argentina, Bolivia, Venezuela, tomaron otro camino al igual que Ecuador, y sin embargo los resultados son similares.

**Tabla 1**

**Índices de precios de productos básicos, 2003-2008 (2003 = 100)**

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Índice general	100	120	134	175	197	250
Alimentos	100	114	122	145	158	228
Oleaginosas	100	113	102	108	165	225
Materias primas agrícolas	100	113	118	136	151	185
Minerales y metales	100	141	178	285	321	352
Petróleo	100	131	185	222	246	353

Fuente: Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (Unctad).

**¿A qué se debe el aumento de precios de los commodities?**

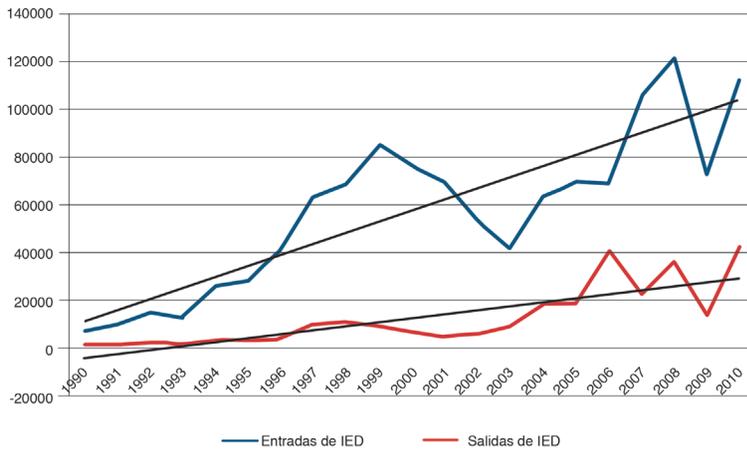
VI JORNADA MONETARIA – BANCO CENTRAL DE BOLIVIA – Julio 19, 2012

Vemos que las economías abiertas y las economías cerradas, las economías que reciben mucho capital extranjero, y las que reciben poco capital extranjero, todas están demostrando un desarrollo muy importante (Gráfico 16). Fíjense el 2007 América Latina creció el 5,6%, el 2008 al 4%, el 2009 casi todas sufrieron el impacto de la crisis global, el

2010 se recuperaron, el 2011 también, y en 2012 ya hay muchos recortes, seguramente el crecimiento va a ser peor que el del 2011 también producto de la crisis global como se mostraba antes (Tabla 2).

**Gráfico 16**

**¿Cómo impactaría en América Latina que la Fed suba la tasa de interés de corto plazo?**



VI JORNADA MONETARIA – BANCO CENTRAL DE BOLIVIA – Julio 19, 2012

Tabla 2

América Latina y el Caribe: tasas de crecimiento del PIB a precios constantes, 2007-2012<sup>a</sup>

## Cambio porcentual anual

	2007	2008	2009	2010 <sup>b</sup>	2011 <sup>c</sup>	2012 <sup>c</sup>
América Latina y el Caribe	5.6	4.0	-2.1	5.6	4.1	4.3
<b>América del Sur</b>	6.5	5.3	-0.3	6.3	4.5	4.8
Argentina	8.7	6.8	0.9	8.0	5.0	4.4
Bolivia (Estado Plurinacional de)	4.6	6.1	3.4	4.1	3.9	4.0
Brasil	6.1	5.1	-0.2	7.6	4.5	5.2
Chile	4.6	3.7	-1.5	5.0	6.0	4.5
Colombia	6.3	2.7	0.8	4.5	4.7	4.5
Ecuador	2.0	7.2	0.4	2.4	2.0	2.5
Paraguay	6.8	5.8	-3.8	9.4	5.0	5.0
Perú	8.9	9.8	0.9	8.5	5.5	5.7
Uruguay	7.5	8.5	2.9	8.0	4.5	3.9
Venezuela (República Bolivariana de)	8.2	4.8	-3.3	-1.8	2.0	3.0

## Recortes a las estimaciones de crecimiento de 2012

VI JORNADA MONETARIA – BANCO CENTRAL DE BOLIVIA – Julio 19, 2012

economías emergentes. Esa es la parte real. Pero también hay la parte nominal y es el hecho de que en el proceso de estímulo económico, la inyección de una gran cantidad de dinero por parte de Estados Unidos provoca que todos los activos en dólares suban, y esto incluye al oro, incluye al petróleo, e incluye a los alimentos. Esa es la parte que posiblemente se contraiga, y de hecho del 2003 al 2008 el aumento de precios fue muy importante, pero luego los precios comenzaron a caer muy fuerte con la crisis del 2009, luego se mantuvieron, después empezaron a subir de nuevo. Hoy en particular tenemos precios de soya muy altos por la mala cosecha que hay en Estados Unidos. Pero es difícil sostener que esos precios se van a mantener. Los países en América Latina tenemos que aprovechar una adecuada recaudación tributaria para tomar políticas de gastos mayores, porque si los precios de estos *commodities* caen, es muy posible que nuestras economías sean muy vulnerables a los impactos de los precios de estos *commodities*.

Respecto al posible escenario futuro de inflación en Estados Unidos y basados en el hecho de que cuando la inflación aumenta, generalmente la Reserva Federal sube la tasa de interés, se genera un debate: si Estados Unidos hoy sube la tasa de interés su economía volvería a caer en recesión. Entonces tiene una difícil cuestión ya que si la inflación se empieza a acelerar, algunos analistas sostienen que la política monetaria va a seguir siendo agresiva y la tasa de interés va a seguir en torno al 0%. Yo creo que no, que adoptarán una política de defensa de su moneda y que van a elevar las tasas de interés. Si esto ocurre, los capitales tenderán a abandonar nuestras economías y a concentrar su capital en Estados Unidos aprovechando las tasas de interés más altas. Ese abandono de capitales podrá llevar a que las entradas de inversión extranjera

¿A qué se debe el aumento del precio de los *commodities*? Ese es un punto al cual quiero prestarle mucha atención. Por un lado sabemos que China está produciendo los bienes y servicios que se consumen en todo el mundo. Eso explica una demanda real más grande y explica el aumento de precios de los *commodities*, los productos exportables de las

directa sean más leves y las salidas de capital sean enormes lo cual va a dejar a las economías emergentes mucho más vulnerables.

**Tabla 3**

**¿Quiénes reciben más IED?**

**América Latina**  
**INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA 2011**  
**(Millones US\$)**

Pais	2010	2011	Var. %
1 Brasil	48,506	66,660	37,4
2 México	20,208	19,440	-3,8
3 Chile	15,095	17,299	14,6
4 Colombia	8,899	13,234	91,8
5 Perú*	8,455	8,233	-2,6
6 Argentina	7,055	7,243	2,7
7 Venezuela	1,209	5,302	338,5
8 Panamá	2,350	2,790	18,7
9 Uruguay	2,483	2,528	1,8
10 Rep. Dom.	1,896	2,371	25,1
11 Costa Rica	1,466	2,104	43,5
12 Honduras	797	1,014	27,2
13 Guatemala	806	985	22,2
14 Nicaragua	508	968	90,6
15 Bolivia	672	859	27,8
16 Ecuador	157	386	145,9
17 El Salvador	117	385	229,1
18 Paraguay	228	149	-34,6

Fuente: CEPAL. Fuente: BCR  
Elaboración: Desarrollo Peruano

**Brasil, México, Chile, Colombia y Perú son las economías que más aprovechan la IED, pero también son los más expuestos al impacto de la doble recesión**

VI JORNADA MONETARIA – BANCO CENTRAL DE BOLIVIA – Julio 19, 2012

En este sentido, Brasil, México, Chile, Colombia y Perú son las economías que más están recibiendo capitales, son las más expuestas si bien están recibiendo y aprovechando más el capital extranjero, el resto de las economías, Argentina, Bolivia, estamos un poco menos vulnerables frente a esta situación porque recibimos menos capitales (Tabla 3).

¿Qué se puede hacer para mitigar los ciclos económicos? A mi juicio, toda América Latina, quizás exceptuando Chile que tiene un gasto público en torno al 18% del PBI, Argentina de 45% del PBI, en casi todos los países de América Latina hay reformas estructurales en torno al gasto público, esas reformas hay que hacerlas en momentos de auge, y este es el momento para tomar políticas de ajuste. En lugar de aprovechar los mayores ingresos tributarios provenientes de los *commodities* para expandir el gasto, hay que tomar medidas más ortodoxas hacia un ajuste del gasto.

Es muy importante que aprovechemos esta situación coyuntural tan positiva para alcanzar el equilibrio fiscal. Si ahora no alcanzamos el equilibrio fiscal, ¿qué va a pasar cuando este escenario tan positivo cambie, y de hecho estamos viendo que no es muy lejano?. Por supuesto que hay que crear un fondo anticíclico, aprovechar el momento de grandes recaudaciones tributarias y crear un fondo para hacer frente a los ciclos económicos. Por supuesto que hay que respaldar la oferta monetaria con una buena cantidad de reservas. Los bancos centrales en América Latina están aprovechando esto, como veíamos recién en otros gráficos en la presentación del Dr. Juan Alberto Fuentes. Los países están acumulando reservas y están fortaleciendo esta relación entre oferta monetaria y reservas lo cual es muy positivo para poder enfrentar lo que viene.

En materia de política monetaria hay 2 grandes respuestas. Una es la de Keynes y Samuelson, dos de los economistas más brillantes del siglo pasado, según quienes

debiéramos aplicar políticas discrecionales. En cada circunstancia se debe ver cuál es la mejor política para tomar. Muchos critican por ejemplo a Europa que no puede hacer frente a la situación que tiene porque no tiene herramientas de política monetaria. Argentina -Paul Krugman la ha puesto como ejemplo- el 2001 tuvo una crisis muy profunda y una caída del 10% del PBI. Todo el crecimiento que se ha logrado nos está permitiendo volver al nivel de 1998. Argentina el 98 comenzó una crisis, terminó el 2001-2002 muy mal, y luego devino la recuperación. Tuvimos décadas perdidas: la del 80, la del 90 y la del 2000. Entonces las devaluaciones puede que en cierto momento ayuden a la economía, ajusten los problemas y luego se empiece a crecer, pero ese crecimiento no es un crecimiento real, es simplemente un ajuste, una recuperación para volver a donde estábamos, y de hecho hoy en 2012, Argentina vuelve a tener el mismo problema de sobrevaluación cambiaria que teníamos en el año 2001-2002. Estamos con el mismo problema, se viene una nueva devaluación y vamos a volver a empezar un camino donde vamos a presentar muchísimos ciclos económicos si la economía en el largo plazo no crece.

Por eso que para España lo mejor que le puede pasar es tomar una política de *shock* radical, de ajuste, eliminar el déficit fiscal que no es sano. Si no es sano para nuestros hogares y nuestras economías individuales, no es sano para ninguna economía.

Diapositiva 12



**REFORMAS ESTRUCTURALES AL GASTO**

**EQUILIBRIO FISCAL      FONDO ANTI-CÍCLICO**

**RESPALDAR LA OFERTA MONETARIA CON  
UNA BUENA CANTIDAD DE RESERVAS**

¿QUÉ PUEDEN HACER LAS  
ECONOMÍAS EMERGENTES  
PARA MITIGAR UN NUEVO  
CICLO ECONÓMICO?

Muchos critican a la ortodoxia, pero ese es el mensaje: simplemente ajusten sus gastos a los ingresos tributarios, no se endeuden, no impriman moneda para financiar el gasto, nada más. Friedman y Hayek apuntaban a la arrogancia -el último libro de Hayek se titula "La Fatal Arrogancia"<sup>10</sup>- en el que criticaba a Keynes por pensar

que la economía se puede ajustar fácilmente. Existen diferencias tremendas entre Friedman y Hayek en materia de metodología y en reglas monetarias como veíamos recién.

Y por último James Buchanan, premio Nobel de Economía que nos deja con lo que quiero cerrar la presentación: aún si asumimos que los bancos centrales y



los gobiernos tienen la información necesaria para tomar decisiones adecuadas respecto de la tasa de interés y el tipo de cambio, que es lo que discuten Friedman y Hayek, aun si tuviéramos este conocimiento, se debe considerar que esta aplicación es difícil debido a varios factores como los políticos por ejemplo. Muchas gracias.

## APÉNDICES

### APÉNDICE A

#### Notas

1. Título y edición original: *"The Economic Consequences of the Peace"*, Harcourt, Brace, and Howe, Inc., 1919, New York.
2. *Journal*, palabra inglesa que significa Revista. Keynes fue editor de la revista *The Economic Journal*.
3. Título y edición original: *"A Tract on Monetary Reform"*, Macmillan and Co. Limited, 1923, London. Traducción del título: "Un tratado sobre reforma monetaria".
4. Título y edición original: *"A Treatise on Money"*, Macmillan and Co. Limited, 1930, London. Traducción del título: "Un tratado sobre el dinero".
5. Título y edición original: *"Preise und produktion"*, J. Springer, 1931, Wien. Título versión en inglés: *"Prices and production"*, Routledge, 1931, London. Traducción del título al español: "Precios y producción".
6. Título y edición original: *"Kapital und kapitalzins"*, Wagner, 1884, Wien. Título versión en inglés: *"Capital and interest"*, Macmillan and Co. Limited, 1890, London. Traducción del título al español: "Capital e interés".
7. Título y edición original: *"The General Theory of Employment, Interest and Money"*, Macmillan and Co. Limited, 1936, London. Traducción del título al español: "Teoría general de empleo, interés y dinero".
8. S&P es la abreviación de *Standard and Poors*, agencia de calificación de riesgo de Estados Unidos.
9. *"Dot-com enterprises"* fueron varias firmas que surgieron en la década de los 90 a través de internet por el impacto de este medio de comunicación y transmisión de datos.
10. Título y edición original: *"The Fatal Conceit: The Errors of Socialism"*, Routledge, 1988, London. Traducción del título al español: "La fatal presunción: los errores del socialismo".

## APÉNDICE B

### Glosario

#### Gráfico 1

- The relation between unemployment and the rate of change of money wage rates in the United Kingdom, 1861-1957 = La relación entre desempleo y la tasa de cambio de los salarios monetarios en el Reino Unido, 1861 – 1957.

#### Gráfico 4

- Rate of inflation = Tasa de inflación
- Rate of unemployment = Tasa de desempleo

#### Diapositiva 8

- Boom = Auge
- Bust = Caída
- Counterfactual = Contrafactual, opuesto a los hechos
- Loose fitting = Ajuste holgado

#### Gráfico 9

- Adjusted Monetary Base = Base monetaria ajustada
- Average of Daily Figures = Promedio de las cifras diarias
- Seasonally Adjusted = Estacionalmente ajustado

#### Gráfico 14

- Unemployment Rate With and Without the Recovery Plan = Tasa de desempleo con y sin el Plan de Recuperación
- Actual Unemployment Rate = Tasa de desempleo real o actual

## APÉNDICE C

### Referencias Bibliográficas

Buchanan, J., (1999). "Politics without Romance. A Sketch of Positive Public Choice Theory and its Normative Implications" en *The Collected Works of James Buchanan, Volume I The Logical Foundations of Constitutional Liberty*, Liberty Fund Inc., Indianapolis, United States.

Friedman, M., (1976). "Inflation and Unemployment", Nobel Memorial Lecture, December. Disponible en [http://www.nobelprize.org/nobel\\_prizes/economicssciences/laureates/1976/friedman-lecture.html](http://www.nobelprize.org/nobel_prizes/economicssciences/laureates/1976/friedman-lecture.html).

Phillips, A.W., (1958). "The Relation between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom, 1861 - 1957", *Económica*, 25 (100), pp. 283 - 299.

Taylor, J.B., (1993). "Discretion versus policy rules in practice", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, pp. 195-214.



## Ponencia 3

### Volatilidad macroeconómica y coordinación de políticas

Rolando Morales Anaya

Director Ejecutivo

Centro de Estudios Económicos y Sociales (CIESS-Econométrica)

Diapositiva 1

#### VOLATILIDAD MACROECONÓMICA Y COORDINACIÓN DE POLÍTICAS

Dr. Rolando Morales Anaya  
[www.ciess-econometrica.com.bo](http://www.ciess-econometrica.com.bo)  
Banco Central de Bolivia, 19 de Julio  
2012

Muy buenos días al Presidente del Banco Central, a las autoridades aquí presentes, a los estudiantes. Hay muchísimos estudiantes y creo que es un muy buen signo para esta Jornada y también para Bolivia.

La exposición que voy a hacer es en términos generales para toda América Latina, no es particularmente para un país determinado. Obviamente voy a poner énfasis en algunos aspectos que conciernen directamente a nuestro

país. La exposición se va a desarrollar en torno a tres ideas. La primera es la posibilidad de que estemos en presencia de un ciclo autodestructivo asociado al auge actual; explicaré qué es el ciclo y las políticas anticíclicas. La segunda idea que desarrollaré,

es la importancia del tipo de cambio en el ciclo actual. Y la tercera, la necesidad de políticas e instrumentos para evitar o amortiguar los efectos negativos del ciclo, y voy a hablar dos palabras sobre los presupuestos estructurados y los modelos de equilibrio general. Esas son las tres ideas globales sobre las que vamos a ir reflexionando.

Diapositiva 2

#### Tres ideas básicas serán desarrolladas en esta exposición

1. Posibilidad de un ciclo autodestructivo asociado al auge actual.
2. La importancia del Tipo de Cambio en el ciclo.
3. Necesidad de políticas e instrumentos (Presupuestos Estructurados y Modelos de Equilibrio General)

¿Cuáles son los temas que se han tratado en base a estas tres ideas? Hay un problema muy serio para América Latina, para algunos países más que para otros, que es el ingreso masivo de capitales, en muchos casos de corto plazo, una buena parte de ello es inversión de cartera. Este ingreso masivo se origina en la balanza comercial, en las remesas y

sobre todo en los flujos. Obviamente el ingreso masivo de capitales contribuye al auge actual pero lleva gérmenes importantes para una futura crisis.

Voy a hablar de las características de algunas de las políticas, de la coordinación necesaria que tiene que haber entre los ministerios de planificación, de hacienda y los bancos centrales, a través de sus instrumentos específicos como son los planes de desarrollo, los presupuestos nacionales y los programas monetarios. Corresponde decir que en varios países de América Latina, no solamente en Bolivia, tenemos un problema muy serio de coordinación entre el gobierno central y los gobiernos subnacionales, tenemos presupuestos públicos estancos, algo que está perjudicando muchísimo a todas nuestras economías.

Existe la necesidad de hacer coordinación entre países. Tiene que haber algún nivel de concertación porque caso contrario todos vamos a salir perdiendo. Tiene que haber también concertación entre países en materia monetaria y cambiaria porque si bien muchos de los países pensamos que estamos manteniendo nuestro tipo de cambio real constante, en realidad parecería que estamos apreciando nuestras monedas en bloque con relación a otros lugares del mundo. También menciono la necesidad de coordinar con organismos internacionales.

Algunas palabras sobre la situación actual de América Latina. Los últimos 10 años constituyen una década de oro para América Latina, quizás duren otros 10 años más. No soy un economista pesimista que piensa que todo se va a acabar de un día para el otro, creo que esta situación puede todavía durar bastante. ¿Cómo se ilustra este auge? A través del crecimiento económico en la mayor parte de los países de la región

Diapositiva 3

## Temas a tratarse

- PROBLEMA

- Ingreso masivo de capitales (BC, Remesas, flujos).
- Contribuye al auge pero lleva gérmenes de crisis.

- POLÍTICAS

- Características de las políticas.
- Coordinación entre los Ministerios de Planificación, Hacienda y Banco Central. A través de sus instrumentos: Plan de Desarrollo, Presupuesto Nacional y Programa Monetario.
- Coordinación entre gobierno central y gobiernos subnacionales.
- Coordinación entre países (comercial, monetaria y cambiaria).
- Coordinación con organismos internacionales

## Diapositiva 4

## Panorama económico (Auge)

- Los últimos 10 años constituyen una década de oro
  - Crecimiento en la mayor parte de los países de la región,
  - Control del déficit en Cuenta Corriente de Balanza de Pagos y del déficit fiscal.
  - Reducción de la deuda externa,
  - Acumulación de reservas internacionales
  - Disminuyó el desempleo y aumentó la tasa de participación laboral.
  - La pobreza y la desigualdad disminuyeron .
  - **Ingreso masivo de capitales.**
- Los países no mostraron igual desempeño; los más favorecidos fueron los del sur mientras que los menos favorecidos fueron los de Centro América, el Caribe y México.

salvo en algunos del Caribe. Hay control del déficit en cuenta corriente de balanza de pagos y del déficit fiscal, que se han mantenido en niveles adecuados y manejables; hay reducción de la deuda externa; hay acumulación de reservas internacionales; disminuyó el desempleo y aumentó la tasa de participación laboral;

la pobreza y la desigualdad también disminuyeron; y una de las características fundamentales de esta época es el ingreso masivo de capitales por diferentes conceptos. Claramente esta situación de auge no ha favorecido a todos los países por igual. Los más desfavorecidos fueron los de Centroamérica, El Caribe y también sorprendentemente México.

¿Cuáles son los desafíos en el corto plazo? La apreciación de las monedas locales

## Diapositiva 5

## Desafíos en el corto plazo (declive)

1. Apreciación de las monedas locales.
2. Expansión de la base monetaria. Excedentes de liquidez susceptibles de generar inflación.
3. Bajo nivel de tributación interna. Alta contribución del sector externo a la formación de los ingresos públicos. Presupuestos públicos estancos y dificultad de consolidarlos.-
4. Dificultad de lograr políticas de estado consensuadas entre fuerzas políticas y sociales mirando a futuro.
5. Peligro de crisis financiera, consecuente a algún shock, por el descalce de monedas y de tiempos en contextos de débil regulación.

que en algunos países es muy preocupante. Segundo, una expansión de la base monetaria: con la entrada masiva de capitales una buena parte de éstos se ha convertido en reservas internacionales y como contraparte de las reservas internacionales, en base monetaria, lo que ha dado lugar a una expansión monetaria. No

solamente la expansión de la base monetaria tiene ese efecto, sino también otro tipo de fenómenos. Es preocupante porque ese es el germen de inflación.

Tercero, bajo nivel de tributación interna. La contribución del sector externo a las finanzas públicas es enorme. Si en algún momento hubiese algún problema en el sector externo, entonces las finanzas públicas serían las más perjudicadas debido a que los niveles de tributación interna son relativamente bajos. Uno de los problemas serios es el de los presupuestos públicos estancos. En el caso de Bolivia por ejemplo, tenemos que algunos de los gobiernos subnacionales, alcaldías, tienen excedentes sumamente importantes mientras que el gobierno central está en una situación relativamente delicada.<sup>1</sup>

Cuarto, dificultad de lograr políticas de Estado consensuadas entre fuerzas políticas y sociales mirando a futuro. Cuando hablemos más adelante acerca de lo que es un ciclo vamos a entender que se necesita consensuar políticas de Estado, lo que resulta bastante difícil en la mayor parte de los países de la región.

Y el quinto es un peligro de crisis financiera, consecuente con algún *shock*, por el descalce de monedas en los países y descalce de tiempos en contextos de una débil regulación.

Mirando a largo plazo, ¿qué efectos se puede tener con relación a la apreciación cambiaria o la 'enfermedad holandesa'? La mayor importancia que toma el sector de recursos naturales posterga el desarrollo manufacturero (en Brasil se denomina la 'primarización' de la economía). Estamos abandonando el

Diapositiva 6

## Mirando al largo plazo

- a) La mayor importancia que toma el sector de recursos naturales posterga el desarrollo manufacturero, la formación de capital humano, la expansión del empleo de trabajadores calificados y desincentiva la innovación,
- b) La apreciación monetaria incentiva las importaciones haciendo posible sustituir parte de la producción nacional,
- c) La reversión de las inversiones extranjeras en portafolio, que son importantes en algunos países grandes (Brasil, México), puede provocar una crisis muy seria en toda la región.

Estos factores asociados al auge actual pueden estar al origen de una recesión posterior. No obstante la bonanza, algunos países aumentaron sus coeficientes de inversión sólo en pequeña cuantía (Bolivia, Brasil, México).

desarrollo manufacturero para ocuparnos del sector primario de la economía y con ello vamos a descuidar poco a poco la formación de capital humano, la expansión del empleo de trabajadores calificados y todo esto desincentiva la innovación. Sacar minerales debajo de la tierra no necesita mayor sapiencia, en consecuencia los países que explotan minerales no tienen intereses en promover el conocimiento.<sup>2</sup>

La apreciación monetaria incentiva las importaciones pero lo grave es que estas importaciones pueden ser sustitutivas de la producción nacional, es un fenómeno que se está dando en toda América Latina. Uno de los expositores señaló que a pesar del gran auge de las exportaciones, la mayor parte de los países tienen resultados en balanza comercial muy pequeños o incluso déficits, resultados negativos o positivos muy pequeños, ¿por qué?, porque al mismo tiempo que estamos exportando mucho, estamos importando mucho, sobre todo productos manufactureros que pueden frenar el desarrollo de la manufactura en América Latina.

Tercero, la reversión de las inversiones extranjeras en portafolio, que son importantes en algunos países grandes, puede provocar una crisis muy seria en toda la región. Por otra parte, algunos países de América Latina, estamos invirtiendo muy poco.<sup>3</sup> Es verdad que en esta situación de auge las inversiones han crecido en todos los países, pero con relación al Producto Interno Bruto (*PIB*), el cociente de inversión es extremadamente bajo, de tal forma que no permite pensar que el desarrollo va a ser sostenible.

Algunas pocas palabras con relación a este tema de la volatilidad y los ciclos. Normalmente cuando hablamos de estos temas, nos referimos a que la economía

Diapositiva 7

## Ciclos autodestructivos

- Ejemplos:
  1. Ingreso de capitales (auge) seguido de la enfermedad holandesa (crisis).
  2. Boom inmobiliario (auge) seguido de una crisis financiera (auto destrucción).
  3. Crisis internacionales

puede tener una tendencia estructural que se aprecia en la línea recta del gráfico, representado básicamente por la función de producción que depende del capital, del trabajo y de otras variables más.

Un ciclo económico es autodestructivo si después de un período de auge viene un período de recesión

provocado precisamente por las variables que dieron lugar al auge. Un ciclo normalmente en los cursos de estadística, se lo caracteriza por la amplitud, es decir por la distancia que puede separar el punto máximo del ciclo de su tendencia, y también por la duración. Entonces las políticas anticíclicas están orientadas ya sea a disminuir la amplitud del ciclo, o a aumentar la duración del ciclo de manera que no se sienta demasiado fuerte los efectos. Pero también hay otra característica especial que es la forma del ciclo. Es decir, los países mediante sus políticas lo que desearían hacer es un “aterrizaje suave”. Pero tenemos una serie de problemas cuando hablamos de ciclos porque no siempre es

Diapositiva 8

## Políticas anti-cíclicas

- Las políticas anti-cíclicas están orientadas a modificar la amplitud, la duración y/o la forma del ciclo además de buscar proteger a los grupos vulnerables y/o a los sectores estratégicos. Las propuestas orientadas a distribuir en el tiempo ganancias y pérdidas buscan disminuir la amplitud y lograr un aterrizaje suave, posiblemente en un periodo mayor.

fácil distinguir cuándo están presentes, cuándo estamos frente a un ciclo, o cuándo estamos frente a la respuesta a un estímulo determinado. Por ejemplo, un estímulo determinado puede ser la introducción de innovaciones en el sector productivo que pueden durar un cierto tiempo, que pueden provocar además una modificación en la tendencia, pero que

no llevan ningún germen de autodestrucción. En cambio en el caso del auge que se vive en la región, plasmado en una apreciación de las monedas locales puede llevar precisamente a una autodestrucción. Es el caso también de las crisis inmobiliarias. Son crisis que se caracterizan por el auge y luego llevan a una crisis extremadamente fuerte.

Inicialmente vamos a separar, por cuestiones didácticas, la influencia que puede tener

Diapositiva 9

## Incidencias de la Balanza de Pagos (dominancia)

- **Hecho estilizado**
- Ingreso masivo de capitales
- **Variables asociadas**
- Apreciación del tipo de cambio
- Ahorro externo, inversión, PIB
- Importaciones sustitutivas, PIB
- $\Delta$  Base Monetaria =  $\Delta$ reservas internacionales
- $\Delta$ Masa Monetaria =  $m\Delta$ Base monetaria
- Inflación
- Tasas de interés

la balanza de pagos en el crecimiento y en las variables monetarias. Después voy a hablar sobre cómo estas variables monetarias pueden tener influencia en el crecimiento y en la balanza de pagos. Al terminar la exposición vamos a combinar estos aspectos porque no son dominios estancos, no son dominios separados.

Hoy en día se considera zanjado el debate acerca de si debe haber dominancia fiscal o dominancia de balanza de pagos. Lo más importante en estos momentos de la historia es la balanza de pagos y los efectos que pueda tener dentro la economía. Entonces el hecho fundamental que nos preocupa es el ingreso masivo de capitales. ¿Cuáles son las variables asociadas a este fenómeno? Son la apreciación del tipo de cambio y el ahorro externo. Una buena parte de los países, incluyendo Bolivia, tenemos excedentes importantísimos en cuenta corriente de balanza de pagos, lo que significa que tenemos un ahorro externo importante y eso puede tener una incidencia significativa en los niveles de inversión y obviamente en el crecimiento. Puede o no tener dicha incidencia; si no la tiene incidirá entonces en las variables monetarias.

La apreciación del tipo de cambio o cómo se conduzcan las cuentas de balanza de pagos va a incidir en las importaciones. Como ya mencionaba, hay muchas importaciones que son sustitutivas de la producción nacional. El incremento de las reservas internacionales se plasma en un incremento de la base monetaria. En este incremento de la base monetaria está la base de un incremento de la masa monetaria, aunque la masa monetaria también puede crecer por otras razones. En el caso de Bolivia es absolutamente impresionante el crecimiento de la masa monetaria.<sup>4</sup> Todo ello puede tener una incidencia importante en inflación y obviamente en las tasas de interés. Estos serían los principales efectos de las variaciones en balanza de pagos.<sup>5</sup>

Acerca de los problemas con el presupuesto público, el tipo de cambio incide en el ingreso; ¿por qué? porque como se mencionó, una parte muy significativa del ingreso público proviene de las actividades de exportación, alrededor de una tercera parte de los ingresos fiscales. La inflación incide en el gasto, obviamente cuando hay inflación los empleados, los trabajadores piden incrementos salariales, suben los precios de los diferentes suministros, e incide en el gasto; la expansión monetaria y el tipo de cambio inciden en la inflación. Todas estas variables incidirán finalmente en la inversión pública y ésta en el PIB. El gasto público va a incidir en el PIB por el lado de la demanda y va a incidir en la inflación.

#### Diapositiva 10

### Problemas con el presupuesto público

- El tipo de cambio incide en el ingreso; la inflación incide en el gasto; la expansión monetaria y el tipo de cambio inciden en la inflación.
  - Inversión Pública, PIB
  - Gasto público, demanda, PIB, inflación.
- Inflexibilidad del gasto en épocas de crisis.
- Déficit =  $\Delta$ deuda externa o  $\Delta$ crédito BC o  $\Delta$ deuda con el público.
- Deuda externa, Balanza de Pagos.

Tenemos algunos problemas serios que ya les he mencionado. En épocas de auge los países tienden a gastar más, pero después cuando viene la crisis, cuando ya no hay auge es muy difícil disminuir el gasto público. Por ejemplo, si ha habido aumentos de sueldos o ha habido subsidios, eso es bien difícil cortar posteriormente y ajustar a la realidad presente. Entonces, el déficit que pueda tener el sector público va a incidir en la balanza de pagos, puede aumentar la deuda externa, puede aumentar el crédito que dan los bancos centrales al sector público o en su defecto el déficit también puede ser financiado por una deuda con el sector privado y eso puede significar menor inversión del sector privado y consecuentemente menor crecimiento.

La política económica para tratar estos posibles efectos que se pueda observar dentro del ciclo es administrar el ciclo provocado por el ingreso masivo de moneda extranjera. Por cuestiones didácticas voy a mencionar el tipo de políticas que podrían manejarse desde los ministerios de planificación, desde los bancos centrales, desde los ministerios de hacienda.

Diapositiva 11

## Políticas económicas en un ambiente de volatilidad

- **Problema**
- Administrar el ciclo provocado por el ingreso masivo de moneda extranjera.
- **Operadores:**
  - Ministerio de Planificación : Plan de desarrollo.
  - Ministerio de Hacienda: Balance Fiscal.
  - Banco Central: Programa Monetario (BP y BM).
  - El público en general.

La primera pregunta que podemos hacer es si a partir de los ministerios de planificación se pueden diseñar políticas de crecimiento que puedan amortiguar la fase autodestructiva del ciclo generada por el ingreso de divisas. Hay mucha polémica al respecto, muchos dicen que eso es imposible, no hay que mezclar cosas, no se

puede pensar en estabilizar la economía y crecer al mismo tiempo. Hay sugerencias de sentido común que se podrían hacer para que se pueda crecer al mismo tiempo que se trata de estabilizar. La primera es aumentar la productividad de los factores de producción; la segunda, aumentar la inversión a fin de cerrar la brecha entre ahorro e inversión. Aquí estoy pensando muy específicamente en Bolivia: el ahorro es gigantesco y la inversión es bajísima, el ahorro está alrededor de 26% del PIB, la inversión llega solamente a 17%, y en consecuencia necesitaríamos políticas que permitan movilizar el ahorro hacia la inversión.<sup>6</sup> Pero además necesitamos pensar, cuando estamos hablando de políticas anticíclicas, en acortar los periodos de maduración de las inversiones. Hay inversiones que son importantes, sobre todo

inversiones públicas en carreteras, en obras de infraestructura pero cuyo período de maduración es demasiado largo. Habría que pensar en inversiones con periodos de maduración r e l a t i v a m e n t e cortos. Otro tema que es importante, es diversificar la producción. Si exportamos uno o dos productos, cuando haya una crisis externa

vamos a sufrir demasiado, necesitamos diversificar nuestra producción. A veces me preguntan “¿usted qué sector aconsejaría que desarrollemos más?” La respuesta es: ninguno. Hay que diversificar la economía, cuantos más productos podamos producir mejor nos va a ir ya que tiene efectos redistributivos, sociales. Con este tipo de medidas lo que estamos tratando de amortiguar son los efectos de la ‘enfermedad holandesa’. Pero tenemos algunas restricciones importantes: i) para aumentar la productividad de los factores se necesita tiempo, esto se podría lograr en unos 10 años más o menos, pero justamente ya tenemos 10 años de auge y quizás tengamos otros 10 años más, entonces sí tenemos espacio para pensar que podemos hacer cosas para aumentar la productividad de los factores de producción. Pero estamos con retraso, no lo hemos hecho hasta ahora, quizás lo hagamos de ahora en adelante.

#### Diapositiva 12

1. EL PLAN DE DESARROLLO: ¿Hay políticas de crecimiento que puedan amortiguar la fase autodestructiva del ciclo generado por el ingreso de divisas?

##### • Objetivos de política

- Aumentar la productividad de los factores de producción.
- Aumentar la inversión a fin de cerrar la brecha entre ahorro e inversión.
- Acortar los periodos de maduración de las inversiones.
- Diversificar la producción.

##### • Efectos buscados

- Amortiguar los efectos de la enfermedad holandesa, disminuir la vulnerabilidad externa, aumentar los ingresos fiscales y facilitar el control de la expansión monetaria.

#### Diapositiva 13

### Restricciones

- Desde los primeros años del presente siglo, se inició el periodo de bonanza de América Latina y estima que el ciclo en su fase ascendente durará todavía varios años más. Es un periodo suficiente largo para lograr algunos cambios estructurales orientados a facilitar el crecimiento. Pero...
  - Inicio rezagado.
  - Dificultad de estimar la duración del ciclo.
  - Temor que sea corto o termine abruptamente.
  - Ciclos políticos.
  - Dificultad de concertar con compartimentos estancos.
  - Dificultad de concertar entre países.

Sin duda los operadores de política económica se enfrentan a algunos problemas difíciles de resolver. El primero es la dificultad de estimar la duración del ciclo ¿cuánto tiempo más va durar este ciclo? Y acompañando esa pregunta existe el temor que el ciclo sea corto o termine abruptamente. Hay colegas que dicen que mañana se acaba el ciclo porque la economía de China está creciendo a un ritmo menos acelerado, entonces eso siembra cierto temor y la gente no quiere arriesgar demasiado. Los ciclos políticos en América Latina duran entre 4 y 6 años y si no logramos consensuar las políticas de Estado va a ser bien difícil enfrentar un ciclo que dure 10 o 20 años. También hay dificultad de concertar con compartimentos estancos y la dificultad también de concertar entre países.

Los bancos centrales en general tienen como objetivo primario controlar la inflación y para ello tienen como instrumentos algunas variables de balanza de pagos y variables monetarias: control de la base monetaria -¿cómo operan los bancos centrales?- básicamente a través del control de las Reservas Internacionales y el control del Crédito Interno Neto; además pueden intervenir modificando el tipo de cambio a través de la oferta de divisas. Esto puede tener sus incidencias en las Reservas Internacionales, en las importaciones, en el PIB, en el tipo de cambio real.

Los bancos centrales también pueden emitir bonos y letras ya sea del banco central directamente o ya sea a nombre del Estado. Esto es peligroso en realidad para el crecimiento de la economía porque cuando hace eso el banco central está captando recursos que podrían servir para la inversión del sector privado.<sup>7</sup> También se requiere que los bancos centrales se encarguen de la emisión de bonos y letras para evitar que los Estados pidan créditos a los bancos centrales. Adicionalmente, los bancos centrales pueden realizar un control del crecimiento, de la expansión de

la masa monetaria a través de políticas de tasas de interés de referencia, del encaje legal procíclico, etc., sin embargo, aquí se plantea a veces una gran incompatibilidad cuando no hay la necesaria coordinación. Por un lado los Estados están expandiendo su gasto en forma significativa y por otro lado los bancos centrales están tratando de

**Diapositiva 14**

## 2. Objetivos de política del Banco Central

- Objetivo: Controlar la inflación.
- Instrumentos: Variables de BP y variables monetarias.
- Control Base Monetaria ( $\Delta RIN$ ,  $\Delta CIN$ ).
  - a) Tipo de cambio ( $RIN$  y  $\Delta RIN$ ; importaciones, PIB; tipo de cambio real).
  - b) Emisión de bonos y letras del BC (captación de ahorro privado; inversión).
  - c) Emisión de bonos y letras para evitar el  $\Delta CIN$ .
- Adicionalmente, control de la Masa Monetaria: Tasas de interés de referencia; encaje legal procíclico (costo del dinero, inversión).
- Problema de compatibilidad: expansión del gasto público corriente y control de la expansión monetaria. Agenda de la inversión pública y control monetario. Objetivos de crecimiento del Plan de Desarrollo.

absorber masa monetaria o de frenar el crecimiento de dinero. Son dos estrategias que son en principio incompatibles entre sí. ¿Cuál es la correa de transmisión, qué es lo que junta a estos tres sectores, al sector real, externo y fiscal? Es básicamente el tema del valor de la divisa. Esa es la correa de transmisión sobre la que habría que poner el máximo interés y cuidado.

Tenemos tres componentes de la demanda de divisas: la tesorerización o demanda por precaución, las operaciones de comercio exterior y el balance fiscal. Los Estados deben dinero al exterior, deben divisas y en consecuencia hay un tipo de cambio que es conveniente o no según sea el balance en dólares, los ingresos en dólares y los gastos en dólares. Además tenemos tres componentes de la oferta de divisas: por un lado están las exportaciones, por otro lado los flujos de capital -que como les decía representan entradas millonarias en América Latina- y las intervenciones de los bancos centrales. Entonces, el precio de la divisa se fija a través de la demanda y oferta, estos flujos de capital tan grandes que entran inciden a que tengamos precios bajos de la divisa y una apreciación del tipo de cambio local.

El otro tema delicado, aunque no quisiera entrar en ese detalle, es ¿cómo se calculan los tipos de cambio real? Hay diferentes metodologías y podemos hacer muchas críticas a todas las metodologías existentes y decir que no hay una forma adecuada de cálculo. Pero hay un problema latente con la apreciación de los tipos de cambio debido a los factores mencionados sin lugar a duda. Hay interacciones delicadas entre estas variables. A mayor dolarización hay mayor inflación porque la inflación es un impuesto sobre la moneda nacional, sobre los que tienen activos en moneda nacional, y los que no los tienen se liberan de este impuesto inflación. En consecuencia cuando los Estados se benefician de la inflación, prestando se dinero de los bancos centrales, obviamente están carcomiendo el poder de compra solamente de algunos y en consecuencia la tasa de imposición debe ser mayor. Y a mayor inflación, la gente trata de dolarizar sus activos monetarios. En consecuencia los bancos centrales

#### Diapositiva 15

### Correa de transmisión: Precio final de la divisa.

- **Incidencia del tipo de cambio en el Balance Fiscal. También en el Balance del sector privado.**
- Tres componentes de la demanda de divisas:
  - Comercio exterior
  - Balance Fiscal
  - Demanda de tesorerización/precaución
- Tres componentes de la oferta de divisas:
  - Exportaciones
  - Flujos de capital
  - Intervenciones del Banco Central
- Composición de los activos monetarios; mayor dolarización=mayor inflación / mayor inflación=mayor dolarización).
- **Tipo de cambio y expansión monetaria inciden en la inflación y ambos inciden en el presupuesto fiscal y en la Balanza de Pagos.**

no siempre pueden manejar adecuadamente el tipo de cambio, salvo en una circunstancia especial que es la que estamos viviendo ahora en la región, donde los bancos centrales pueden resultar ser los oferentes más importante de divisas,

**Diapositiva 16**

### 3. Política Fiscal

- Mantener bajo control el déficit.
- Invertir para crecer sin desplazar a la inversión privada.
- Mantener bajo control el gasto corriente.
- Mejorar la calidad del gasto público.
- Superar el problema de la existencia de compartimentos estancos.
- Aumentar la Recaudación interna. ¿ensanchamiento de la base tributaria?, ¿alícuotas procíclicas?).

dominando el mercado cambiario. Pero si hubiese algún *shock* externo grave, esto podría cambiar y llevar a una situación de crisis.

La política fiscal tiene como objetivo mantener bajo control el déficit, invertir para crecer sin desplazar a la inversión privada.

Dentro de los objetivos de política fiscal está mantener bajo control

el gasto corriente, mejorar la calidad del gasto público -algo sumamente importante- superar el problema de la existencia de compartimentos estancos, y aumentar la recaudación interna. Sobre esto hay mucho que decir, todo el mundo comenta *“hay que ensanchar la base tributaria, los informales no pagan impuestos”*. Pero en realidad a los Estados no les conviene cobrar impuestos a la gente pobre, cobrarles

cuesta mucho dinero con relación a lo que se puede recaudar. Entonces la idea de ensanchar la base tributaria es en parte una quimera. Se han dado sugerencias que son interesantes pero no sé si políticamente son aceptables, acerca de que las alícuotas de impuestos, por ejemplo del IVA (*Impuesto al Valor Agregado*) sean

**Diapositiva 17**

### La fase destructiva del ciclo

- Puede desencadenarse por:
  - Mayor apreciación de las monedas locales.
  - Reversión de los flujos de capital.
  - Caída de los precios de exportación de las materias primas que América Latina exporta.
  - Deterioro de las expectativas con relación a la inflación y al tipo de cambio.
  - Conflictos distributivos.
  - Efectos de los anteriores fenómenos en el balance fiscal y en el crecimiento.

flexibles: cuando estamos en periodo de auge se debiera aumentar el impuesto ya que todos estaríamos ganando más, los empresarios, los comerciantes por lo que la idea es aumentar para que el Estado también se beneficie de esas ganancias. Y en períodos de declive, de recesión, disminuir los impuestos. Al respecto hay diferentes propuestas, diferentes ideas.

¿Por qué podemos pensar que esta situación de auge podría acabarse algún rato? Podemos entrar en una fase destructiva del ciclo por mayor apreciación de las monedas locales, por la reversión de los flujos de capital. Otra razón es la caída de los precios de exportación de las materias primas que América Latina exporta, así como el deterioro de las expectativas con relación a la inflación y al tipo de cambio. Las expectativas son muy importantes. Hay momentos de auge y hay también momentos de conflictos distributivos importantes. Los diferentes sectores de la economía quieren tomar una parte mayor o menor de esta abundancia que estamos viviendo y los conflictos distributivos a veces son muy difíciles de manejar. Y el efecto de los anteriores fenómenos, en el balance fiscal y en el crecimiento.

En suma, cada operador busca en su dominio respectivo crecer más rápido -los planes de desarrollo tratarían de buscar eso- los bancos centrales van a tratar de controlar la inflación, los ministerios de hacienda van a controlar el déficit fiscal y la deuda pública, y la gente va a querer mejorar sus condiciones de vida. Compatibilizar estos objetivos es difícil.

#### Diapositiva 18

### En suma...

- Cada operador busca, en su dominio respectivo:
  - Crecer más rápido (Plan de Desarrollo).
  - Controlar la inflación (Banco Central)
  - Controlar el déficit fiscal y la deuda pública (Ministerio de Hacienda).
  - Mejorar las condiciones de vida (público)
- Compatibilizar estos objetivos es una tarea difícil.

Hay algunas sugerencias para tratar de manejar en conjunto todas estas variables. Una de estas sugerencias, que está muy de moda actualmente en América Latina y que fue lanzada inicialmente por Chile, son los llamados 'presupuestos estructurados', que buscan repartir en el tiempo beneficios y riesgos, respetando topes de inflación y límites al endeudamiento externo. Es decir, tratan de lograr que el auge que se tiene en estos momentos sirva también para hacer frente el momento de declive. Pero la matemática de estos presupuestos estructurados es bastante

Diapositiva 19

## Propuestas de compatibilización: Los Presupuestos Estructurados.

- Se trata de una propuesta de corto plazo.
- Requiere:
  - Coordinación en 5 niveles.
  - Buen manejo de instrumentos de pronóstico.
  - Margen para la política fiscal.
  - Margen para el control del tipo de cambio.
  - Eficiencia y disciplina en las instituciones públicas.
  - Eficiencia y solidez del sistema financiero.

Pionero: Chile

compleja porque se trata de determinar la tendencia del crecimiento en base a funciones de producción, ver cómo se pueden adecuar las distintas variables que hemos mencionado, tipo de cambio, tasas de interés, etc., de manera que los balances fiscales no sean muy elevados, sean positivos pero además que no perjudiquen la

tendencia de crecimiento de la economía. Es sumamente importante que todas estas variables finalmente nos den un panorama de crecimiento en torno a la tendencia esperada del PIB. Por lo tanto, mediante este instrumento se trata de determinar los niveles de algunas variables que tienen que ver con balance fiscal, balanza de pagos y dinero, de manera que los balances fiscales efectivos en un intervalo de tiempo multianual sean lo más próximos posibles a una trayectoria ideal bajo restricciones.

Diapositiva 20

## Presupuestos estructurados

- Buscan repartir en el tiempo beneficios y riesgos respetando topes de inflación y límites al endeudamiento externo.
- Tratan de determinar los niveles de algunas variables que tienen que ver con el balance fiscal, balanza de pagos y dinero de manera que los balances fiscales efectivos en un intervalo de tiempo multi-anual sean lo más próximos posibles a una trayectoria ideal bajo restricciones.
- La elaboración de esa trayectoria requiere el concurso simultáneo de los Ministerios de Hacienda, Planificación y del Banco Central.
- La optimización tiene un carácter adaptativo, requiere el uso de las técnicas de programación convexa y los resultados que arroja pueden ser de difícil comprensión para los tomadores de decisión.
- Alternativas: marcos plurianuales del presupuesto (Perú); Fondos de Estabilización y de Ahorro (Brasil, Chile, Colombia, Venezuela).

La elaboración de esta trayectoria requiere el concurso simultáneo de los ministerios de hacienda, planificación y de los bancos centrales. Fácil de decirlo pero difícil de hacerlo.

La optimización tiene un carácter adaptativo, es decir, si bien se plantean p r e s u p u e s t o s multianuales, cada

año hay que volverlos a revisar, requiere el uso de técnicas de programación convexa.

Como una alternativa a estas complejidades algunos países plantean marcos plurianuales del presupuesto, es el caso del Perú; Fondos de Estabilización y de Ahorro, es el caso de Brasil, Chile, Colombia y Venezuela. Además, esta propuesta de presupuestos estructurados requiere la

coordinación entre todos los niveles mencionados, las tres entidades públicas indicadas, las regiones, los gobiernos subnacionales, los países. Es algo relativamente complicado y se necesita un buen manejo de instrumentos de pronóstico. Se requiere de un margen para políticas fiscales -que la tenemos y no tendríamos problema- y un margen para el control del tipo de cambio. Tenemos reservas internacionales enormes frente al tamaño de nuestra economía, ahí tampoco tendríamos mucho problema. Tal vez donde podamos tener alguna preocupación es en la eficiencia y disciplina de las instituciones públicas y la eficiencia y solidez del sistema financiero.

Este tema de los presupuestos estructurados en realidad podría, en mi criterio, ser manejado mejor, en forma más cómoda y con mejores

#### Diapositiva 21

### Propuestas de compatibilización: los CGE

- El planteamiento de Presupuestos Estructurados puede encontrar formas de desarrollo más completas insertándolo en la lógica de un Modelo de Equilibrio General (CGE).

#### Diapositiva 22

### Para finalizar

- La bonanza actual puede estar inserta en un ciclo autodestructivo,
- Si ese es el caso, los países deben adoptar políticas para amortiguar los efectos de la fase de descenso.
- Puede ser una buena oportunidad para fortalecer la coordinación de políticas.
- Son una buena idea los presupuestos estructurados; incluso si no se pueden aplicar en toda su magnitud, su orientación y principios deberían ser adoptados.

resultados si insertamos esta idea de presupuestos estructurados en un Modelo de Equilibrio General (MEG) el cual sí se puede estimar, elaborar y explicar en términos fáciles sobre la base de un modelo de optimización.

Para finalizar, la bonanza actual puede estar inserta en un ciclo autodestructivo. ¿Cómo podríamos evitar que no esté inserta? Logrando que los beneficios del auge actual puedan impulsar el crecimiento económico, algo que es difícil de lograr pero hay que empeñarse en hacerlo. Si ese es el caso, los países deben adoptar políticas para amortiguar los efectos de la fase de descenso, de declive. Puede ser una buena oportunidad para fortalecer la coordinación de políticas. Es el momento

Diapositiva 23

**VOLATILIDAD MACROECONÓMICA Y  
COORDINACIÓN DE POLÍTICAS**

Dr. Rolando Morales Anaya  
[www.ciess-econometrica.com.bo](http://www.ciess-econometrica.com.bo)  
Banco Central de Bolivia, 19 de Julio  
2012

de poder coordinar las políticas. Es una buena idea la de los presupuestos estructurados, pero si no se pudiesen aplicar porque tendríamos deficiencias de algún tipo se puede adoptar algunos de sus principios y orientaciones. Básicamente mi sugerencia es pensar en un MEG para manejar el presupuesto y las variables que le corresponden al Banco Central.

Gracias.

## APÉNDICES

### APÉNDICE A

#### Notas

1. Cabe indicar que el balance fiscal global muestra que en el periodo 2006-2011 se ha producido un superávit fiscal del sector público no financiero proveniente del lado de los ingresos, de una notable mejora de la recaudación tributaria, los precios de exportación del gas natural, y los ingresos del resto de las empresas públicas; y del lado del gasto público hubo un control del gasto corriente. El Balance global del Tesoro General de la Nación (TGN) ha mostrado superávit fiscal en los años 2006, 2007, 2008 y 2010, con leves déficits en torno al 0% los años 2009 y 2011 (Ministerio de Economía y Finanzas Públicas, 2011).
2. En lo concerniente a la organización económica estatal, el Artículo 309 de la Constitución Política del Estado en su primer párrafo indica: *“Administrar a nombre del pueblo boliviano los derechos propietarios de los recursos naturales y ejercer el control estratégico de las cadenas productivas y los procesos de industrialización de dichos recursos.”* De esta forma se establecen las bases para evitar cualquier riesgo de contraer la ‘enfermedad holandesa’. [Gaceta Oficial de Bolivia, 2009a].

En tal sentido el gobierno nacional, como forma de impulsar a la economía, ha iniciado los emprendimientos de industrialización, y no solo extracción de recursos naturales. Este aspecto ha sido explicitado en el Plan Nacional de Desarrollo (Gaceta Oficial de Bolivia, 2007). A partir de estas normativa se han iniciado las acciones para la industrialización de los recursos naturales estratégicos como el carbonato de litio, cloruro de potasio y otros productos de la cadena evaporítica a cargo de la Corporación Minera de Bolivia (COMIBOL), (Gaceta Oficial de Bolivia, 2008), (Gaceta Oficial de Bolivia, 2011b); la construcción de la planta de amoníaco urea en el sector de hidrocarburos, a cargo de Yacimientos Petrolíferos Fiscales Bolivianos (YPFB), [(Gaceta Oficial de Bolivia, 2009b),(Gaceta Oficial, 2011b, *op.cit.*), (Gaceta Oficial de Bolivia, 2011a)]. Se encuentran en estudio otros proyectos para el sector de hidrocarburos (Yacimientos Petrolíferos Fiscales Bolivianos, 2009), azucarero a cargo de la Empresa Pública Nacional Estratégica denominada Empresa Azucarera Buenaventura (EASBA), (Gaceta Oficial de Bolivia, 2010), entre los aspectos más relevantes.

El Banco Central de Bolivia contribuye al crecimiento económico mediante el financiamiento de los proyectos de industrialización que emprende el Órgano Ejecutivo, en el marco del Presupuesto General de la Nación.

3. La inversión pública en Bolivia tiene una trayectoria ascendente sostenida particularmente notoria en el periodo 2006-2011. En el 2011 la inversión pública en infraestructura, sector social, sector productivo y multisectorial, creció en alrededor de 342% respecto del nivel alcanzado el año 2005. [Ministerio de Economía y Finanzas Públicas, 2011, *op.cit.*].
4. En lo que concierne a las políticas y medidas realizadas por el Banco Central de Bolivia, cabe mencionar que los créditos otorgados por el BCB están dirigidos a gastos de inversión de las empresas del Estado las mismas que están estimulando el crecimiento económico del país, lo cual se realiza de acuerdo a los establecido en la Constitución Política del Estado, según el Plan Nacional de Desarrollo, la Política Nacional de Hidrocarburos, y el Presupuesto General del Estado.
5. El comportamiento de la inflación, a pesar de los *shocks* externos y del componente de importaciones de la misma, ha sido controlado de forma coordinada entre las autoridades monetarias y fiscales. Por el lado monetario se han utilizado las operaciones de mercado abierto (OMA) que han permitido regular la cantidad de liquidez de la economía. Este esfuerzo ha sido complementado por el lado fiscal por medidas que han promovido la seguridad alimentaria mediante un incremento de la producción agropecuaria particularmente de alimentos, así como la priorización del abastecimiento interno del mercado nacional, entre otras medidas. [Banco Central de Bolivia, 2010], [Banco Central de Bolivia, 2011].
6. Véase Nota 3
7. La inflación es uno de los aspectos que reduce el valor real de las inversiones. La función del Banco Central de Bolivia no es el de actuar como intermediador de recursos financieros entre ahorristas e inversionistas sino el de controlar la inflación mediante la regulación de la liquidez de la economía. El resultado de las medidas aplicadas por el BCB, es el control de la inflación, un beneficio que incide en el nivel de vida de toda la población, promueve un ahorro seguro a tasas favorables de rendimiento y cuyo valor en términos reales se mantiene en el tiempo, y estimula la inversión de agentes privados en el corto, mediano y largo plazo reduciendo su incertidumbre toda vez que se evita la volatilidad de precios y de las expectativas inflacionarias.

## APÉNDICE B

### Glosario

#### Diapositiva 10

- $\Delta$  deuda externa = Incremento de deuda externa

#### Diapositiva 11

- BP = Balanza de Pagos
- BM = Balance Monetario

#### Diapositiva 14

- $\Delta$  RIN = Incremento de Reservas Internacionales Netas
- $\Delta$  CIN = Incremento de Crédito Interno Neto

#### Diapositiva 21

- CGE = Modelo de Equilibrio General Computable, por sus siglas en inglés

## APÉNDICE C

### Referencias Bibliográficas

Banco Central de Bolivia, (2010), *Memoria*, La Paz, Bolivia.

Banco Central de Bolivia, (2011), *Memoria*, La Paz, Bolivia.

Gaceta Oficial de Bolivia, (2007), *Decreto Supremo No 29272*, septiembre de 2007.

Gaceta Oficial de Bolivia (2008), *Decreto Supremo No 29496*, abril de 2008.

Gaceta Oficial de Bolivia, (2009a), *Constitución Política del Estado*, febrero de 2009.

Gaceta Oficial de Bolivia, (2009b), *Decreto Supremo No 0384*, diciembre de 2009.

Gaceta Oficial de Bolivia, (2010), *Decreto Supremo No 0637*, septiembre de 2010.

Gaceta Oficial de Bolivia, (2011a), *Decreto Supremo No 0922*, junio de 2011

Gaceta Oficial de Bolivia, (2011b), *Ley No 211*, diciembre de 2011

Ministerio de Economía y Finanzas Públicas, (2011). *Memoria de la economía boliviana 2011*, La Paz, Bolivia.

Yacimientos Petrolíferos Fiscales Bolivianos, (2009). "Plan de Inversiones 2009 -2015". Disponible en [www.ypfb.gob.bo](http://www.ypfb.gob.bo).

## Comentarios, preguntas y respuestas a Ponencias 1, 2 y 3

**Moderadores:**

**Marcelo Zabalaga Estrada – Presidente del Banco Central de Bolivia**

**Gustavo Blacutt Alcalá – Director del Banco Central de Bolivia**

**Gustavo Blacutt (GB).** Vamos a iniciar la ronda de preguntas.

La primera pregunta indica, ¿de qué manera el tipo de cambio incide en la inflación?

**Rolando Morales (RolMor).** Por un lado a través de los costos, de los precios de los productos importados y de los insumos importados. Actualmente muchos países de América Latina tenemos la ilusión de que estamos manteniendo nuestros sectores manufactureros, ya que está aumentando la importación de insumos para el sector manufacturero, además de la compra de productos manufactureros.<sup>1</sup> Pero por otro lado hay el efecto monetario directo. El tipo de cambio tiene su incidencia en la cantidad de dinero que existe en la economía y eso tiene su incidencia en la inflación.<sup>2</sup>

**(GB).** La segunda pregunta dice ¿estaremos atravesando un momento de un ciclo económico adverso con medidas que contradictoriamente apuntan al incremento de la tasa de interés, como por ejemplo bonos emitidos por el Tesoro Directo?

**(RolMor).** En realidad Bolivia está viviendo un momento de auge económico verdaderamente increíble. Pero tenemos algunos hechos estilizados que son un misterio para los economistas. Uno de ellos es ¿por qué sigue entrando tanto dinero a Bolivia cuando las tasas de interés están cerca de cero? Es sorprendente. Lo que uno puede suponer normalmente es que los flujos de dinero se mueven hacia aquellos destinos donde las tasas de interés son más elevadas. Bolivia es un caso bastante particular, sigue entrando muchísimo dinero, tenemos en el sistema bancario casi el doble de depósitos con relación a la cartera de los bancos. Es absolutamente increíble. También algo digno de ser destacado es el hecho de que las tasas de interés pasivas estén próximas a cero, 0,5%, 0,2%, etc., pero las tasas activas de interés sean muy elevadas, estén en 10% más o menos. El *spread* de los bancos es enorme. ¿Todo esto va a generar problemas dentro de la economía? El Banco Central ha dicho *“si los bancos, la banca comercial no quiere pagar mejores intereses, nosotros vamos a pagar mejores intereses”*, esperando que la banca comercial también haga subir sus tasas de interés y de esta manera se cierre el *spread*, pero que al cerrarse esta brecha pueda favorecer a los ahorristas.<sup>3</sup> Hasta el momento no está ocurriendo esto. Quizás es muy temprano para dar una opinión final porque esto recién se ha implementado hace dos meses, pero hay una serie de fenómenos que están ocurriendo dentro la economía

boliviana que no son fáciles de entender por lo menos en el contexto de la teoría económica.

**(GB).** La tercera pregunta señala: se mencionó que Bolivia se encuentra bien a nivel macroeconómico, entonces ¿por qué se habla de una deuda interna creciente?

**(RolMor).** El problema de la deuda interna creciente es básicamente debido al problema de los presupuestos estancos del presupuesto fiscal. Por ejemplo, si la Gobernación de Tarija tiene excedentes importantes, estos excedentes no pueden pasarse al gobierno central. Debido a la ley, los presupuestos son completamente diferentes. Si las universidades públicas tienen excedentes, esos excedentes no se pueden pasar al gobierno central. Entonces resulta que algunas unidades descentralizadas tienen excedentes y otras tienen déficit. Las que tienen déficit tienen que financiarlo de alguna manera. ¿Qué hacen para financiarlo? Se prestan dinero, entonces ahí aumenta la deuda interna. Este es un problema económico y político muy delicado. Va a ser muy difícil en el futuro o en el presente decirles a las regiones, universidades, Fuerzas Armadas, *“señores vamos a redistribuir de otra forma el ingreso nacional”*. Ya se tiene una redistribución. Si se quiere cambiar esa redistribución, las regiones, las Fuerzas Armadas, los estudiantes de las universidades, elevarán sus propuestas y va a ser muy complicado. Fenómenos así se han dado en otros países del mundo también. Entonces la descentralización que se generó con la ley de participación popular sin lugar a duda ha tenido grandes beneficios, pero también tiene sus problemas, problemas bien complicados a ser resueltos.

**(GB).** Finalmente la última pregunta dice: ¿considera que la bonanza económica continuará durante varios años?

**(RolMor).** Yo soy optimista y considero que esta bonanza va a durar bastante tiempo.

**(GB).** Agradecemos al Dr. Rolando Morales por su participación.

A continuación vamos a dar paso a las preguntas del anterior ciclo de conferencias. Cedo la palabra a nuestro Presidente.

**Marcelo Zabalaga (MZ).** La pregunta para Juan Alberto Fuentes dice lo siguiente. Hace un año la CEPAL nos alertaba sobre la ‘reprimarización’ de las exportaciones en la región y sobre todo en Bolivia. ¿Cuál será el efecto previsible en la estabilidad y crecimiento económico de este fenómeno concreto?

**Juan Alberto Fuentes (JF).** La ‘reprimarización’ puede definirse como un proceso mediante el cual un conjunto muy limitado de productos con muy baja tecnología van desplazando a otra producción que incorpora un mayor grado de progreso técnico. Eso no sucede siempre ya que puede ser que aumente la producción y exportación de productos primarios y también la producción y exportación de otro

tipo de productos. También hay que tomar en cuenta que la misma producción y exportación de bienes primarios no necesariamente van acompañadas de ausencia de progreso técnico. Puede ser que -como ha ocurrido por ejemplo en el caso de Brasil, de Argentina en lo que se refiere a la producción agrícola y agroindustrial- haya una incorporación importante del progreso técnico. Si uno entiende la 'reprimarización' como la definió hace un momento, hay un primer efecto negativo que es la típica 'enfermedad holandesa' que por la vía de la apreciación del tipo de cambio se desincentiva una mayor diversificación de la economía, se desincentiva la incorporación de progreso técnico a otros sectores, se desincentiva ese tipo de inversión. Ello produce una mayor vulnerabilidad en la economía y se la hace muy sujeta a la volatilidad y a que dependamos de estos *booms* tan imprevisibles y frente a los cuales es tan difícil reaccionar.

Frente a esto hay que pensar en una serie de alternativas. Por una parte, en materia macroeconómica está el manejo del tipo de cambio. En América Latina se ha aprendido que no se trata únicamente de fijar el tipo de cambio, sino más bien la lección es la de evitar los procesos de apreciación en particular, y ello se puede hacer a través de distintas medidas, desde la gestión de las reservas internacionales, controles de capitales que van desde medidas macroprudenciales hasta controles directos, o impuestos a la entrada de capitales o a cierto tipo de depósitos. Y luego en otro ámbito también hay una agenda de desarrollo productivo que a veces se olvida y que es igualmente fundamental y que tiene que ver con el desarrollo de la oferta de la capacidad competitiva de una economía donde se encuentran políticas sectoriales, y la política industrial en particular. Actualmente hay la necesidad de rescatar todo lo que es la política industrial, entendiéndola sobre todo como el favorecimiento del progreso técnico a nivel selectivo en ciertos sectores, favorecimiento de la transformación productiva, y en ese sentido la utilización de distintos instrumentos -crediticios, fiscales- así como de concertación para favorecer lo que en última instancia sería una diversificación y un crecimiento basado en una estructura productiva mucho más sostenible.

**MZ.** Gracias. Vamos a empezar con las preguntas a Adrián Ravier.

Cuando mencionaba que Estados Unidos duplicó su base monetaria, ¿cómo es posible que al haberlo hecho no haya llevado a un proceso inflacionario tomando en cuenta que ese aumento de la base aumentaría la velocidad de circulación del dinero?

**Adrián Ravier (AR).** El aumento de la base monetaria vino a contrarrestar la caída de la velocidad de circulación del dinero. En el gráfico que se mostró se veía cómo la base monetaria entre septiembre de 2008 y enero de 2009 se duplicó de 0,8 a 1,6 billones de dólares<sup>4</sup> y al mismo tiempo la velocidad de circulación del dinero cayó<sup>5</sup>. El supuesto de que la velocidad iba a subir no se cumplió. ¿Por qué no generó el

impacto inflacionario? Esto se debe a que la economía todavía no se recuperó, y los bancos aún no están dando préstamos y el dinero no salió a circular en la economía, ese dinero está guardado en la Reserva Federal como reservas de los bancos. La Reserva Federal paga una tasa de interés para que los bancos, en lugar de prestar ese dinero, lo mantengan precisamente en la Reserva Federal. De esta manera no se produce el impacto.

**(MZ).** La siguiente pregunta es ¿cuál es la relación entre las crisis económicas cíclicas con la participación del Estado en la economía como productor, recaudador, promotor?, y ¿cuál debería ser el rol del banco central?

**(AR).** Comparto las ideas de Milton Friedman y Hayek. Milton Friedman hizo un trabajo aplicado especialmente a la historia monetaria y bancaria de los Estados Unidos, tomando datos de un siglo, y analizó, explicó y fundamentó con mucha evidencia empírica que cada vez que ha habido en Estados Unidos una crisis económica, esta se debió a que la política monetaria fue inestable. Yo les decía hoy que esta crisis no es una crisis aislada, hubo la crisis de S&P<sup>6</sup> en 1987, la crisis del 2001 de las 'Punto Com'<sup>7</sup> y la crisis actual, y esto se fundamenta muy bien cuando vemos la política monetaria y el impacto que tiene sobre la tasa de interés. Cuando las tasas de interés no son representativas de los niveles de ahorro de la economía, tarde o temprano la economía ajusta. No es posible mantener las variables en niveles muy lejanos de los que el mercado requiere.

En materia de política económica en general, los mismos gráficos que se estudian en precios máximos, salarios mínimos, se pueden aplicar a cualquier mercado. En lo que respecta a los salarios mínimos, los manuales de texto muestran cómo un salario mínimo puede, cuando está por encima del nivel de mercado, generar desempleo. Es decir, si las empresas toman trabajadores a un determinado salario, y si el gobierno quiere aumentar esos salarios por decisión de política económica, lo más probable es que eso lleve a que mucha gente no encuentre empleo y termine trabajando en el sector informal, que es el segundo problema.

Tercer problema. Recién hablábamos de los determinantes del tipo de cambio el cual se determina por oferta y demanda del mercado de divisas. Si el gobierno quiere fijar un tipo de cambio más devaluado o más sobrevaluado, las fuerzas del mercado van a hacer que el tipo de cambio vuelva al nivel que el propio mercado determina. Podemos devaluar el tipo de cambio momentáneamente, pero al hacerlo vamos a tener mayores exportaciones, esas exportaciones van a hacer que ingresen divisas al mercado, y ello va a apreciar el tipo de cambio y vamos a volver al mismo nivel. Podemos sostenerlo en niveles bajos, devaluados constantemente, pero las intervenciones y las distorsiones que vamos a tener que imponer a la economía van a ser realmente muy significativas y muy problemáticas en el largo plazo. Por eso es que, al menos yo que me siento un economista defensor de la economía de

mercado, pienso que siempre que vayamos en contra de los niveles que el mercado determina para cada una de las variables, el efecto de largo plazo va a hacer volver a las variables a los niveles de mercado y todo ese proceso genera muchos problemas sociales.

Y por último, hablando del ciclo económico en particular, cuando analizamos el mercado de fondos prestables, o el mercado de créditos, la tasa de interés es el resultado de la cantidad de ahorros que hay en la economía, de la oferta de ahorros. Si la gente ahorra mucho dinero hay más crédito disponible, si la gente demanda ahorros hay menos crédito disponible. Si el Estado se endeuda en el mercado local, muchas veces absorbe ese crédito que está disponible para las empresas y aumenta la tasa de interés, entonces desplaza al sector privado y genera efectos negativos sobre la inversión. Si la tasa de interés la fijamos en niveles muy bajos, lo cual puede estar muy bien intencionado, se comprende y es necesario para que haya mayor inversión, el problema es que no la vamos a poder sostener en el largo plazo. La teoría económica, los manuales de teoría económica nos explican qué es lo que determina la tasa de interés, el tipo de cambio, el salario, y el precio de cualquier bien o servicio que se produce, y cuando el Estado, bien intencionado, quiere un precio de leche o de carne más bajo para la gente, quiere una tasa de interés más baja para que haya inversión, quiere un tipo de cambio devaluado para ser más competitivos, y aunque es bien intencionado no hay evidencia empírica que logre mostrar que esto tuvo resultados en el largo plazo. Por eso es que muchos economistas somos críticos del intervencionismo porque realmente en el largo plazo tiende a fracasar y de ahí el pesimismo de los economistas que conocemos los determinantes de las variables del mercado.

**(MZ).** La siguiente pregunta dice ¿qué es la tasa natural de desempleo?, es decir, ¿la economía requeriría un desempleo o una pobreza ‘natural’ para poder funcionar?

**(AR).** Si bien se dice ‘tasa natural de desempleo’, no tiene nada de natural. Lo natural es el pleno empleo. Si eliminamos todas las intervenciones de la economía hay pleno empleo. La tasa natural de desempleo es un concepto macroeconómico que incluye varios componentes como la legislación laboral, el salario mínimo, el rol de los sindicatos en la economía, es decir, factores estructurales que van a diferir en cada economía. Supongamos que tenemos una economía con salario mínimo, legislación laboral, y los sindicatos que generan determinados impactos. Ese nivel ‘natural’ de desempleo está sostenido sobre esas variables. Si esos componentes de flexibilizan, el desempleo tiende a ser cero. Sin embargo hay críticas. Algunos preguntan: “*en Francia hay salario mínimo pero hay pleno empleo*”. Es cierto, pero el salario mínimo está determinado a un nivel más bajo que el salario de mercado. Es decir, si en una economía el salario de mercado fuera de 300 dólares por ejemplo, y el gobierno fija el salario mínimo en 500 dólares, se tendrá desempleo, pero si lo fija en 200 dólares, aun teniendo salario mínimo no habrá desempleo porque el equilibrio se encuentra

por encima del salario mínimo. Si queremos que los salarios mínimos sean cada vez más altos, más elevados, lo más probable es que tengamos una economía informal muy grande o mucho desempleo.

**(MZ).** Finalmente, la siguiente pregunta dice: el análisis que hemos escuchado de su parte tiene un enfoque de teóricos y economistas del norte ¿no existen economistas latinoamericanos que le estén dando ahora a la economía una visión teórica desde el sur?

**(AR).** En historia del pensamiento económico, hoy en día en muchas universidades latinoamericanas, se ha agregado una unidad -incluso en algunas universidades se está agregando una materia que es historia del pensamiento económico latinoamericano- y en particular se está enseñando el pensamiento de los estructuralistas, esto incluye a Prebisch<sup>8</sup> por ejemplo, economista argentino, que fue uno de los fundadores del Banco Central en Argentina y de muchas instituciones que son todavía muy importantes en Argentina; Olivera<sup>9</sup> otro economista argentino que es muy importante; Sunkel<sup>10</sup> en Chile, y muchos economistas en Chile, Brasil y Argentina que han elaborado teorías diversas para explicar los fenómenos macroeconómicos. Una de ellas, por ejemplo, es la causa de la inflación. Nosotros decimos, sobre la base de la teoría cuantitativa del dinero, que un aumento de la oferta monetaria genera un impacto inflacionario; los keynesianos suelen hablar de una inflación de demanda, una inflación de costos; los estructuralistas hablan de una inflación estructural. Se debe considerar que en América Latina los países tienen problemas que en Europa o en Estados Unidos no existen. ¿Qué tipo de problemas? Por ejemplo, somos países que tenemos una tendencia estructural al déficit fiscal. Si tengo un déficit fiscal constante y lo explico por fenómenos políticos, no podré endeudarme permanentemente. Y cuando llega un momento en que no se puede pagar la deuda porque los intereses suben, hay una declaración de *default*. Si aun así no puedo equilibrar las cuentas tiendo a monetizar el déficit público. Olivera insistió mucho en que una de las grandes causas de la inflación en América Latina era la monetización del déficit público. Mientras tengamos déficit va a haber inflación. Los estructuralistas enfatizaron mucho que la causa de la inflación era el déficit. Milton Friedman decía lo contrario: el déficit fiscal no genera inflación porque el déficit se puede financiar con deuda, es decir, si tomo deuda los precios no suben. Así que la deuda por sí misma no genera inflación salvo que sea monetizada. Volvemos a la idea de que cualquier economía en la que haya una inflación de dos dígitos, la causa necesariamente va a ser monetaria. Y podemos ir a todos los casos de hiperinflación y a todos los casos en los que la inflación supere ciertos niveles, y la causa va a ser seguramente monetaria. No comparto el pensamiento estructuralista, sí comparto más bien el pensamiento de la escuela austriaca de Hayek, y en parte el pensamiento de la escuela de Chicago, el *public choice*<sup>11</sup> de Buchanan, el pensamiento de la nueva economía institucional de Douglas North, el análisis económico del derecho de Ronald Coase. Es un pensamiento que hoy está vigente en el mundo cuyas ideas

trato de transmitir a América Latina. Pero sí hay que destacar que hay una escuela en América Latina muy importante que es el estructuralismo así como el enfoque de la CEPAL.

**(JF).** Por una parte creo que es importante rescatar la idea básica de que las estructuras importan y de que los mercados no lo determinan todo. Acudamos a ejemplos concretos: el desempeño de los mercados financieros, la determinación del tipo de cambio. Recordemos, como ya se mencionó, cómo ha habido una sobreoferta de dólares en Estados Unidos como consecuencia de una política monetaria, y cómo ese aspecto es parte de la explicación de la apreciación de muchas monedas latinoamericanas. ¿Puede uno decir que eso es efecto del mercado como tal, cuando se originó como resultado de una política monetaria de un país? Creo que no, creo que hay que pensar en términos más institucionales, más amplios que simplemente explicarlo en términos de fuerzas del mercado, y en términos de reacciones también. Cuando en un país hay mucha oferta de divisas o mucha demanda de divisas simplemente ¿hay que dejar que el tipo de cambio se ajuste a esa oferta y demanda? Yo diría que no necesariamente, y en ese sentido los bancos centrales de la región tienen todo un arsenal de instrumentos, manejan el tipo de cambio con mucho cuidado, reconociendo las fuerzas del mercado -ya que no se trata de dejarlas a un lado- y por otra parte acudiendo a medidas macroprudenciales, a la creación de fondos soberanos para manejar esas divisas en exceso. De manera que hay una interpretación latinoamericana de lo que son estas fuerzas del mercado, por lo menos desde la perspectiva de la CEPAL.

Hay otro conjunto de consideraciones a tomar en cuenta: la importancia de las estructuras productivas, la importancia de la desigualdad y cómo eso condiciona la capacidad de reaccionar frente a mercados, y cómo en esos aspectos los Estados tienen responsabilidad absoluta incluso de compensar y sustituir a los mercados en muchísimas ocasiones. Gracias.

**(MZ).** Creo que la visión que se tiene en América Latina se asemeja mucho a lo que acaba de decir el señor Fuentes. Hay una visión del sur morigerada por la realidad de 20 o 30 años. El neoliberalismo de América Latina no necesariamente ha producido bienestar sino que nos ha puesto en situaciones difíciles. Esto no significa que vamos a dejar de atravesar dificultades en el futuro con una visión desde el sur, pero ya sabemos por la experiencia de estos años, que hay herramientas adicionales a las que tradicionalmente se planteaban en los textos. Ya lo dije al inicio, la participación activa de los Estados y de los bancos centrales para corregir las distorsiones de mercado ha sido y siempre será extremadamente útil.

Quiero pasar a cuatro preguntas que han sido formuladas al Banco Central.

La primera indica ¿habrá o no devaluación o revaluación en Bolivia si es que Argentina y Brasil lo hacen hasta fin de año? ¿Cómo debiéramos reaccionar si Argentina y Brasil, nuestros socios comerciales, devalúan o revalúan sus monedas?

Todos los días las monedas de varios socios comerciales de Bolivia están apreciándose o depreciándose. Es uno de los mercados más dinámicos y día a día cambia la posición de los socios comerciales bolivianos. Brasil una semana aprecia y la siguiente semana deprecia en términos nominales y no porque Brasil aprecie su moneda nosotros debemos depreciar la nuestra o viceversa, sino que se relaciona con la inflación del Brasil y con la posición que toma el tipo de cambio de cerca de 25 socios comerciales. Hacemos el análisis diariamente y se hace una evaluación continua entre el Banco Central y el Ministerio de Economía para ver cuál es la situación de nuestra moneda y analizar cuáles son las circunstancias que nos llevarían o no a una apreciación o a una devaluación. Es decir, la competitividad de los exportadores bolivianos o la facilidad o dificultad de los importadores no se traduce solo por un tipo de cambio nominal, sino por lo que va sucediendo con el conjunto de nuestras monedas. Últimamente, nuestra moneda ha estado apreciándose en términos reales y de alguna manera nos sucedió lo mismo el año 2008-2009. En ese entonces debíamos decidir si tocábamos el tipo de cambio o aguantábamos la coyuntura, de corta duración de todas maneras, hasta que nuevamente nuestro tipo de cambio encuentre un nivel de equilibrio. En general, lo que hemos elegido hasta la fecha es una estabilidad del tipo de cambio nominal para no provocar distorsiones tanto en las industrias como en los hogares bolivianos. Hasta el presente la decisión ha sido muy positiva. Esto ha permitido que no se afecte el mercado de divisas en Bolivia y sigamos con un desarrollo donde el factor más importante sigue siendo la estabilidad macroeconómica.

Una pregunta parecida ha sido formulada con relación a Argentina. Argentina tiene actualmente una crisis monetaria, ¿en cuánto afectará a Bolivia como país vecino? Todas las crisis de los países vecinos tienden a afectarnos de alguna manera, dependiendo de la gravedad de la crisis. Argentina ahora tiene una crisis porque desde hace muchos años eligió un modelo de desarrollo determinado y ha llegado un punto en el que han decidido restringir el uso del dólar y no desean seguir disminuyendo el volumen de sus propias reservas. Argentina hace unos dos años tenía unos 50 mil millones de dólares de reservas, ahora tiene un poco más de 40 mil millones. Es decir, 10 mil millones han ido utilizando para su comercio internacional y para los requerimientos de su población. El uso del dólar ha sido restringido de tal manera que se puede pensar que algo de los dólares que están saliendo de circulación en Bolivia del sistema financiero o del sistema informal, están yendo al norte de la Argentina o al sud de Bolivia para facilitar intercambios monetarios, aspecto que no nos afecta de todas maneras porque es un monto bajo. Lo que quiero decirles finalmente, con relación a Argentina es que Bolivia tiene un volumen de exportaciones con Argentina, del cual el 95% es gas, sólo un 5% son otras exportaciones. En cuanto al gas tenemos asegurados los mecanismos de pago de Argentina hacia Bolivia. Se ha firmado un nuevo convenio adicional que permite aumentar nuestros volúmenes de exportación de gas en caso que la exportación a Brasil disminuyera. Con el Ministerio de Economía se han evaluado los mecanismos para paliar los efectos que podría tener la crisis argentina en Bolivia.

Finalmente hay cinco preguntas seguidas que trataremos de responder.

La primera indica: hoy en el sector inmobiliario en Bolivia se ve una burbuja inmobiliaria, inmuebles que costaban un monto ahora han duplicado su valor. Por lo tanto, como efecto directo los propietarios han incrementado su patrimonio y por ende pueden ser sujetos de crédito para mayor endeudamiento en el sistema financiero ¿existe riesgo para el sistema financiero de que suceda algo parecido a la crisis en Estados Unidos? Este tema ha sido analizado por el Banco Central hace unos meses y lo hemos discutido con el Ministerio de Economía y lo que hemos podido determinar es que no hay una burbuja que se haya creado en Bolivia. Desde el 2006 al presente, el incremento general de precios ha sido más o menos de 50%, en algunos rubros más en otros menos. En el rubro de compra y venta de determinados tipos de inmuebles, efectivamente ha habido un incremento de 100%, pero en otros rubros y en otro tipo de viviendas el incremento no ha sido tan grande. Dada la heterogeneidad estructural boliviana, aun cuando se otorgue gran cantidad de crédito, no se llega a paliar necesariamente todas las necesidades que existen. Por lo tanto todavía hay necesidad real de viviendas nuevas, de apartamentos, casas para toda la población del área rural que todavía sigue migrando a las ciudades más importantes. La respuesta es no existe ese riesgo.

¿Qué política monetaria está adoptando el Estado o el Banco Central para que no ocurra una crisis?

En general, se está adoptando desde hace bastantes meses, una política para dar preferencia al crédito productivo. Desde el Ministerio de Economía y el Banco Central se han diseñado políticas para que todo ese nuevo crédito, que ha estado creciendo a una velocidad de 25% anual, no se destine a consumo o a vivienda preferentemente, sino a crédito productivo. Se han dictado normas para estimular a que el sistema financiero dé crédito productivo en mayor medida que el crédito para el consumo, para vivienda o para otros rubros. Hay medidas de política económica que nos están alejando de la crisis o que están impidiendo que la crisis se produzca en Bolivia.

La siguiente pregunta es ¿la deuda interna del Estado a cuánto alcanza?

Cuando se habla de deuda se habla de deuda interna y deuda externa. La deuda externa boliviana a este junio es de 3.700 millones de dólares. Esto representa más o menos el 14% del PIB, y la deuda interna boliviana es de 5.100 millones de dólares a junio de este año. Ambas deudas, la interna y la externa representan el 34% del PIB, que es mucho menor de lo que era en proporción al PIB hace 5, 6 o 7 años. En realidad, gracias al crecimiento del PIB, que es mayor al crecimiento de las deudas, estamos en una posición mucho más favorable. Cada año se hace un análisis de sostenibilidad de la deuda. El Banco Central, Ministerio de Economía, Ministerio de Planificación y otros organismos evalúan permanentemente nuestra capacidad para responder a los compromisos de deuda externa, hemos hecho una

proyección a 30 años, y tal como se está manejando la economía se demuestra que la deuda es sostenible.

La deuda interna se divide en dos: lo que debe el Tesoro General y lo que debe el Banco Central. Una gran parte de la deuda del Tesoro General, 3.100 millones de dólares tiene que ver con la reforma de pensiones que hicimos hace 15 años, y la deuda que tiene el Banco Central es una deuda que tiene que ver con la emisión de sus propios bonos al sistema financiero. En este segundo caso cuando debemos alrededor de 2.000 millones de dólares al sistema financiero, ello tiene que ver con captación de la liquidez que tiene el sistema financiero y en alguna medida con el encaje legal, absolutamente sostenible. Muchas veces los bancos centrales, como lo mencionó hace un momento el señor Fuentes, actúan contrayendo la liquidez que existe en la economía para evitar procesos inflacionarios. No corremos riesgo en términos de administración de la deuda en general.

¿Qué consecuencias positivas y negativas podría darse con la política que hemos adoptado?

La reducción de la deuda en términos de Producto Interno Bruto, tasas de más o menos 2% anual que la hacen muy sostenible y que son muy manejables, nos permite administrar todo nuevo crédito que podamos tener, siempre con mucha prudencia. Hay que decir, y esto salió en la prensa hace dos días, que gracias a un trabajo eficiente de Impuestos Nacionales cada vez tenemos más recaudaciones. El Presidente de Impuestos Nacionales explicó la semana pasada que este semestre hemos incrementado en más de 20% la recaudación. Ese es un dato muy importante. Cada año recaudamos más y ese dinero sirve para cubrir de una manera muy sana sin deuda, los gastos que tiene el Estado y los requerimientos de inversión del poder central y de todas las entidades subnacionales como alcaldías y gobernaciones. Gracias.

---

## APÉNDICES

### APÉNDICE A

#### Notas

1. En Bolivia, en lo que se refiere a la relación que existe entre la política cambiaria y el comportamiento de la industria, cabe mencionar que la estabilidad del tipo de cambio nominal y su posición respecto al valor de las monedas de los socios comerciales ha permitido, entre otros aspectos, el incremento de la importación de bienes intermedios y bienes de capital. Se menciona, que entre la gestión 2007 y 2011, la importación de bienes de capital y la importación de bienes intermedios se incrementó en todas las gestiones, excepto en la gestión 2009 respecto de la gestión 2008 en la que hubo un decrecimiento de las mismas, reflejo del impacto de la crisis internacional. De igual forma se menciona que para el periodo 2007-2011 el promedio de las importaciones de bienes intermedios y de capital fue de alrededor de 77% en comparación con aproximadamente 23% por concepto de importación de bienes de consumo y diversos (efectos personales). [Banco Central de Bolivia, 2011], [Banco Central de Bolivia, 2012].
2. En el caso boliviano, el BCB aplica una política cambiaria que permite mitigar las presiones inflacionarias externas. En el primer semestre de 2011, por ejemplo, en un entorno internacional en el que los precios de las materias primas se elevaron, y hubieron apreciaciones de las monedas de los socios comerciales de Bolivia, la apreciación del Boliviano, permitió contrarrestar el impacto que las mencionadas variables hubieran tenido sobre la inflación interna boliviana. [Banco Central de Bolivia, 2012, *op. cit.*, p. 65].
3. La función del BCB al realizar las operaciones de mercado abierto directas, no es el de competir con los intermediarios financieros privados, sino la de regular la liquidez en la economía y lograr la estabilidad de precios para el crecimiento económico. Un resultado esperado de la aplicación de esta medida es el estímulo para que el sistema financiero brinde mejores tasas de interés pasivas en beneficio de la población (Véase Nota 7 de Ponencia 3, página 72).
4. Véase Gráfico 9 en Ponencia 2, página 41.
5. Véase Gráfico 11 en Ponencia 2, página 42.
6. Véase Nota 8 del Apéndice B en Ponencia 2, página 51.
7. Véase Nota 9 del Apéndice B en Ponencia 2, página 51.

8. Raúl Prebisch. Economista argentino, nacido en Tucumán en 1901 y fallecido en Santiago de Chile en 1986. Sus principales obras son: “Hacia una dinámica del desarrollo latinoamericano”, (1963), “Transformación y desarrollo: la gran tarea de América Latina”, (1970), y “Nuevo orden económico internacional y valores culturales”, (1978). [Extraído de <http://www.biografiasyvidas.com/biografia/p/prebisch.htm>].
9. Julio Hipólito Guillermo Olivera. Economista argentino, nacido en Santiago del Estero en 1929. Publicó numerosos libros, artículos y notas, muchos de ellos dedicados a cuestiones monetarias y fiscales. Está considerado uno de los mentores del estructuralismo latinoamericano, aunque desde una vertiente alejada de los elementos políticos o ideológicos, y caracterizada por el rigor analítico y el empleo de instrumental matemático. En 1967 dio a conocer un trabajo titulado “*Money prices and fiscal flags*” (“Precios monetarios y banderas fiscales”) en el que analizó la relación entre la recaudación tributaria y la inflación, lo cual fue continuado diez años más tarde por el italiano Vito Tanzi; por ello, ese desarrollo es denominado en la literatura técnica como “efecto Olivera-Tanzi”. [Extraído de <http://www.eumed.net/cursecon/economistas/olivera.htm>].
10. Osvaldo Sunkel. Economista chileno, nacido en Puerto Montt en 1929. Es autor o coautor de más de 30 libros y cerca de 150 artículos publicados en diversos países e idiomas sobre inflación, desarrollo económico, historia socioeconómica, relaciones internacionales, integración latinoamericana, medio ambiente y desarrollo sustentable, entre los que destaca “El Subdesarrollo Latinoamericano y la Teoría del Desarrollo”, (con Pedro Paz). [Extraído de <http://www.eclac.org/cgi-bin/getprod.asp?xml=/revista/noticias/paginas/7/35857/P35857.xml&xsl=/revista/tpl/p18f-st.xsl&base=/revista/tpl/top-bottom.xsl>].
11. *Public choice*, traducido al español es “elección pública”.

## APÉNDICE B

### Referencias Bibliográficas

Banco Central de Bolivia, (2011). *Informe de Política Monetaria. Enero 2011*, La Paz, Bolivia.

Banco Central de Bolivia, (2012). *Informe de Política Monetaria. Enero 2012*, La Paz, Bolivia.



## Ponencia 4

# Aproximaciones a la estabilidad económica y el rol de los bancos centrales

Gabriel Loza Tellería

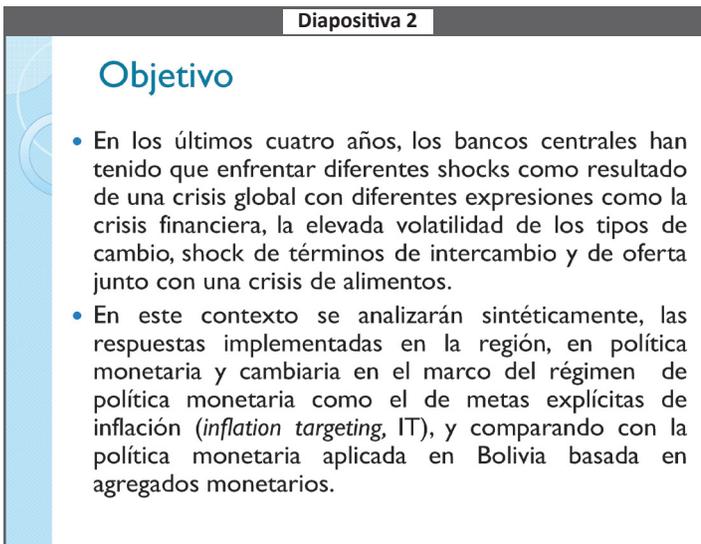
Ex Presidente del Banco Central de Bolivia



Buenas tardes Presidente del Banco Central de Bolivia (BCB), Marcelo Zabalaga, miembros del Directorio, señor Gerente General, consultores, expositores, representantes del Banco Central de España, del Banco Central de Venezuela, y otras autoridades que están presentes.

El tema que me toca exponer es el de estabilidad económica.

El objetivo es enfocar el hecho de que en los últimos cuatro años los bancos centrales han tenido que enfrentar diferentes *shocks*: la crisis global, la crisis financiera, términos de intercambio, volatilidad de tipos de cambio, problemas de oferta, *shocks* agropecuarios, crisis de alimentos, y en ese contexto analizo el comportamiento de aquellas políticas basadas en lo que



se ha llamado 'metas explícitas de inflación', las mismas que eran dominantes en los bancos centrales de América Latina, a diferencia del caso boliviano donde trabajamos con agregados monetarios. El tema es comparar los países emergentes que aplican estos instrumentos con el caso de Bolivia.

La literatura teórica y empírica, en el caso de los países emergentes, tiende a centrarse en la política de aquellos bancos que trabajaban con metas explícitas de inflación (IT). En este marco algunos trabajos han analizado críticamente las limitaciones en tiempos de la crisis global, de este casillero óptimo que recomendaba una política monetaria

basada en tasas de interés y que responde solamente a cambios en la inflación esperada dejando libremente flotar el tipo de cambio. Ese es el núcleo de lo que son las metas explícitas de inflación: política basada en tasas de interés dejando libre el tipo de cambio (*Diagrama 1*).

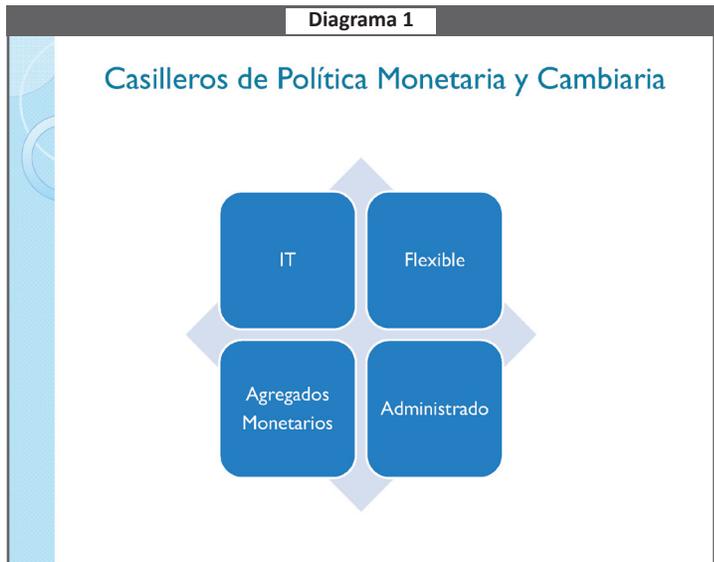
El caso boliviano es distinto. Sabemos que es una política monetaria basada en agregados monetarios, pero con una inflación objetivo referencial. Es decir, hay metas de inflación de la forma ‘inflación objetivo’, con la característica de un régimen administrado de tipo de cambio, lo que significa que no dejamos flotar libremente el tipo de cambio como recomienda el Fondo Monetario Internacional (*FMI*).

Los casilleros de la política monetaria y cambiaria que representan a otros

**Diapositiva 3**

## Contenido

1. Antecedentes
2. El caso de los países emergentes: Dos objetivos, dos instrumentos
3. El caso boliviano: la política monetaria y cambiaria del BCB



países, son el de metas explícitas de inflación con tipo de cambio flexible. Nosotros en Bolivia aplicamos agregados monetarios con un régimen de cambio administrado.

¿Por qué ganó la política monetaria basada en metas de inflación? Porque la anterior política monetaria que se anclaba en el tipo de cambio entró en crisis en la década de los 90: los tipos de cambio fijo fueron objeto de ataques especulativos y las autoridades monetarias necesitaban un nuevo anclaje. De ahí surgen las metas de inflación. Por ejemplo Frankel dice: *“las metas de inflación se encontraban en el lugar correcto en el momento adecuado”* (Frankel, 2012). En el periodo que antecedió a la crisis financiera global un número creciente de bancos centrales aplicaron esta política, adoptaron como objetivo principal la estabilidad de precios.

Se observa en el cuadro, los bancos centrales que adoptaron metas explícitas de inflación, y se muestra su inflación objetivo para 2011, su referencia geográfica (*lado izquierdo del Cuadro 1*) y la lista de países que no adoptan el esquema de metas

**Cuadro 1**

Pais	Banco Central	Inflación objetivo para 2011 (%)
Australia	Reserve Bank of Australia	2,5
Brasil	Banco Central do Brasil	4,5
Canadá	Bank of Canada	2,0
Chile	Banco Central de Chile	3,0
Colombia	Banco de la República de Colombia	3,0
Filipinas	Bangko Sentral ng Pilipinas	4,5
Ghana	Bank of Ghana	9,0
Guatemala	Banco de Guatemala	5,0
Hungría	Hungarian National Bank	3,0
Indonesia	Bank Indonesia	5,0
Islandia	Central Bank of Iceland	2,5
Israel	Bank of Israel	3,0
Japón	Bank of Japan	1,0
México	Banco de México	3,0
Noruega	Norges Bank	2,5
Nueva Zelandia	Reserve Bank of New Zealand	2,0
Perú	Banco Central de Reserva de Perú	2,0
Polonia	National Bank of Poland	2,5
Reino Unido	Bank of England	5,0
República Checa	Czech National Bank	3,0
República de Corea	Bank of Korea	3,0
Rumania	The National Bank of Romania	3,0
Sud Africa	South African Reserve Bank	4,5
Suecia	Sveriges Riskbank	2,0
Suiza	Swiss National Bank	2,0
Tailandia	Bank of Thailand	1,8

**No adoptó un esquema de metas implícitas**

Pais	Banco Central	Inflación objetivo para 2011 (%)
Argelia	Bank of Argelia	3,5
Botswana	Bank of Botswana	4,0
Bolivia	Banco Central del Bolivia	5,0
China	People's Bank of China	4,0
Costa Rica	Banco Central de Costa Rica	5,0
Estados Unidos	Federal Reserve	2,0
Honduras	Banco Central de Honduras	7,0
India	Reserve Bank of India	5,5
Kenia	Central Bank of Kenya	5,0
Marruecos	Bank Al-Maghrib	2,0
Pakistan	State Bank of Pakistan	12,0
Paraguay	Banco Central de Paraguay	5,0
República Dominicana	República Dominicana	5,5
Rusia	Central Bank of Russia	7,0
Singapur	Central Bank of Singapore	2,3
Uruguay	Banco Central de Uruguay	5,0
Unión Europea	Central Bank of Kenya	2,0
Venezuela	Banco Central de Venezuela	24,0

Carrera (2012), Metas de inflación. Moneda

explícitas pero que tienen inflación objetivo (*lado derecho del Cuadro 1*). Yo me permití incorporar al BCB porque en la lista original no estaba. Estados Unidos no aplica metas explícitas de inflación y tiene por objetivo la estabilidad de precios y el empleo.

## El marco de metas de inflación

El marco de metas, en resumen, se basa en cuatro elementos principales (Mishkin, 2004), (Heenan et al., 2006):

- *“...Mandato explícito [del banco central] de preservar la estabilidad de precios como objetivo [principal] de la política monetaria y [con] un alto grado de autonomía operativa para perseguir tal objetivo”, lo que llaman la ‘independencia del banco central’.*
- *“Metas cuantitativas explícitas de inflación”.*
- *“Rendición de cuentas del banco central en cuanto al logro del objetivo de inflación, principalmente mediante... una alta transparencia...”.*
- Si uno observa estos elementos encuentra que la *“definición de la política a partir de una evaluación prospectiva de las presiones inflacionarias, [está] basada en una amplia variedad de información”.* [Roger, 2010, p. 46].

Muchos bancos centrales tienen una forma de ser transparentes y tienen autonomía relativa. No hay ningún banco central que tenga autonomía absoluta, eso está en los libros de texto que son del pasado que todavía no reflejan lo que ha sucedido con la crisis mundial. En lo que respecta al BCB, éste hace prospectiva en su manejo usando como anclaje la tasa de interés y dejando libre el tipo de cambio.

*“Los bancos centrales no pueden perseguir y alcanzar sistemáticamente múltiples objetivos, como por ejemplo, un bajo nivel de inflación y además desempleo con un solo instrumento...”* (Roger, 2010, ídem). Por lo tanto a cada objetivo corresponde un instrumento.

*“La política monetaria puede influir en variables nominales pero no reales...”.* [Roger, 2010, ídem]. *“La evidencia indica que las metas de inflación recientemente han funcionado bien en un amplio espectro de países y circunstancias”.* [Roger, 2010, íbid., p. 49]. Cabe suponer que las características principales de estos regímenes permanecerán invariables dadas las inquietudes expresadas por varios bancos centrales con respecto al planteamiento de Olivier Blanchard, quien cuestionó el tema de metas de inflación y planteó que no solamente se debe tener un objetivo sino varios objetivos y varios instrumentos y propuso *“dar un mayor margen a los bancos centrales para que les permita bajar las tasas de interés durante graves desaceleraciones”.* [Roger, 2010, ídem].

## **Política monetaria y estabilidad financiera**

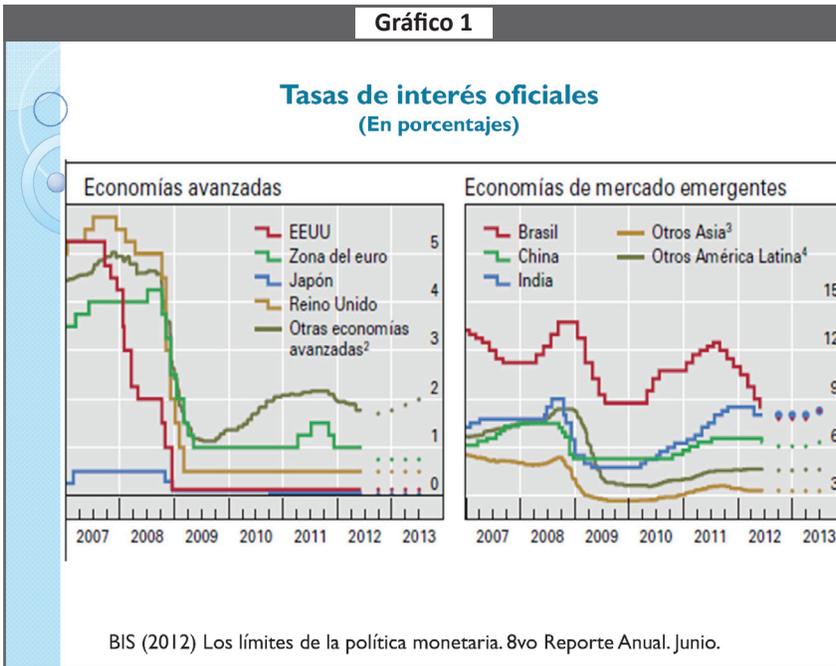
El primer punto de crítica es que *“...la estabilidad macroeconómica alcanzada en los últimos años ha sido insuficiente para preservar la estabilidad financiera...”*, la cual se consideraba como un *“...subproducto natural del éxito de la estabilidad macroeconómica...”*, dado un enfoque *“...microprudencial [que] buscaba garantizar la solvencia individual...”* (Castillo, 2012, p. 13) de cada participante.

“En periodos de estrés en los mercados financieros, los mecanismos de transmisión de la política monetaria pueden afectarse severamente, haciendo que los cambios en la tasa de política monetaria [es decir] la tasa de interés de referencia, no se transmitan al resto de tasas de interés del sistema financiero”. [Castillo, 2012, ídem].

“La habilidad de la política monetaria para contener sus efectos negativos utilizando únicamente la tasa de interés se reduce y se hace necesaria una mayor intervención de los bancos centrales en los mercados de crédito y del uso de políticas monetarias no convencionales”. [Castillo, 2012, íbid., p. 14]. Si hay algo que destaca en la crisis financiera ha sido el uso de políticas monetarias no convencionales en bancos como el Banco de Inglaterra y los principales bancos de países adelantados.

“En América Latina varios bancos centrales han utilizado instrumentos como encaje, límites a las posiciones de cambio, requerimientos de liquidez, de manera cíclica para enfrentar los potenciales desequilibrios que puedan generar una masiva entrada de capitales de corto plazo”. [Castillo, 2012, íbid., pp. 14 - 15].

Por ejemplo en el tema de las tasas de interés, todas las economías bajaron fuertemente, las economías emergentes también. En el gráfico (Gráfico 1) se observa información del Banco de Pagos Internacionales – BPI (BIS, por sus siglas en inglés).

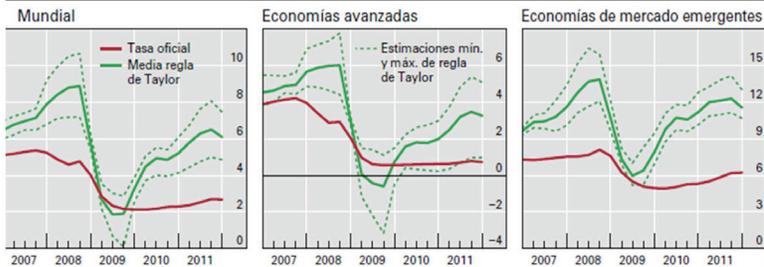


En cuanto a la Regla de Taylor, en el gráfico (Gráfico 2) se aprecia el comportamiento de los bancos centrales: las tasas oficiales es la línea roja, y la tasa calculada con la

**Gráfico 2**

Evidentemente, las tasas de interés reales y las reglas de Taylor no pueden determinar plenamente la orientación de la política monetaria

**Tasas oficiales de referencia  
(En porcentajes)**



Las reglas de Taylor se calculan como  $i = c + 1,5(\pi - \pi^*) + 0,5y$ , donde  $\pi$  es una estimación de la inflación y donde  $y$  es una estimación de la brecha del producto. La constante  $c$  se define como la suma de la tasa media de inflación y el crecimiento del PIB real desde T1 2000.  $\pi^*$  se calcula como el nivel medio de la tasa de inflación desde T1 2000. Se estimaron reglas de Taylor para todas las combinaciones de tres medidas de inflación (general, subyacente y previsiones de consenso de la inflación general) y estimaciones de la brecha del producto obtenidas a partir de tres métodos diferentes de cálculo del producto potencial (filtro de HP, tendencia lineal y componentes no observados). El gráfico indica la tasa de Taylor media, máxima y mínima para cada una de las nueve combinaciones.

BIS (2012) Los límites de la política monetaria. 8vo Reporte Anual. Junio.

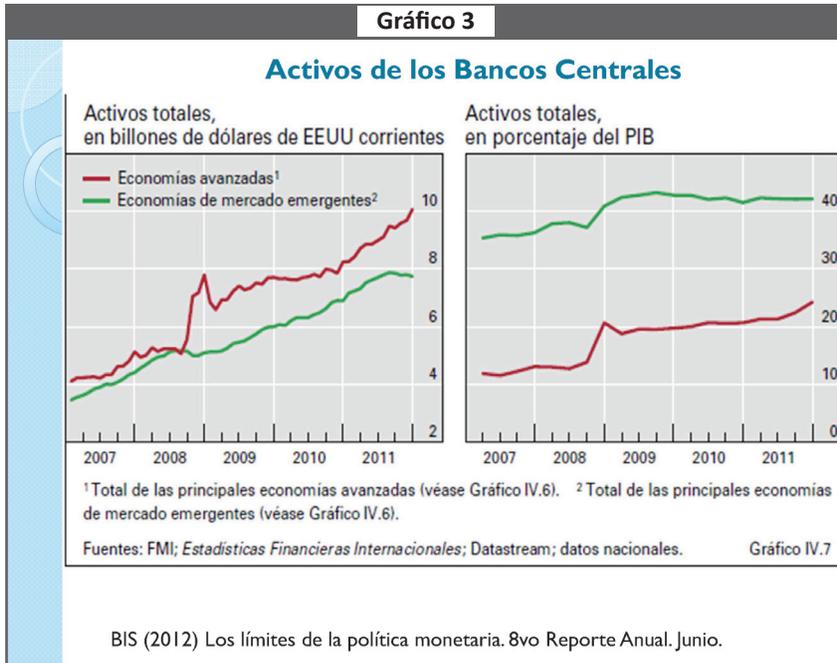
media Regla de Taylor es la línea verde con opciones. Ningún banco central, salvo en algún momento, se aproximó a esta regla de política monetaria, inclusive en las economías avanzadas. En el caso de las economías emergentes no se cumplió. La regla está en los textos de macroeconomía, pero los bancos centrales están haciendo otra macroeconomía en la práctica. Y me refiero a períodos de crisis, que es cuando el sistema tiene que probarse. Un sistema no se debiera probar solamente en época de bonanza, tiene que probarse en época de crisis.

Los bancos centrales acometieron nuevas medidas. Por ejemplo, el Banco de Inglaterra, el Banco de Japón ampliaron programas de compra de activos, que son políticas monetarias no convencionales a gran escala ya que la tasa de interés resulta ser solamente uno de los elementos.

**Diapositiva 4**

**Los bancos centrales acometieron nuevas medidas de política a través de sus balances.**

- La Reserva Federal, el Banco de Inglaterra y el Banco de Japón ampliaron sus programas vigentes de compras de activos o lanzaron nuevos programas a gran escala encaminados a reducir las tasas de interés a largo plazo y las primas de riesgo financiero en general, con el fin de relajar aún más las condiciones monetarias.
- El sesgo de la política monetaria parece considerablemente más acomodaticio al considerar la expansión sin precedentes de los balances de los bancos centrales. Los activos totales de éstos se han duplicado con creces en el curso de los últimos cuatro años, ascendiendo aproximadamente a 18 billones de dólares a finales de 2011.
- BIS (2012) 8vo Reporte Anual. Junio.



Entonces la política monetaria se torna más acomodaticia al considerar la expansión sin precedentes de los balances de los bancos centrales.

Por ejemplo, en el gráfico (*Gráfico 3*) se muestran las compras de activos de las economías avanzadas y de las economías de mercados emergentes y qué representan en el PIB. En las economías emergentes, estas compras representan 40% del PIB y en las economías avanzadas ha llegado a un 25% del PIB (*a finales de 2011*). [BPI, 2010, p. 46]. Esto no lo van a encontrar en un texto de política monetaria, ya que los mismos se refieren solamente a las tasas de interés.

### Y América Latina según el FMI

Lo que sigue es textual: “*Las respuestas de política monetaria durante el período de tensión... en 2011 variaron*” en los diferentes países. “*Algunos países (Brasil, Chile, Perú) redujeron o mantuvieron las tasas de política monetaria nominales al desacelerarse el crecimiento. Otros (Colombia y Uruguay) continuaron aplicando una política más restrictiva ante la persistencia de presiones de demanda y el hecho de que las expectativas de inflación se situaban por encima de la meta (Uruguay).*” [FMI, 2012, p. 21].

“...los bancos centrales deberían estar dispuestos a actuar para garantizar el funcionamiento ordenado del mercado” -el que se desordenó fue el mercado financiero global- “y evitar repercusiones negativas en las condiciones financieras domésticas” y

“...aplicar políticas monetarias más restrictivas hasta alcanzar niveles neutrales, a fin de mantener las expectativas de inflación bien ancladas. Por lo tanto, será importante mantener la inflación más cerca del punto medio del rango oficial...”. [FMI, 2012, *ibid*, pp. 21-22].

Cuando hubo la crisis, ningún banco llegó a cumplir las metas que había previsto, tuvieron que salirse de las metas o modificarlas “...para contrarrestar las desviaciones anteriores...”. [FMI, 2012, *ídem*].

### Opciones extremas

Las opciones a las que yo llamo ‘extremas’ de política monetaria de los bancos centrales son: estrictas metas implícitas de inflación -ningún banco las aplica-; libre flotación del tipo de cambio -los bancos intervienen en sus mercados cambiarios-; y política de tasa de interés solamente en función de cambios en la inflación esperada. Las respuestas no han sido así en la práctica.

El otro lado de la moneda es: política monetaria discrecional; política cambiaria discrecional (aunque la plena discreción mina la credibilidad); máxima flexibilidad frente a *shocks* inesperados. Estas son las dos

opciones extremas. Pero en mi opinión, el Banco Central de Bolivia tiene un manejo propio frente a la situación, la coyuntura y según el tipo de *shocks*, que no cae en estas opciones extremas. Lo ha hecho desde antes, lo hace ahora.

**Diapositiva 5**

### Opciones extremas de los Bancos Centrales

<ul style="list-style-type: none"><li>• Política Monetaria discrecional</li><li>• Política Cambiaria discrecional</li><li>• Máxima flexibilidad frente a shocks inesperados</li><li>• Plena discreción mina la credibilidad</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Estrictas Metas Implícitas de inflación (IT)</li><li>• Libre flotación del tipo de cambio</li><li>• Política de tasa de interés solamente a cambios en la inflación esperada</li></ul>
---	--

### Lecciones de la crisis

Las lecciones de la crisis, aunque esto está en discusión, es que hay que moverse de ‘un objetivo - un instrumento’, a ‘dos objetivos - dos instrumentos’, o a ‘varios objetivos - varios instrumentos’. En los mercados emergentes, los flujos de capital pueden ser volátiles y las crisis no necesitan ser amplificadas desde adentro, como hicieron algunos países. Entradas bruscas de capital conducen, a la larga, a la apreciación de la moneda por encima de su valor de equilibrio de mediano plazo, y pueden resultar en problemas,

## Diapositiva 6

## Lecciones de la crisis

- La crisis financiera global ha recordado a los mercados emergentes que los flujos de capital pueden ser altamente volátiles y que la crisis no necesitan ser amplificadas desde adentro.
- Entradas bruscas de capital conducen a la larga a la apreciación de la moneda por encima de su valor de mediano plazo y puede resultar en problemas económicos, de manera que **intervenciones en el mercado cambiario pueden ser óptimas bajo el régimen de metas de inflación.**
- Por lo tanto hay potencialmente dos objetivos de política: inflación y volatilidad del tipo de cambio. Usando dos instrumentos: política de tasa de interés y las intervenciones esterilizadas del mercado de divisas, ayudan a mantener baja inflación y evitar volatilidad cambiaria.
- Ostry, Gosh and M Chamon (2012).

## Diapositiva 7

- Grandes desviaciones del tipo de cambio real de su equilibrio mediano plazo pueden generar costos como la enfermedad holandesa y efectos de balance llevan a los bancos centrales la adición del tipo de cambio al objetivo de inflación.
- Dada una imperfecta movilidad de capitales y sustituibilidad de activos, **los bancos centrales pueden utilizar dos instrumentos: política de tasa de interés e intervención del mercado cambiario .**
- La política de tasa de interés puede atenuar negativos shocks de demanda pero podría no reaccionar a shocks de los flujos de capital, **mientras que intervenciones cambiarias podrían ser usadas para resistir presiones a la apreciación derivadas de las entradas de capital y depreciaciones desde shocks de demanda negativos.**
- Explicito reconocimiento del banco central de su preferencia por el tipo de cambio puede fortalecer la credibilidad en sus metas de inflación.

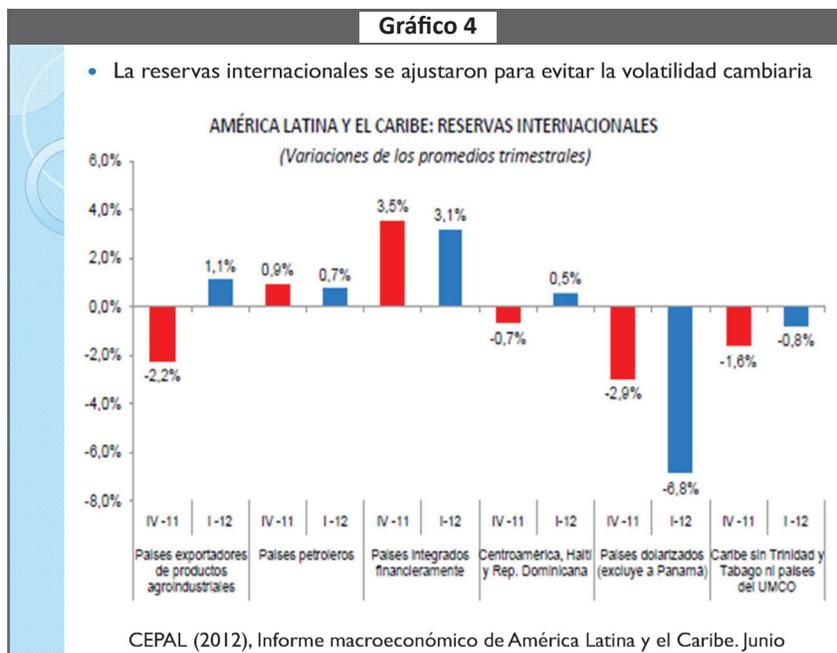
de manera que intervenciones en el mercado cambiario pueden ser óptimas bajo el régimen de metas de inflación. Por lo tanto, hay potencialmente dos objetivos de política: inflación y volatilidad del tipo de cambio. Usando dos instrumentos: política de tasa de interés e intervenciones en el mercado de divisas, y la política cambiaria, se puede tener baja inflación y evitar la volatilidad cambiaria. [Ostry et al., 2012].

¿Cómo han reaccionado los bancos centrales en América Latina? En el informe de CEPAL los bancos han utilizado reservas para evitar la volatilidad cambiaria. Hoy en muchos bancos centrales de América Latina, en 2010-2011, han hecho grandes acumulaciones de

reservas internacionales (Gráfico 4).

De acuerdo al informe de la CEPAL (CEPAL, 2012, pp. 45-46) las autoridades monetarias han visto reforzada su convicción *“sobre la necesidad de contar con tipos de cambio que, aunque sean flexibles, no estén sujetos a una volatilidad extrema y estabilicen los estímulos para la producción de bienes exportables y transables, lo que explica las frecuentes intervenciones en los mercados cambiarios.”*

Gráfico 4



## Acumulación de reservas

El Banco de Pagos Internacionales señala que, por ejemplo “*Las autoridades japonesas y el Banco Nacional de Suiza (SBN) intervinieron en los mercados de divisas ante la acusada apreciación de sus monedas...*” [BPI, 2010, *op. cit.*, p. 43]. El Banco de Suiza optó por fijar un tipo de cambio mínimo. Según el cuadro de aumento de reservas, el Banco de Brasil incrementó a 63 mil millones de dólares, Chile a 14 mil millones de compras, de nuevas adquisiciones, y México a 23 mil millones (*al 2011*). [BPI, 2010, *ídem*]. Si no compraban, el tipo de cambio se iba a apreciar fuertemente y obviamente generaba mayor volatilidad cambiaria.

## Flexibilidad cambiaria

En cuanto a la flexibilidad cambiaria, el FMI continua recomendando que: “*Los tipos de cambio deberían mantenerse flexibles para crear márgenes de maniobra que permitan hacer frente a shocks externos. A fin de manejar flujos de capitales cuantiosos y volátiles, debería permitirse que los tipos de cambio fluctuaran para no crear presiones de mercado en una sola dirección. Podría considerarse la intervención cambiaria, particularmente después de haberse permitido un grado de apreciación sustancial, manteniendo la atención sobre los costos de esterilización.*” [FMI, 2012, *op. cit.*, p. 23].

## Al final ¿importa o no el régimen cambiario?

Una conclusión de un trabajo que se hizo también en la revista Moneda del Perú dice “...La más importante es que los regímenes per se no son suficientes para evaluar el desempeño [de un país]. Lo importante es el marco general de política monetaria y fiscal compatible al régimen.” [Vega y Lahura, 2012, p. 24]. Mi opinión es que en Bolivia, el marco general de política monetaria y fiscal es compatible con el régimen de tipo de cambio administrado.

## Controles de capital

En la actual coyuntura, se recomienda que pueda haber controles de capital siempre y cuando complementen “...el conjunto de instrumentos de política económica, sin sustituir los ajustes necesarios en las políticas macroeconómicas...” “Estas restricciones



[de capital] deberían considerarse por motivos de estabilidad macroeconómica -para evitar riesgos excesivos derivados de profundos déficits en cuenta corriente-...”. [Eyzaguirre et al., (2011), pp. 19-20].

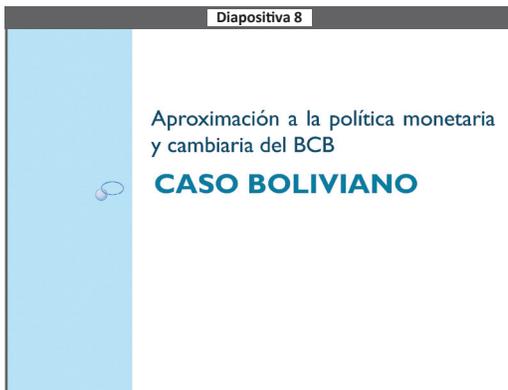
En el tema de controles de capital, el incremento de los flujos de capital genera dos tipos de respuesta: las

previsiones macroeconómicas y la afectación a la estabilidad financiera. De ahí que las políticas macroeconómicas: tipo de cambio, política monetaria y fiscal, tienen que estar previendo acerca del riesgo de los flujos de capital; y las políticas prudenciales deben fortalecer al sistema financiero, y aplicar o intensificar los controles de capital (Diagrama 2).

Del menú de medidas que se han ido aplicando con la crisis, en la práctica hay: controles de capital, mantenimiento de cuentas externas, tratamiento distinto a cuentas de no residentes, medidas selectivas para el manejo de las divisas, límites a la posición abierta, posición de cambios en moneda extranjera. Son medidas prudenciales que en la práctica han ido aplicando los países independientemente de los textos (Gráfico 5, p. 101).

Antes de la crisis se ponía énfasis en la flexibilidad cambiaria y en la política monetaria de metas de inflación y se ponía énfasis en la regulación microprudencial. El resto de temas no eran elementos relevantes o se manejaban muy ligeramente (*Gráfico 6, p. 101*).

Jeffrey Frankel en un artículo reciente de mayo de 2012 pregunta: “¿el fin de las metas de inflación?” Yo creo que lo que han hecho los bancos centrales es ser flexibles, adecuar sus regímenes a la realidad y a los *shocks* sin preservar demasiado la literatura teórica acerca del tema.

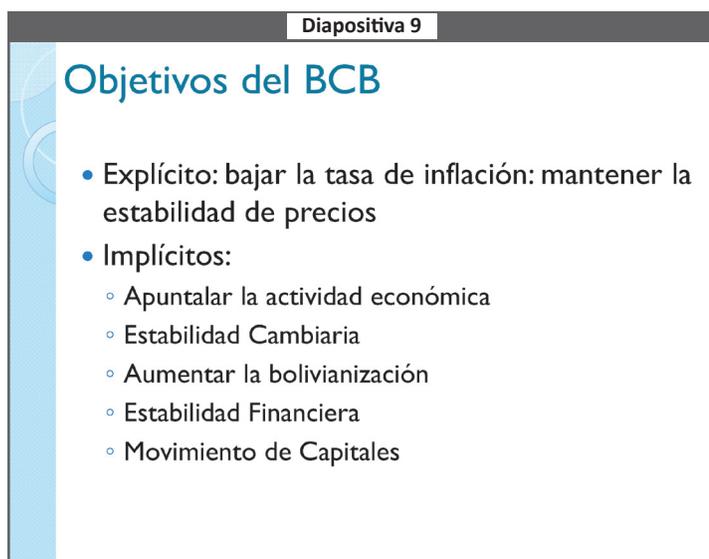


### La política monetaria del BCB

En lo que concierne al caso boliviano, la exposición sobre la política cambiaria y monetaria, quiero hacerla brevemente porque ese es un tema que atinge al BCB.

Este es un viejo esquema (*Diagrama 3, p. 102*) en el que se muestra que el Banco Central tiene por objetivo la estabilidad de precios, para lo cual

utiliza metas intermedias -anteriores expositores han descrito el Crédito Interno Neto y las Reservas Internacionales Netas- metas operativas en torno a la liquidez del sistema financiero, y cuenta con instrumentos que son variados, entre los que se indican Operaciones de Mercado Abierto, Créditos de Liquidez, Reportos.



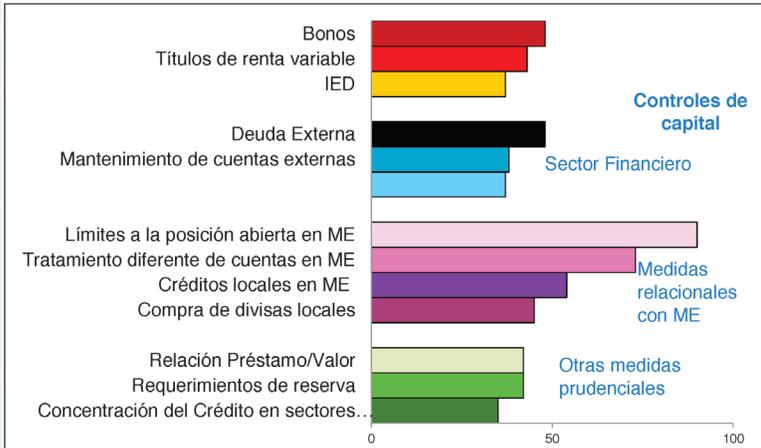
### Objetivos del BCB

El Banco Central tiene un objetivo explícito de bajar la tasa de inflación y mantener la estabilidad de precios. Pero tiene objetivos implícitos que están en sus informes de política monetaria: apuntalar la actividad económica -eso quiere decir que no se nos caiga la demanda-; monitorear el crecimiento en

**Gráfico 5**

## Menú de Medidas

**Distribución de Frecuencia de Medidas de Política Pre-crisis**  
(en porcentaje del total de observaciones)



**Fuentes:** AREAER del FMI, Schindler (2009) y encuesta del FMI a los países  
Las cifras reflejan la participación de los países con una medida en el año 2007

**Gráfico 6**

## Política Económica antes de la crisis





equilibrio con la estabilidad de precios; estabilidad cambiaria como objetivo implícito del Banco -lo ha explicado el Presidente del Banco Central-; la bolivianización que es un objetivo del Banco Central; la estabilidad financiera, para lo cual el BCB cuenta con un informe, un reporte; y movimientos de capitales que en el caso de Bolivia no son relevantes.

### Instrumentos del BCB

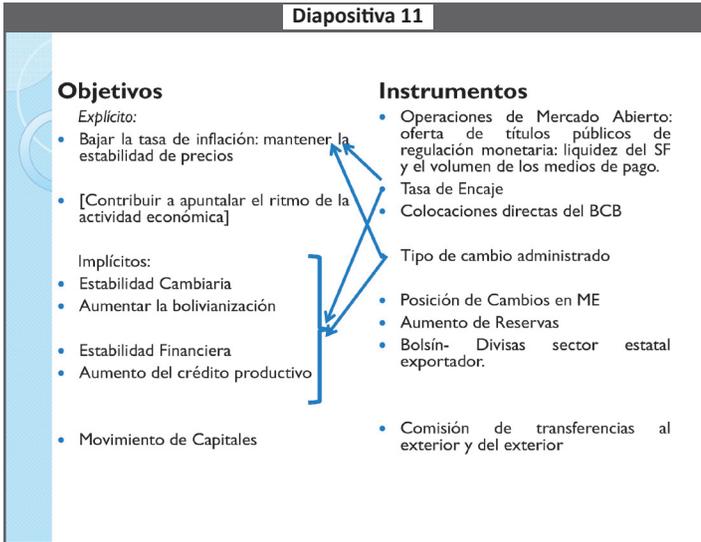
Los instrumentos son variados, instrumentos clásicos como el mercado abierto, el mecanismo de descuento; e instrumentos nuevos, que están en los informes del Banco, como tasas de encaje diferenciadas en moneda nacional, en moneda extranjera y también según el

**Diapositiva 10**

## Instrumentos del BCB

- Operaciones de Mercado Abierto
  - Colocaciones directas
- Mecanismo de descuento
  - Créditos de liquidez con garantía del Fondo RAL
  - Mecanismo de atención automática de requerimientos de liquidez con garantía del encaje legal en títulos
- Tasas de encaje diferenciadas en moneda nacional y en moneda extranjera
- Política cambiaria y el Bolsín
- Límites a la Posición de Cambios
- Comisiones por transferencias al y del exterior
- Crédito del Banco Central al Sector Público
  - Liquidez
  - Emergencias
  - **Inversión en las Empresas Estratégicas, mediante Ley.**

sector productivo, la política cambiaria y la demanda de divisas manejada a través del Bolsín, límites a la posición de cambios, comisiones por transferencias al y del exterior que aplicó muy adecuadamente el Banco Central cuando empezó la crisis, como forma de controlar el flujo de capitales para que no generen efectos negativos, créditos y

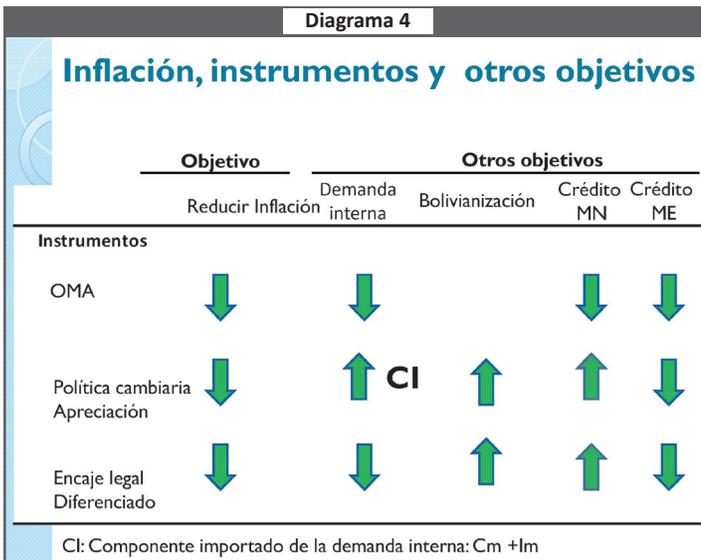


la inversión en las Empresas Estratégicas que se realiza mediante Ley.

El enfoque es que se tiene varios objetivos y varios instrumentos. La tasa de encaje es un instrumento que puede servir ya sea para un objetivo o para otro: de estabilidad cambiaria como la bolivianización financiera, y estabilidad de precios;

el tipo de cambio, por ejemplo, está también adecuadamente manejado, tratando de que la estabilidad de precios no se mueva, manteniendo, preservando o aumentando la bolivianización. Hay un manejo que yo considero flexible, un manejo que la realidad nos ha enseñado, no los textos ni por presión de organismos internacionales, sino

es la vivencia y la reacción oportuna de la Asesoría de Política Económica, de los distintos Gerentes acerca de cómo podemos manejar los instrumentos adecuadamente y de forma flexible.



En el esquema (Diagrama 4) se muestra que las OMA (Operaciones de Mercado Abierto) sirven para reducir la inflación, reducir la

demanda interna pero también pueden tener otros objetivos relacionados con el crédito porque nos interesa actuar a través de la tasa de interés. La política cambiaria se utiliza para reducir la inflación, que al alterar el componente nacional e importado del consumo y la inversión, tiene un efecto diferenciado en la demanda interna y en la bolivianización a través de los créditos. El encaje legal diferenciado también se usa con el objetivo de reducir la inflación e incentivar la bolivianización. Entonces hay un manejo de instrumentos y de objetivos adecuado.

De ahí se deriva que en el caso boliviano, la intervención en el mercado cambiario, el tipo de cambio administrado, la política macroregulatoria, acumulación de reservas, permiten un manejo más equilibrado de los problemas, en comparación con el otro casillero en el que solamente había que poner énfasis en la estabilidad de precios y en lo microprudencial (Diagrama 5).



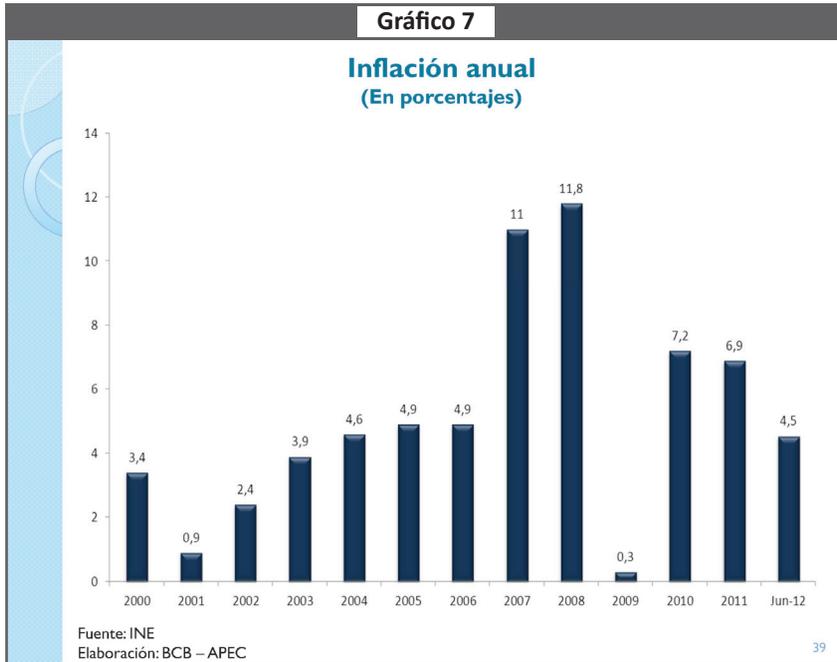
Entonces las políticas del BCB han tenido “...un carácter contracíclico...” “...actuando... con medidas oportunas para que la inflación disminuya y para coadyuvar con la mitigación ... de los ciclos económicos, con el uso de instrumentos... heterodoxos” dice el texto del Banco, (BCB, 2012, p. V).

- Diapositiva 12**
- Las políticas del BCB han tenido un carácter contracíclico actuando con medidas oportunas para que la inflación disminuya y para coadyuvar con la mitigación de los ciclos económicos con el uso de instrumentos heterodoxos.
  - Las OMAs regulan los impulsos monetarios y regulan la liquidez vía volumen, pero vía tasa de rendimiento señalizan las tasa de interés del sistema financiero.
  - La modificación de los requerimientos de encaje se utilizó para fomentar el crédito, consolidar la remonetización y promover una mejor administración de liquidez del sistema financiero.

Las OMA actúan vía volumen (*de liquidez*), pero actúan indirectamente vía tasa de rendimiento. Las OMA señalan también las tasas de interés del sistema.

Se modificaron los requerimientos de encaje para fomentar el crédito, consolidar la remonetización, y promover una mejor administración de la liquidez del sistema financiero, no solamente para preservar el pago de los depósitos de los bancos o regular la liquidez, sino realizar un manejo eficaz.

Como ven en el gráfico, a junio la inflación ha ido disminuyendo (*Gráfico 7*).

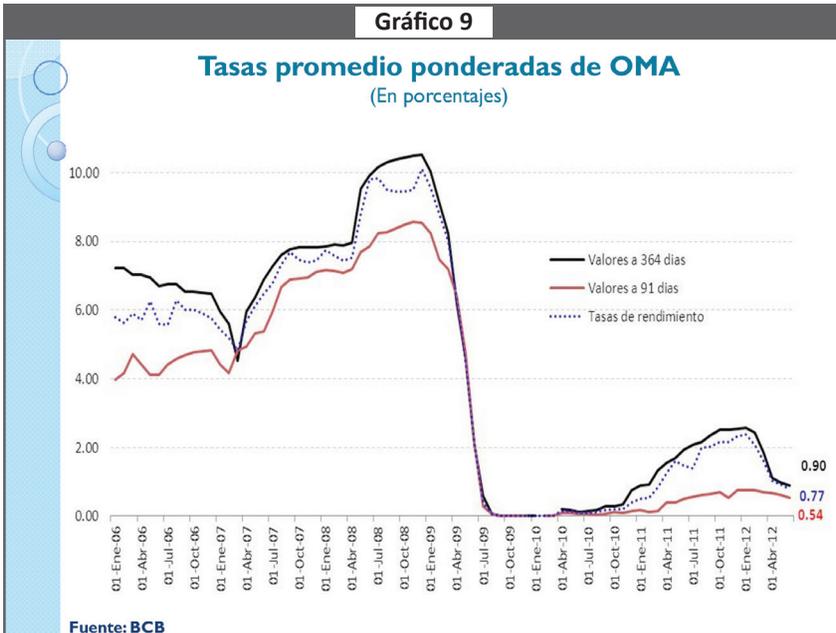
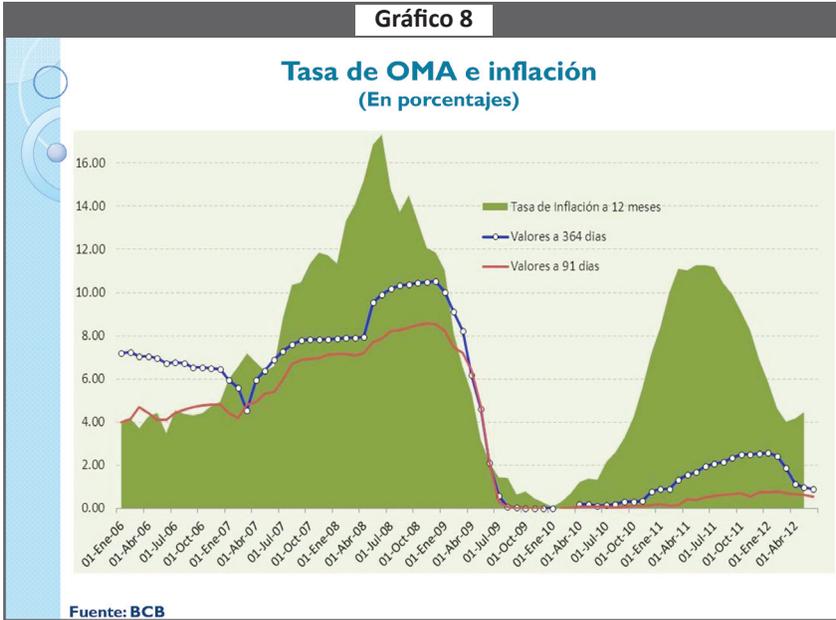


En el gráfico (*Gráfico 8*) se muestra el comportamiento de la tasa de las OMA y de la inflación. Se muestra igualmente las tasas promedio ponderadas, el momento en el que eran altas, después cuando bajaron de acuerdo al ciclo, y ahora cuando se recuperaron (*Gráfico 9*).

## Régimen Cambiario

El Régimen Cambiario del Bolsín ha permitido la acumulación de las reservas cuando empezó el ciclo favorable y la nacionalización de hidrocarburos. En consecuencia permitió que parte del excedente de las divisas de exportación se quedaran en el país y aumenten las reservas.

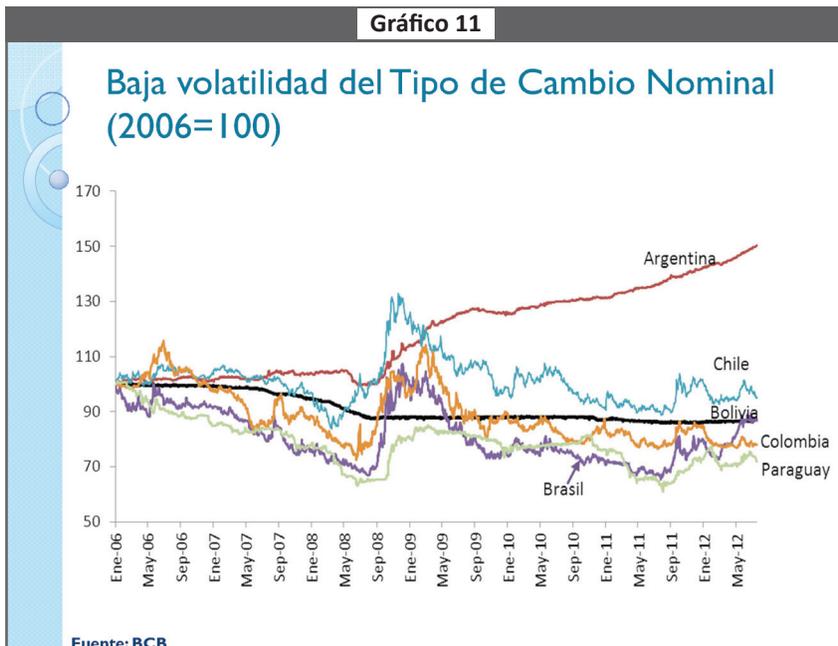
A su vez la estabilidad cambiaria vía administración del tipo de cambio permitió



contener la inflación, favorecer la bolivianización y contribuir al sistema financiero. En el gráfico se muestran las Reservas Internacionales y el nivel al que fueron creciendo (Gráfico 10).

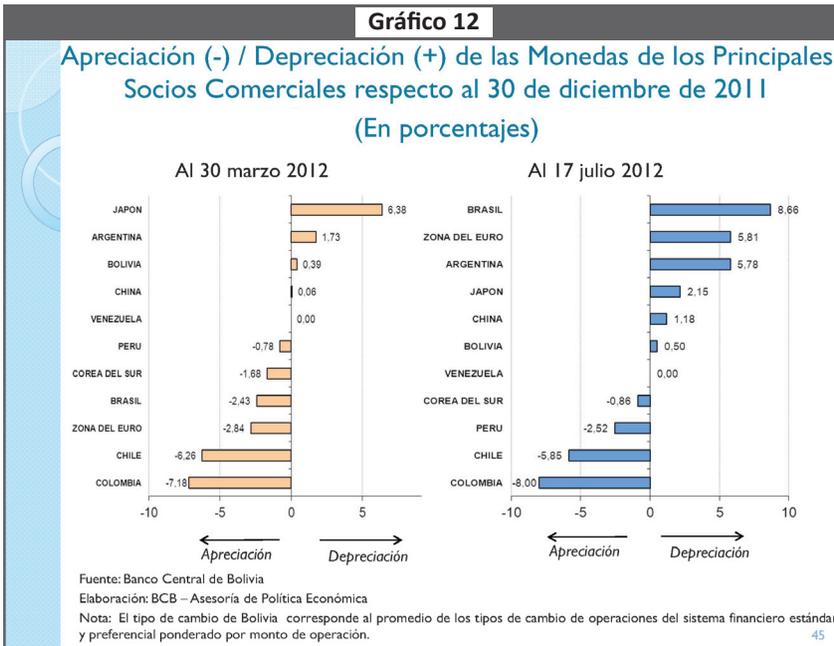


En lo que se refiere a la volatilidad del tipo de cambio, denominamos ‘rodeo innecesario’ al hecho de que los países depreciaron fuertemente sus monedas, luego las apreciaron, después, ante la crisis financiera, volvieron a depreciar sus monedas,



y luego las apreciaron nuevamente. Por lo tanto el tipo de cambio (*en Bolivia*) no puede estar en función de lo que les está sucediendo día a día a los países vecinos (*Gráfico 11*).

Por ejemplo, en el gráfico (*Gráfico 12*) se observa que al 17 de julio, los países que han depreciado sus monedas son los que se observa en la parte derecha, mientras que al



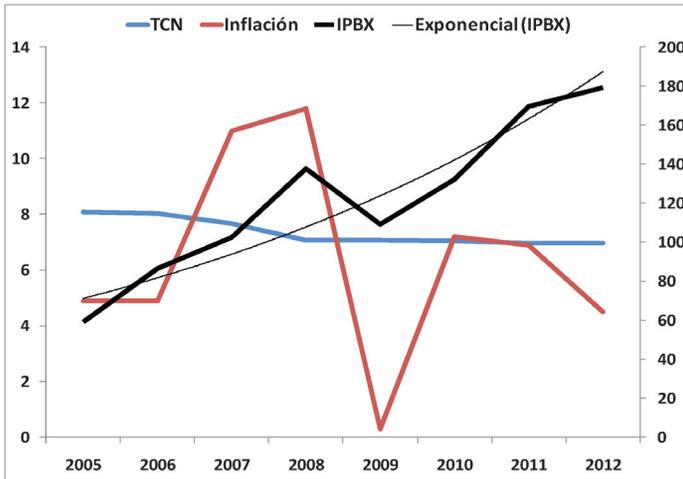
30 de marzo era menor la cantidad de países, (*parte izquierda del gráfico*). Bolivia no puede seguir a los otros países, a cuál seguiríamos, al que aprecia o deprecia más. Por lo tanto lo mejor es la estabilidad cambiaria.

En el gráfico (*Gráfico 13*) se muestra el tipo de cambio nominal (*TCN*) que es estable, y la inflación. El BCB se ocupa de que, por intermedio del tipo de cambio, la inflación no vaya más allá del margen, del rango previsto. Así también se muestra el Índice de Precios de los Productos de Exportación (*IPBX*). Se observa la tendencia que tiene el crecimiento de los precios de exportación. El tipo de cambio está vinculado no solamente con los precios de exportaciones sino con la inflación.

Se observa en el gráfico (*Gráfico 14*) la apreciación del tipo de cambio nominal y el aumento de reservas: al principio los niveles de tipo de cambio se fueron apreciando y fue subiendo el nivel de reservas, luego se estabilizó el tipo de cambio y la acumulación de reservas continuó. Como indicaba el Presidente del Banco Central, es mejor la estabilidad cambiaria frente a estas fluctuaciones, volatilidades de otros países.

Gráfico 13

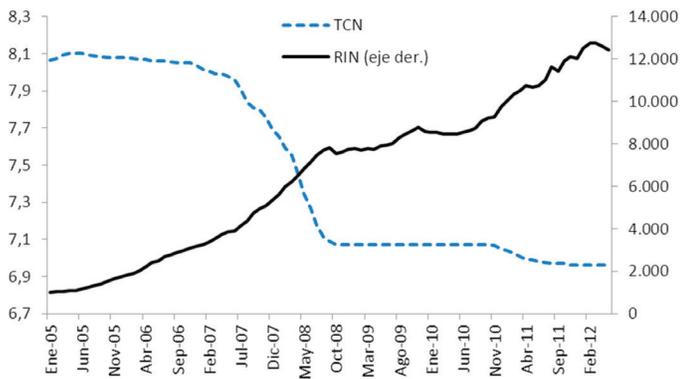
Tipo de cambio nominal, Inflación y IPPBX



Fuente: BCB

Gráfico 14

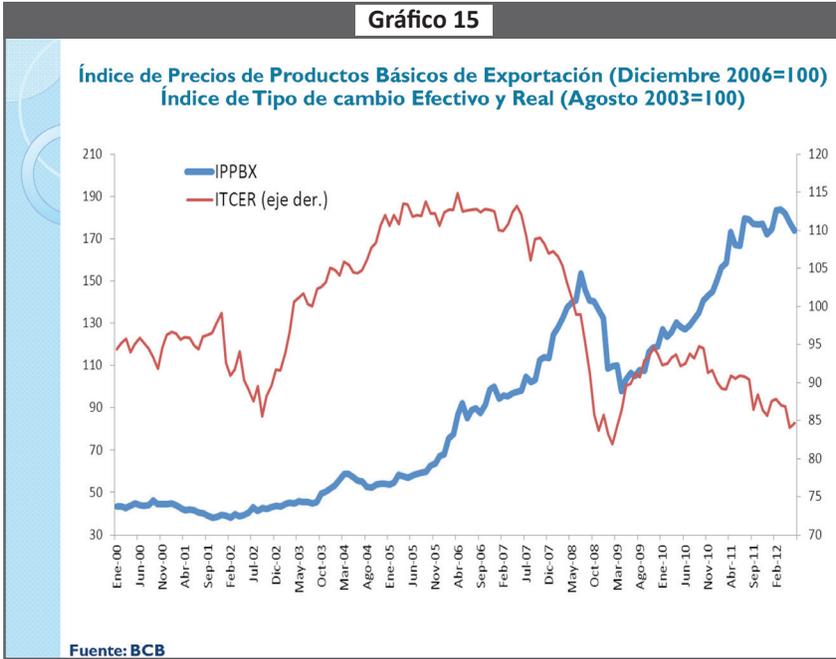
Apreciación e incremento de reservas (en Bs/\$us y millones de \$us)



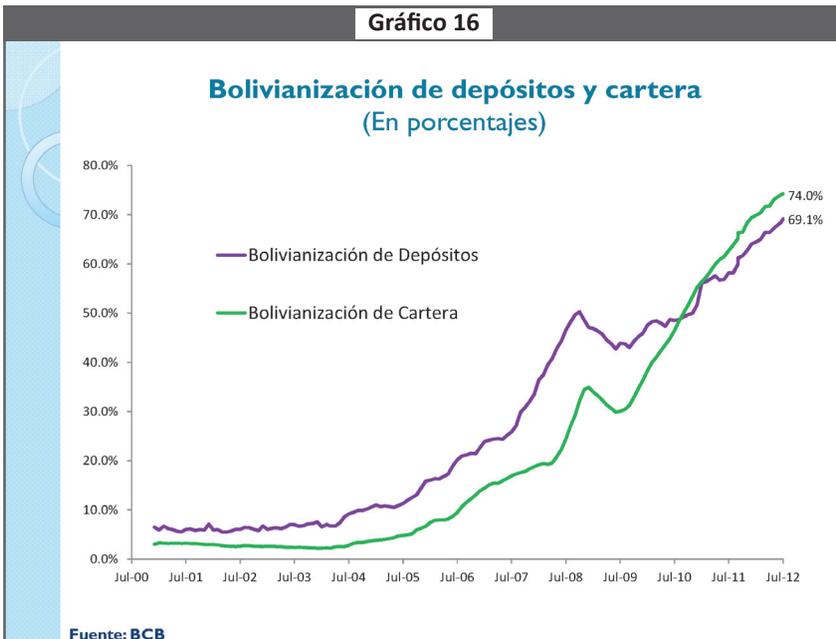
Fuente: BCB

El Índice de Precios de Exportación y el Tipo de Cambio Efectivo Real

El tipo de cambio efectivo real se dice se mueve cada día de acuerdo a las inflaciones



de los otros países, entonces indudablemente tenemos un *shock* favorable de precios y hay que tomar continuamente medidas de prudencia, medidas correctivas. El comportamiento se aprecia en el gráfico (Gráfico 15).





## Bolivianización

La bolivianización es un objetivo de la política monetaria y cambiaria. Se ha logrado la bolivianización de depósitos y de cartera, y en relación a lo que antes eran, el caso boliviano es un éxito (*Gráfico 16*).

Les agradezco la paciencia por la exposición. Muchas gracias.

## APÉNDICES

### APÉNDICE A

#### Glosario

##### Gráfico 5

- IED = Inversión Extranjera Directa

##### Diapositiva 10

- Fondo RAL = Fondo de Requerimiento de Activos Líquidos (fondo de activos en el cual las entidades financieras participan en proporción a su encaje constituido en títulos en el Banco Central de Bolivia)

##### Gráfico 13

- IPPBX ó IPBX = Índice de Precios de Productos Básicos de Exportación

##### Gráfico 15

- ITCER = Índice del Tipo de Cambio Efectivo y Real

## APÉNDICE B

### Referencias Bibliográficas

Banco Central de Bolivia, (2012). “Informe de Política Monetaria Enero 2012” . Disponible en [www.bcb.gob.bo](http://www.bcb.gob.bo).

Banco de Pagos Internacionales, (2012). “82° Informe Anual. 1 de abril de 2011 – 31 de marzo de 2012”. Disponible en [www.bis.org](http://www.bis.org).

Castillo, P., (2012). “Algunas lecciones de la crisis financiera para el diseño de política monetaria”, Banco Central de Reserva del Perú, *Moneda*, 150, pp. 12-15.

Carrera, C., (2012). “La comunicación del objetivo inflacionario de los bancos centrales: una revisión de casos”, Banco Central de Reserva del Perú, *Moneda*, 150, pp. 16-19.

CEPAL, (2012). “Informe macroeconómico de América Latina y el Caribe Junio de 2012”. Disponible en [www.cepal.org](http://www.cepal.org).

Eyzaguirre, N., M. Kaufman, S. Phillips, R. Valdés, (2011). “Manejando la abundancia en América Latina para evitar la crisis”, Documento de análisis del personal técnico del FMI SDN/11/07, abril.

Fondo Monetario Internacional, (2012). “Perspectivas Económicas Las Américas. Restableciendo flexibilidad y fortaleza”, abril. Disponible en <http://www.imf.org/external/spanish/pubs/ft/reo/2012/whd/wreo0412s.pdf>.

Frankel, J., (2010). “El fin de las metas de inflación” de 16 de mayo de 2012. Disponible en <http://crisisdelxxi.blogspot.com/2012/05/el-fin-de-las-metas-de-inflacion.html>.

Heenan, G., M. Peter, S. Roger, (2006). “Implementing Inflation Targeting: Institutional Arrangements, Target Design, and Communications”, IMF Working Paper WP/06/278, December.

Loza, G., F. Escobar, A. Pareja, (2010). “Medidas de política aplicadas en Bolivia frente a la crisis internacional”, Banco Central de Bolivia, agosto.

Mishkin, F., (2004). “Can inflation targeting work in emerging market countries?” National Bureau of Economic Research, Working paper 10646, July.

Ostry, J., A. Ghosh, M. Chamon, (2012). “Two Targets, Two Instruments: Monetary and Exchange Rate Policies in Emerging Market Economies”, IMF Staff Discussion Note SDN/12/01, February.

Scott, R. (2010). “Veinte años de metas de inflación”, publicado en Revista *Finanzas y Desarrollo* del Fondo Monetario Internacional, marzo de 2010, pp. 46 – 49.

Schindler, M. (2009). “Measuring Financial Integration: A New Data Set”, *IMF Staff Papers*, 56 (1), pp. 222-238.

Vega, M. y E. Lahura, (2012). “Regímenes cambiarios y desempeño macroeconómico”, Banco Central de Reserva del Perú, *Moneda*, 150, pp. 24-26.

## Ponencia 5

# Crecimiento y estabilidad macroeconómica: la perspectiva desde Bolivia

Raúl Mendoza Patiño

Asesor Principal de Política Económica del Banco Central de Bolivia

Diapositiva 1



**VI JORNADA Monetaria**  
ESTABILIDAD Y  
CRECIMIENTO ECONÓMICO  
Jueves 19 de julio de 2012

**Crecimiento y estabilidad macroeconómica:  
La perspectiva desde Bolivia**

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

Buenas tardes señor Presidente del Banco Central de Bolivia (BCB), autoridades del Banco Central, autoridades que nos visitan, distinguidos expositores que nos acompaña en ésta jornada, público en general. Aprovecho también para saludar a todos los servidores públicos del BCB en su 84° aniversario.

Mi presentación está estructurada en cuatro puntos. En el primer punto, “la estabilidad macroeconómica en la encrucijada”, se describen los dilemas que están enfrentando la política macroeconómica y la teoría macroeconómica en el mundo. Estos dilemas se configuran en diversos problemas cuyas respuestas no

son únicas, y además ninguna de estas respuestas tiene aceptación plena. En este contexto plantearé algunas interrogantes a paradigmas que se han ido señalando a lo largo de esta jornada.

Con ello se configurará un marco para entrar en el segundo punto a analizar:

Diapositiva 2

**SUMARIO DE LA PRESENTACIÓN**

- 1. La estabilidad macroeconómica en la encrucijada.**
- 2. El nuevo marco de políticas del Banco Central de Bolivia.**
- 3. Estabilidad y crecimiento.**
- 4. Comentarios finales.**



la política monetaria, la política cambiaria y los temas relacionados con política macroprudencial del BCB.

En el tercer punto abordaré el tema de estabilidad y crecimiento, mencionando políticas del Poder Ejecutivo, ya que este es el resultado de la aplicación de políticas de diferente índole.

Luego realizaré los comentarios finales.

### La estabilidad macroeconómica en la encrucijada

Con las siguientes frases quiero reseñar la discusión en la que estaré abocado en esta sección. Keynes (1924) nos decía: “El largo plazo es una guía engañosa para los problemas de la actualidad. En el largo plazo todos estaremos muertos. Los economistas consideran una tarea fácil e inútil señalarlos durante las temporadas tempestuosas que cuando la tormenta pase, el océano volverá a ser tranquilo nuevamente”. [Traducción libre de Keynes, 1923].

Diapositiva 3
<b>Estabilidad y crecimiento económico</b>
<i>«El largo plazo es una guía engañosa para los problemas de la actualidad. En el largo plazo, todos estaremos muertos. Los economistas consideran una tarea fácil e inútil señalarlos durante las temporadas tempestuosas, que cuando la tormenta pase el océano volverá a ser tranquilo nuevamente.»</i>
<b>John Maynard Keynes (1923)</b>
<i>«Cuando uno comienza a pensar acerca de ellas [las consecuencias del crecimiento en el largo plazo], es difícil pensar en cualquier otra cosa.»</i>
<b>Robert Lucas Jr. (1988)</b>
<i>«[Robert] Lucas arguyó que el crecimiento importaba para el bienestar mientras que los ciclos no; si los ciclos económicos afectan la tasa de crecimiento, entonces importan después de todo.»</i>
<b>Gadi Barlevy (2004)</b>

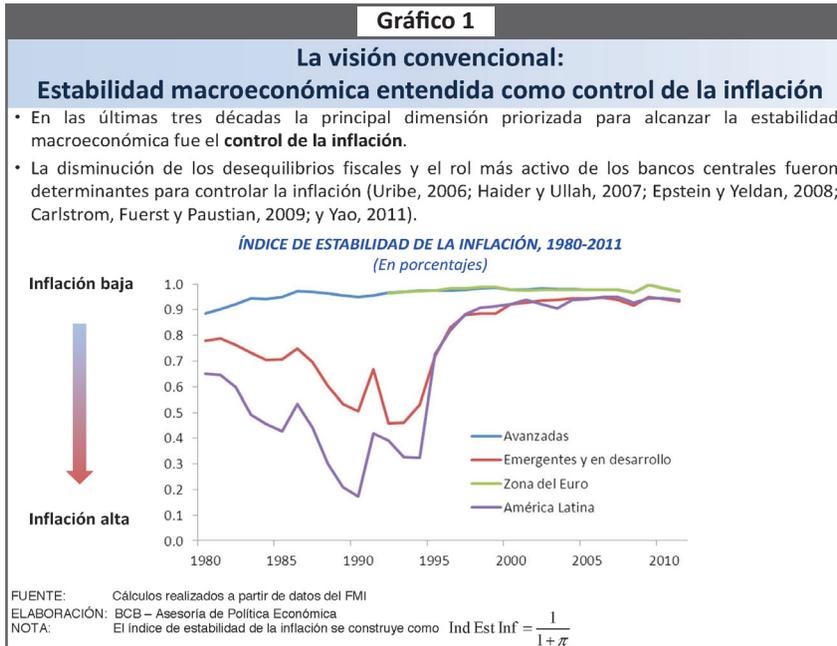
A lo que se refería Keynes era que el largo plazo no importa, lo que importa es la coyuntura.

Lucas (1988) decía “cuando uno comienza a pensar acerca de ellas”, refiriéndose a las consecuencias del crecimiento en el largo plazo, “es difícil pensar en cualquier otra cosa”. [Traducción libre de Lucas, 1988, p. 5]. El mensaje de Lucas era que la coyuntura o el corto plazo no importan, y solamente el crecimiento de largo plazo es lo que debe importarnos.

Al respecto tengo una cita de Barlevy (2004) quien dijo “Lucas arguyó que el crecimiento importa para el bienestar mientras que los ciclos no; si los ciclos económicos afectan a la tasa de crecimiento, entonces importan después de todo”. [Traducción libre de Barlevy, 2004, p. 986].

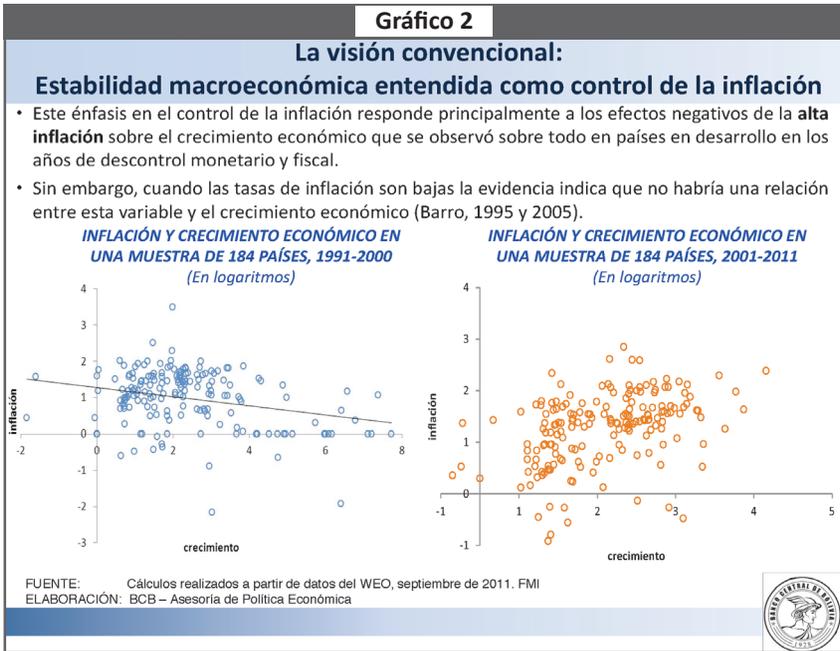
En relación al debate acerca de si importa o no la coyuntura, consideramos que importa la coyuntura e importa también el crecimiento de largo plazo.

La visión convencional consideraba a la estabilidad macroeconómica como el control de la inflación. En el gráfico (*Gráfico 1*) se puede apreciar el Índice de estabilidad

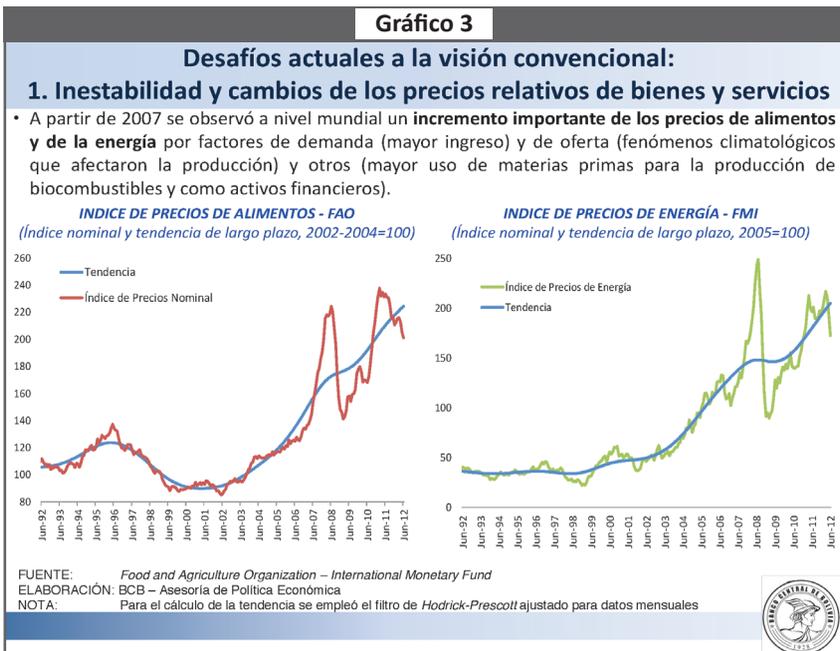


de la inflación. En el denominador de la fórmula se encuentra la inflación, por lo que a una inflación más baja, el índice es más elevado. Se observa a América Latina con problemas de inflación que poco a poco se fueron resolviendo y convergió a la situación de las economías avanzadas y de las economías emergentes que igualmente tuvieron problemas de inflación aunque en menor medida, y que convergieron a un nivel más bajo. Esta disminución de la inflación principalmente en las economías emergentes y en América Latina se la hizo principalmente a través de los controles al gasto público, diferentes ajustes que se enfocaron en medidas de política fiscal. Éste énfasis en el control de la inflación respondía a que existía una relación inversa entre la inflación y el crecimiento.

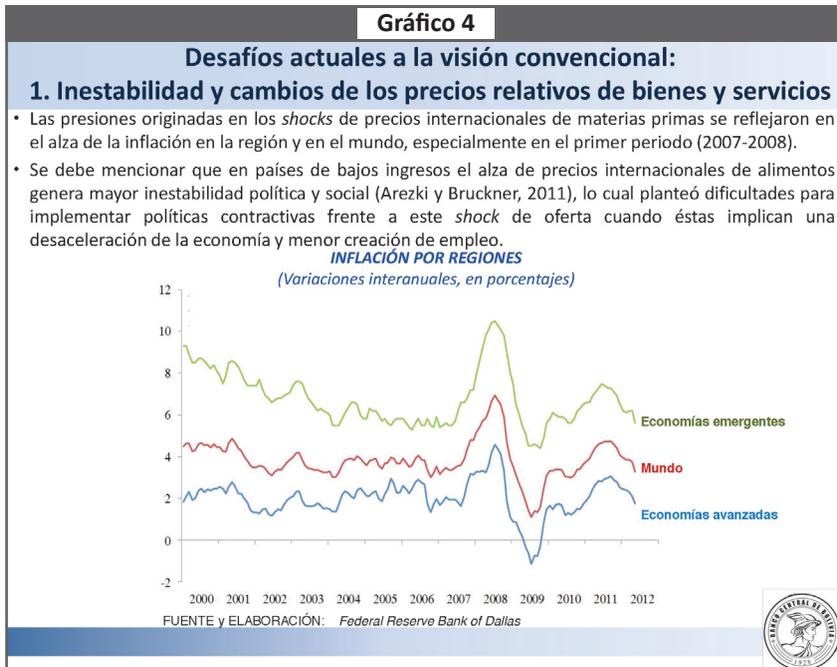
En la gráfica (*Gráfico 2*) se puede ver un trabajo que hicimos en el BCB sobre una muestra de 184 países. Para un periodo de 1991 al 2000, se puede observar una relación inversa: mientras más alta era la inflación el crecimiento era más bajo. Sin embargo, con una muestra mucho más reciente, del 2001 al 2011, la relación no es muy clara. Y aquí podemos citar a Barro (1995, 2005) que decía que cuando las tasas de inflación son bajas la evidencia indica que no habría una relación entre esta variable y el crecimiento económico.



¿Cuáles son los desafíos que estamos planteando a la visión convencional de la estabilidad macroeconómica? El primero de ellos es la estabilidad y cambios en los precios relativos de los bienes y servicios. El mundo experimentó fenómenos que

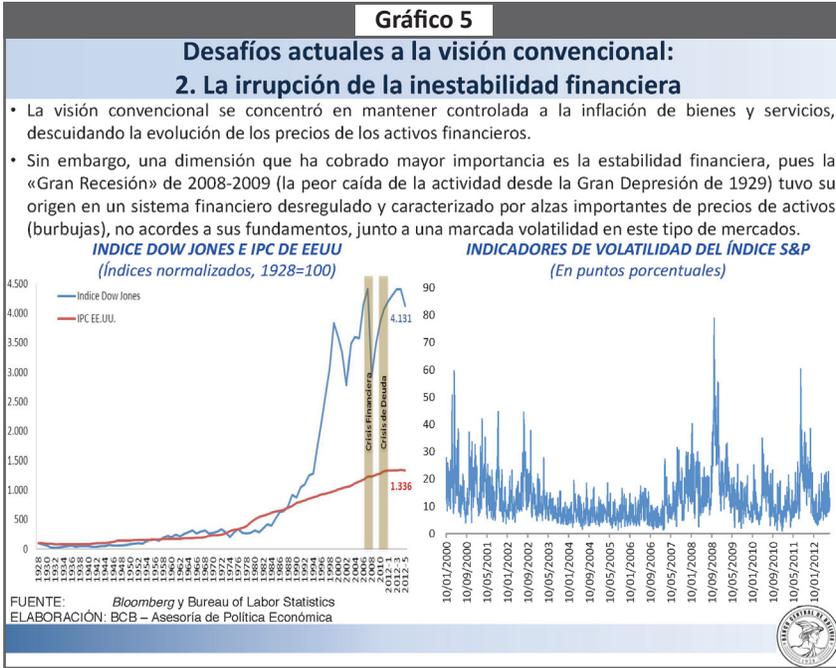


antes no los había visto en esta magnitud: incremento de los precios de los alimentos que se deben a factores de mayor demanda, como por ejemplo China consumiendo más; problemas de oferta inherentes también a Bolivia como factores climatológicos que afectaron a la producción; y otros como el uso de los alimentos como materia prima para producir biocombustibles. Ahí nuevamente el tema de la inflación pasa a ser la atención central. El índice de precios de energía empezó a subir notoriamente, principalmente en los años 2008-2009, que es otro elemento que pone desafíos a una visión convencional de estabilidad de precios ya que esos incrementos en los precios se traducen en alzas en la inflación en las economías avanzadas (*Gráfico 3*). Se ha visto el 2008 un fuerte incremento de precios, y en menor medida, entre el 2010 y el 2011, explicados por ambos factores en las economías emergentes y en el mundo (*Gráfico 4*).



El segundo desafío que planteamos es acerca de la irrupción de la inestabilidad financiera. Se observa el índice de precios de Estados Unidos y el índice Dow Jones<sup>1</sup>, (*lado izquierdo del Gráfico 5*) y el indicador de volatilidad de Standard & Poors<sup>2</sup> (*lado derecho del Gráfico 5*). En ambos casos podemos ver una fuerte volatilidad el 2008, que se reitera nuevamente a fines del 2010 y principios del 2011, y que plantea otros desafíos a esa visión convencional de la estabilidad, el IPC (*Índice de Precios al Consumidor*).

Tercer desafío a una visión convencional y que tiene que ver mucho con lo que se ha hablado el día de hoy a favor y en contra de la flexibilidad cambiaria. Se dice que la flexibilidad cambiaria tiene la virtud de proteger a las economías generándoles



menores efectos en la actividad real. Esto quiere decir que las economías con flexibilidad cambiaria deberían crecer más. En un ejercicio que hicimos igualmente para los 184 países antes mencionados, podemos ver que los países con régimen de tipo de cambio fijo crecen en una magnitud superior a los países con régimen de tipo de cambio flotante, pero los países con régimen de tipo de cambio intermedio crecen todavía más que los países con régimen de tipo de cambio fijo y flotante. Estos son datos que hemos tomado para el periodo 2005 - 2011, en el que estamos analizando estas turbulencias (*lado derecho del Gráfico 6*). Esto contradice la visión convencional de que la flexibilidad cambiaria podría proteger a las economías de los *shocks* externos en términos de su actividad real.

En el gráfico podemos ver algo que también desafía las visiones convencionales. Se decía que fijar el tipo de cambio permite bajar la inflación y por eso muchos países lo han hecho e incluso algunos han efectuado una fijación completa o dolarización. Los países con tipo de cambio flotante son los que tienen la inflación más baja, los que tienen tipo de cambio fijo tienen inflación intermedia, y los países que tienen tipo de cambio intermedio tienen una inflación más alta (*lado izquierdo del Gráfico 6*). Dos enfoques en gran parte aceptados se contradicen con los resultados que hemos encontrado.

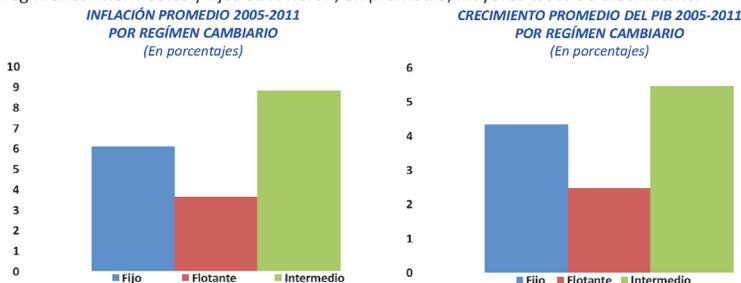
Se reproduce un gráfico (*Gráfico 7*) de un trabajo realizado por Aghion et al. (2006) acerca de la inestabilidad cambiaria. Se decía que regímenes con flexibilidad cambiaria

**Gráfico 6**

**Desafíos actuales a la visión convencional:**

**3. Estabilidad cambiaria y la disyuntiva sobre su administración**

- En los últimos años, los regímenes cambiarios flotantes tuvieron mejores resultados en el control de la inflación. Por el contrario, regímenes de tipo de cambio fijo e intermedios registraron tasas de inflación más elevadas, aspecto diferente al encontrado en trabajos previos (Edwards, 1993; Ghosh *et al*, 1995).
- Aunque existe respaldo de que los regímenes flexibles son propicios para el crecimiento (Levy-Yeyati y Sturzenegger, 2003; y Larraín y Parro, 2004), la experiencia reciente muestra que los países con regímenes intermedios y fijos obtuvieron, en promedio, mayores tasas de crecimiento.



FUENTE: FMI - WEO, septiembre 2011.  
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica  
 NOTA: Para la clasificación de los regímenes se empleó la «De Facto Classification of Exchange Rate Regimes and Monetary Policy Frameworks» del FMI.



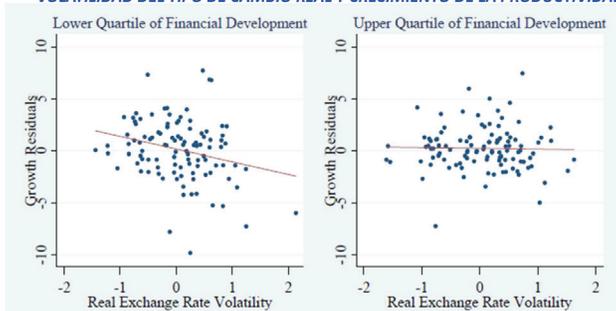
**Gráfico 7**

**Desafíos actuales a la visión convencional:**

**3. Estabilidad cambiaria y la disyuntiva sobre su administración**

- Los efectos de la estabilidad cambiaria están condicionados a las características inherentes a cada economía. Holland *et al* (2011) y Schnabl (2007) encuentran que una mayor (menor) volatilidad del tipo de cambio real tiene efectos significativos negativos (positivos) en el crecimiento. La estabilidad del mercado cambiario es igualmente relevante (McKenzie, 1999; Prasad *et al*, 2003).
- Al respecto, es sugestivo que algunos autores (Aghion *et al*, 2006) encuentren que en economías con menor desarrollo financiero, existe una relación negativa entre la volatilidad del tipo de cambio real y la tasa de crecimiento de largo plazo de la productividad.

**VOLATILIDAD DEL TIPO DE CAMBIO REAL Y CRECIMIENTO DE LA PRODUCTIVIDAD**



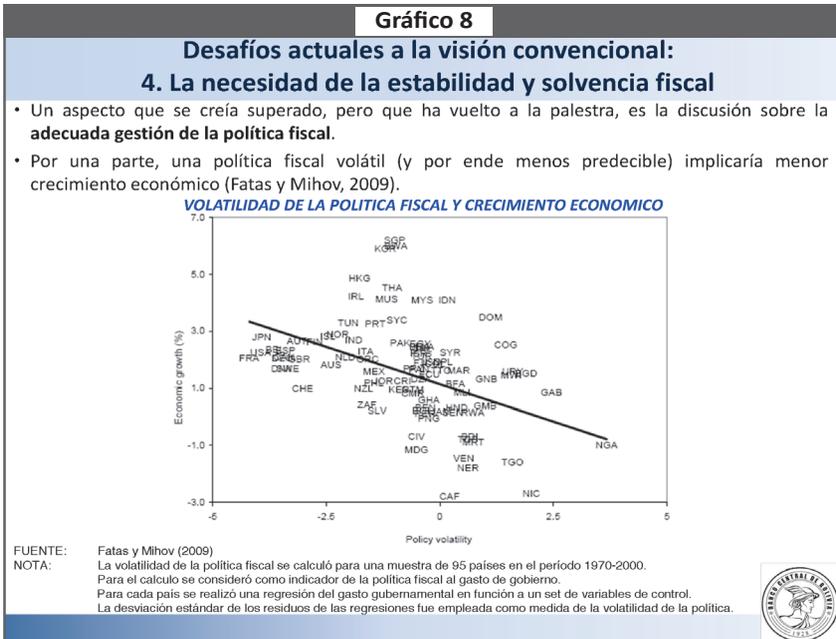
Fuente: Aghion *et al* (2008)



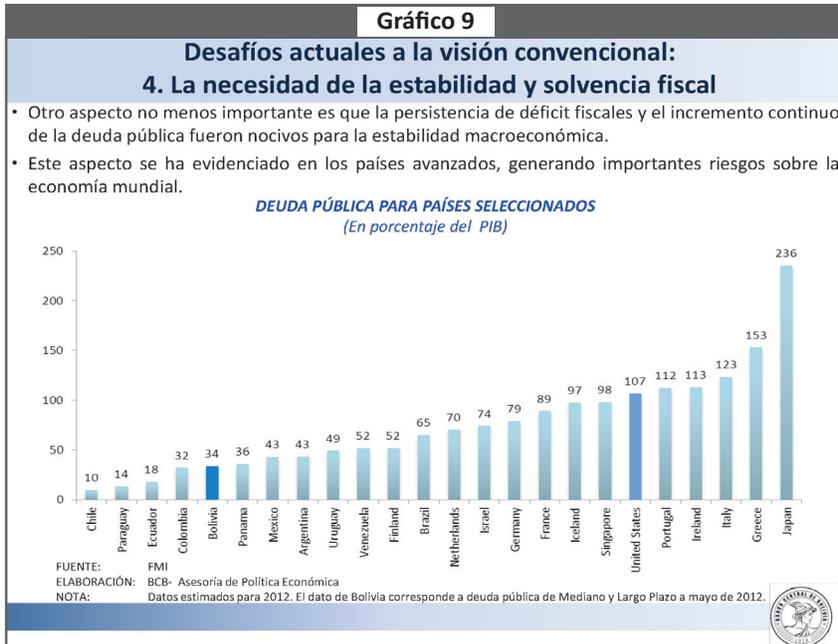
protegen a las economías, aunque en este trabajo, se encontró que los países que están en el cuartil más bajo de desarrollo financiero tienen una relación inversa entre inestabilidad cambiaria y crecimiento. Esto quiere decir, que a mayor inestabilidad

hay costos en el crecimiento. La relación ya no es clara en países con un desarrollo financiero muy alto en el cuartil superior. El mensaje que nos está dando este estudio es que la receta no puede ser única para todos los países, y adoptar la flexibilidad cambiaría cuando se tiene un sistema financiero que no está en el cuartil superior de desarrollo podría haber implicado costos en la actividad económica.

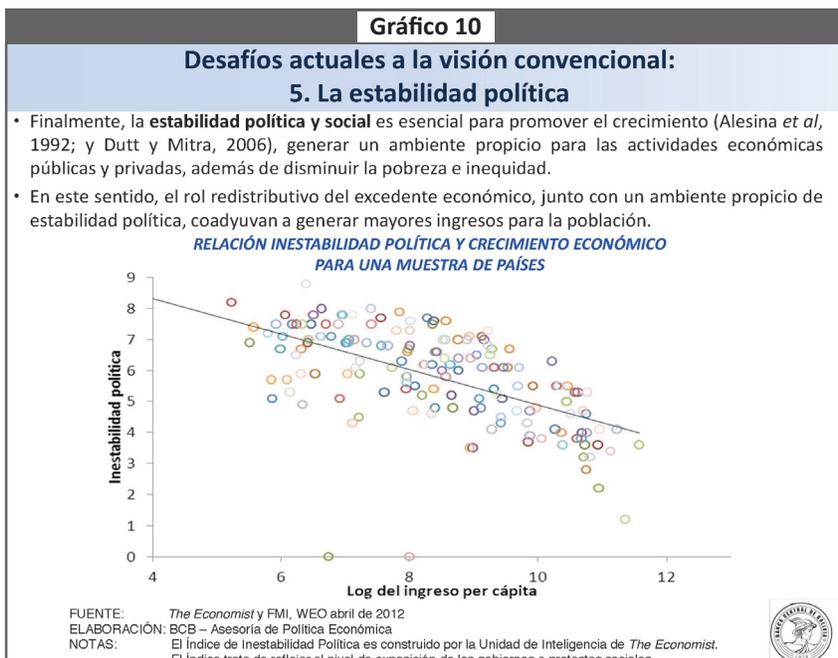
Un cuarto desafío es la necesidad de estabilidad y solvencia fiscal. Nuevamente el tema fiscal surge en la palestra del debate en cuanto a los efectos macroeconómicos que puede tener en una economía, ahora en otra región del mundo. Hace años esa preocupación estaba en Latinoamérica, y en el trabajo de Fatás y Mihov (2009) se muestra que existe una relación inversa entre la volatilidad fiscal y el crecimiento, lo que quiere decir que a mayor volatilidad fiscal, a mayores desequilibrios fiscales, el crecimiento también será menor, otro elemento que se debe tomar en cuenta en lo que se refiere a estabilidad macroeconómica y crecimiento (*Gráfico 8*).



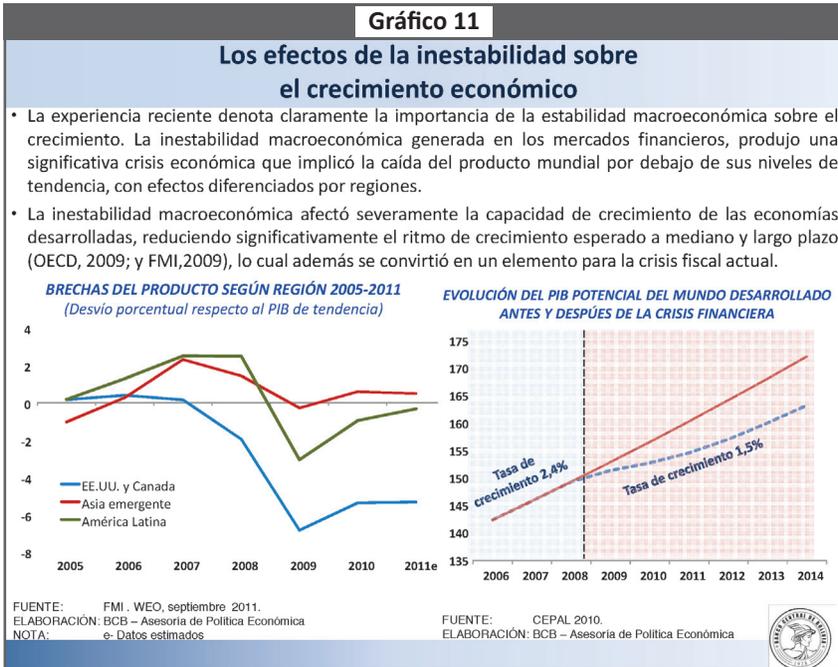
Se aprecia en el gráfico (*Gráfico 9*) las consecuencias de la volatilidad fiscal en términos del endeudamiento público: países como el Japón con deudas de alrededor del 236% de su producto -más de dos veces su Producto Interno- Estados Unidos ya ha superado el 100% de su producto, y muchos países de Europa con tasas por encima del 100%. En el otro extremo está Latinoamérica, con tasas muy bajas de endeudamiento. Podemos ver a Bolivia con una tasa de endeudamiento público interno y externo del 34%.



Un quinto desafío que planteamos cuando nos referimos a la estabilidad macroeconómica, es la estabilidad política. En el trabajo de Alesina et al. (1992) y de Dutt y Mitra (2006) se encuentra que existe una relación inversa entre el ingreso



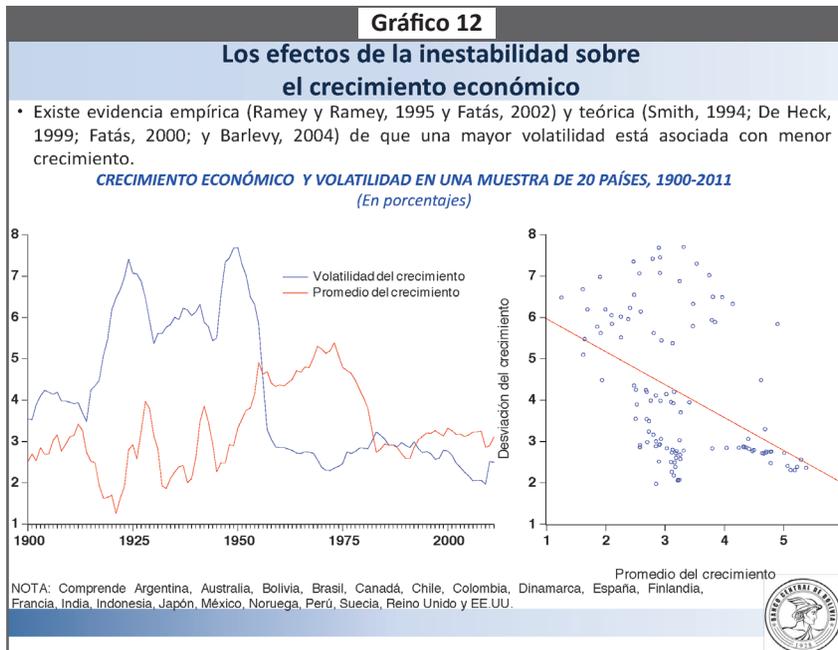
per cápita y la inestabilidad política (*Gráfico 10*). Cuando hablamos de estabilidad macroeconómica y crecimiento, ésta es una variable que también juega un rol importante. ¿Cuáles han sido los efectos de esa inestabilidad y los desafíos que estoy planteando? Hemos tenido una caída muy importante en la producción mundial. En la gráfica (*lado izquierdo del Gráfico 11*) se ve la caída en la brecha del producto de Estados Unidos -el término negativo indica que estaba creciendo por debajo de su producto potencial- y una recuperación que no alcanza a los niveles previos a la crisis. Pasa lo propio en América Latina, con una caída del producto y con efectos que no se redujeron únicamente a ese período de crisis.



Respecto a las láminas iniciales en las que me refería a que el corto plazo importa para el largo plazo, menciono que la tasa de crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) potencial del mundo estaba estimada en 2,4%; la crisis financiera internacional transformó esta tasa de crecimiento potencial a una de 1,5%, dejando efectos negativos a la economía mundial por largo plazo (*lado derecho del Gráfico 11*).

Encontramos también que la volatilidad en el crecimiento tiene efectos negativos en el promedio del crecimiento. Se menciona bastante cuando un determinado país está creciendo a una tasa supongamos del 12%, pero cuando al siguiente año esa tasa cae al 1% ya no se menciona. Esa es la volatilidad del crecimiento y eso genera daños.

En el gráfico se puede observar la desviación del crecimiento: una volatilidad más alta implica menor promedio de crecimiento (*Gráfico 12*).



¿Qué estamos planteando como un enfoque más amplio de estabilidad macroeconómica, saliendo de esa visión convencional de estabilidad centrada únicamente en la inflación?

- El control de la inflación en un nuevo entorno de precios relativos en constante cambio: precios relativos de la energía y de los alimentos que se están moviendo en el mundo, tienen influencia en la inflación interna de los países, la ha tenido en Bolivia.
- Una regulación adecuada y oportuna de los mercados financieros: la crisis financiera dio lugar a una crisis económica, a una recesión mundial con efectos duraderos para el PIB mundial.
- Una razonable estabilidad cambiaria que apunte a que el tipo de cambio real se mueva según sus fundamentos: vimos en las gráficas que la sobre-reacción cambiaria tiene costos en la actividad real.
- La preservación de los equilibrios fiscales intertemporales y políticas fiscales predecibles.
- Políticas sociales que promuevan un ambiente social y político adecuado.

Esos elementos son los planteamientos que hacemos en una visión más amplia de lo que es la estabilidad macroeconómica.

Me referiré ahora al marco de políticas del Banco Central de Bolivia. Un elemento central es que el BCB tiene un nuevo marco institucional de sus políticas. Además tiene un rol más activo de la política monetaria porque asume el carácter contracíclico. Al BCB le preocupa la inflación, es su mandato constitucional, pero le preocupa también morigerar los ciclos económicos sobre todo cuando estos son perjudiciales para la economía, el empleo y el ingreso de las familias.

La política cambiaria tiene una nueva orientación. Ha ayudado a mitigar la inflación importada pero no se han generado desalineamientos persistentes.

Un elemento central es recuperar las funciones del dinero de la moneda nacional y veremos por qué. Ese aspecto ha sido muy importante en el nuevo rol de la política monetaria, un rol que juega el Banco Central en complementación con el Ministerio de Economía y Finanzas Públicas (MEFP) y la Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero (ASFI) mediante un trabajo muy arduo y coordinado que se hace en lo referente a políticas macroeconómicas y macroprudenciales.

Finalmente un tema que no podemos dejar de mencionar es el financiamiento a las Empresas Públicas Nacionales Estratégicas y emprendimientos productivos del Estado.

### **El nuevo marco de políticas del Banco Central de Bolivia**

¿Cuál es el nuevo marco institucional de las políticas del BCB? La antigua Constitución Política del Estado de 1967 no cita textualmente al Banco Central de Bolivia, y en referencia a la política monetaria señala “*el Estado determinará la política monetaria, bancaria y crediticia*” [Gaceta Oficial de Bolivia, 1967]<sup>3</sup>. La ley 1670 tiene una visión más convencional en la que señala “*el objeto del BCB es procurar la estabilidad del poder adquisitivo interno de la moneda nacional*” [Gaceta Oficial de Bolivia, 1995]<sup>4</sup>. La Constitución Política del Estado aprobada en 2009 señala que la estabilidad es para el bienestar y dice textualmente “*En el marco de la política económica del Estado, es función del Banco Central de Bolivia mantener la estabilidad del poder adquisitivo interno de la moneda, para contribuir al desarrollo económico y social*” [Gaceta Oficial de Bolivia, 2009]<sup>5</sup>. Este es el nuevo marco institucional de las políticas del Banco Central y bajo ese marco se cumple un rol más activo de las políticas.

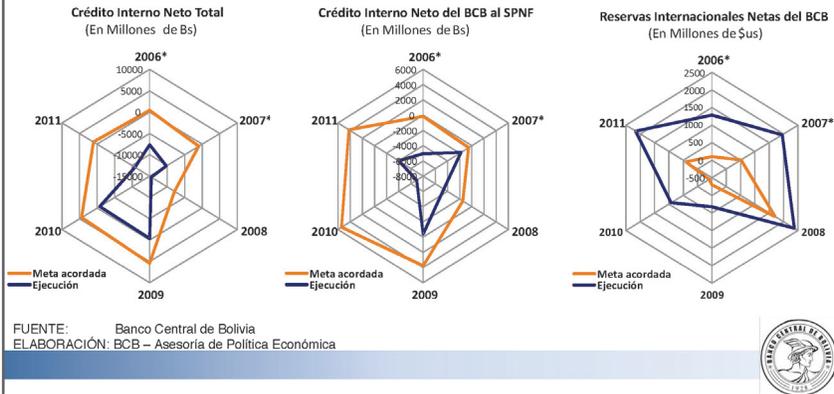
En primer lugar quiero destacar que se hace una programación macroeconómica. Todos los años el Presidente del Banco Central y el Ministro de Economía y Finanzas Públicas firman un acuerdo, transparente a la sociedad, con presencia de la prensa, en el que se comprometen a determinadas metas macroeconómicas. En el gráfico se exponen las diferentes metas macroeconómicas que en todos los años han sido cumplidas con amplios márgenes. Destacando el cambio, se menciona que antes del 2006, los acuerdos macroeconómicos se firmaban con el Fondo Monetario Internacional (Gráfico 13).

Gráfico 13

## 2.- Un rol más activo de la política monetaria, acorde con su naturaleza contracíclica

- El BCB instrumenta su política monetaria por medio de metas cuantitativas, en coordinación con el Órgano Ejecutivo, mediante acuerdos que se suscriben entre el MEFP y el BCB desde 2006 al inicio de cada gestión (Programa monetario y Programa fiscal).
- Todas las metas anuales establecidas en el Programa se cumplieron con amplios márgenes.

**METAS CUANTITATIVAS DEL PROGRAMA FISCAL FINANCIERO, 2006-2011**  
*(Flujos en millones acumulados a partir del 1ro de enero de cada gestión)*

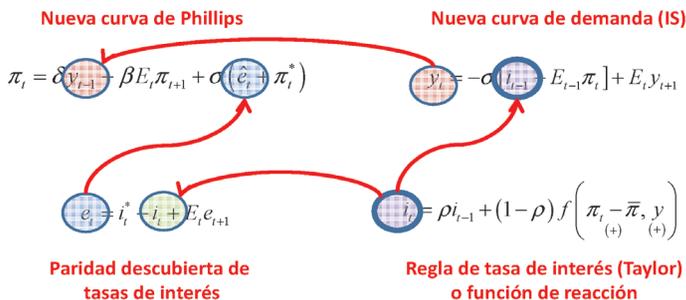


En el tema del rol más activo de la política monetaria yo creo que es necesario hacer una comparación entre lo que son las metas de inflación y nuestra forma de instrumentar la política monetaria. Las metas de inflación determinan la tasa de interés con una

Diagrama 1

## 2.- Un rol más activo de la política monetaria, acorde con su naturaleza contracíclica

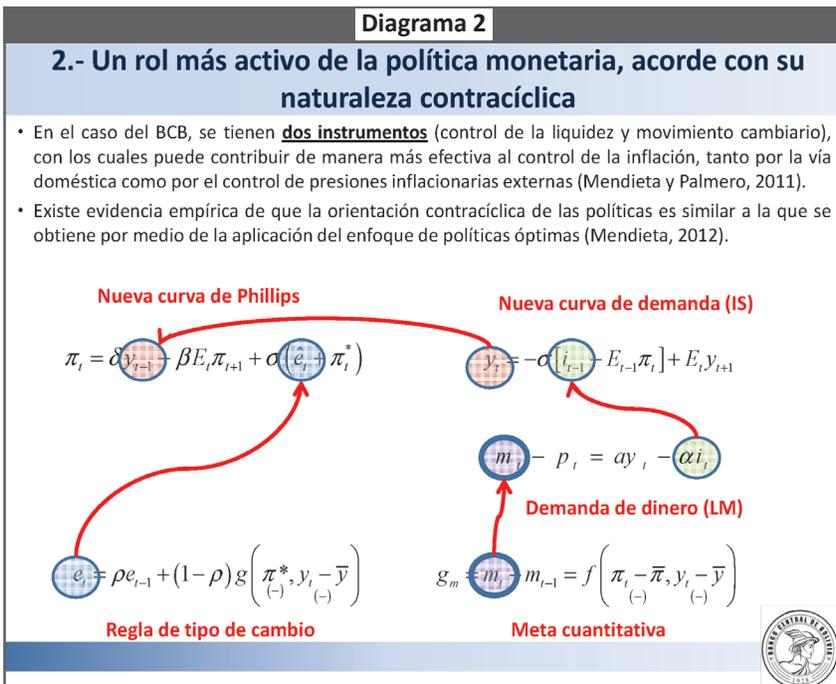
- Cabe recordar que los bancos centrales con Metas de Inflación (MI) usualmente emplean un solo instrumento (la tasa de interés), para afectar la demanda agregada y, por su intermedio, la inflación como objetivo final (Taylor, 1993 y Svensson, 1997).
- El tipo de cambio es determinado por el mercado, en su interacción entre los mercados financieros nacionales e internacionales.



Regla de Taylor, la misma que está determinada por una brecha en la inflación -cuando la inflación es más alta la tasa de interés sube- y una brecha en el producto (*Diagrama 1*). Esa tasa de interés así establecida, a su vez determina la demanda agregada, la llamada ‘nueva curva de demanda’, que es una función IS. Esta demanda agregada es una variable explicativa de la inflación. La tasa de interés que se ha determinado por este mecanismo, tiene influencias en el mercado cambiario. Se ha representado la paridad descubierta de tasas de interés y la influencia del tipo de cambio en la inflación. ¿Qué es lo que se observa? Un solo instrumento para el control de la inflación: el tipo de cambio influye en la inflación pero no como un instrumento de política sino como un resultado del mercado.

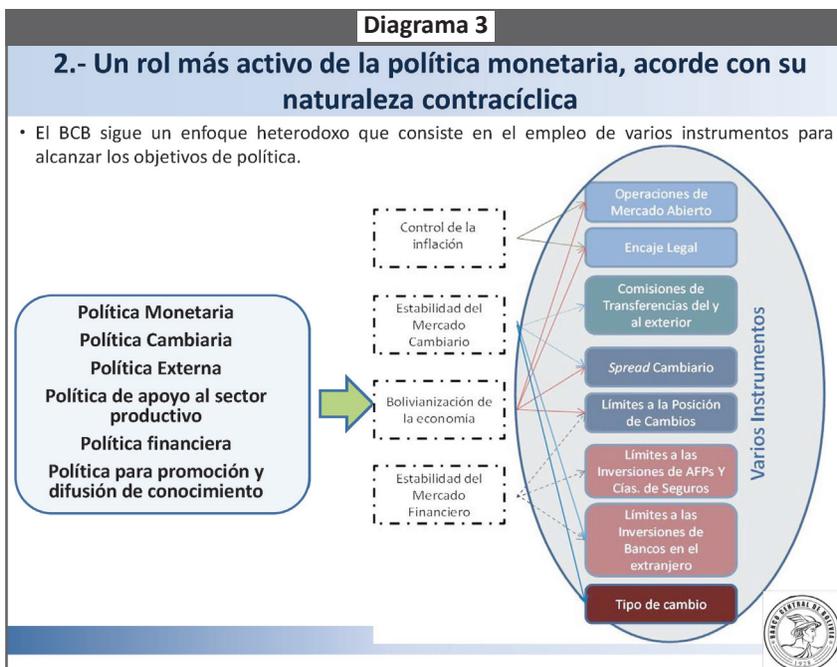
Y aquí viene una de las explicaciones para esos resultados paradójicos que encontrábamos. Países con metas de inflación, con flexibilidad cambiaria, logrando inflaciones más bajas, son países que obviamente estaban recibiendo un flujo muy significativo de capitales externos que hacía que la moneda se apreciara fuertemente, y eso influía en reducir la inflación. Esto no sucedió premeditadamente. Lo que sí se realizó premeditadamente más bien, fue la contención de esa apreciación. Y esa apreciación les estaba determinando por otro lado una caída en la actividad real.

Se grafica cómo instrumentamos nuestra política monetaria (*Diagrama 2*). Por un lado determinamos un agregado monetario, una meta cuantitativa como puede ser la demanda de dinero. Esto nos determina una tasa de interés que a su vez influye

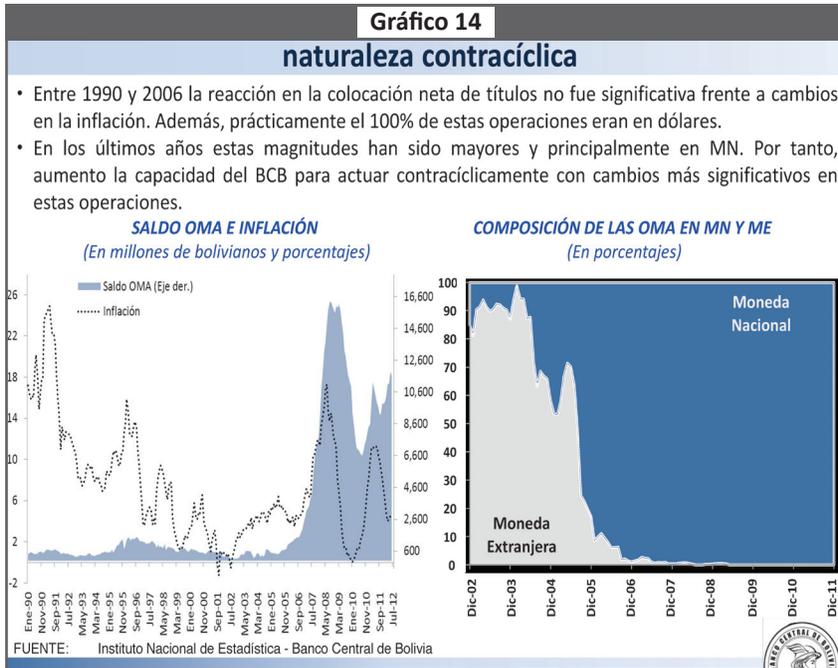


en la demanda agregada; ésta influye en la inflación, pero por otro lado, bajo nuestro régimen, se determina un tipo de cambio en consideración a las brechas de inflación, principalmente al efecto que pueda tener la inflación importada. La brecha del producto tiene un impacto en la determinación de esta variable y el tipo de cambio también va a contribuir a contener la inflación.

Lo que acabo de plantear es un pequeño modelo que existe en la Asesoría (*de Política Económica del BCB*). Además, tenemos varios modelos, respondiendo a la recomendación de Rolando Morales sobre la generación de modelos de equilibrio, tales como modelos de consistencia, que nos permiten orientar las decisiones de política y el impacto que tienen en los diferentes sectores. Ese enfoque que acabo de plantear nos está mostrando un conjunto de instrumentos que podemos disponer para diferentes metas y en los ámbitos de políticas monetaria, cambiaria, externa (*Diagrama 3*).



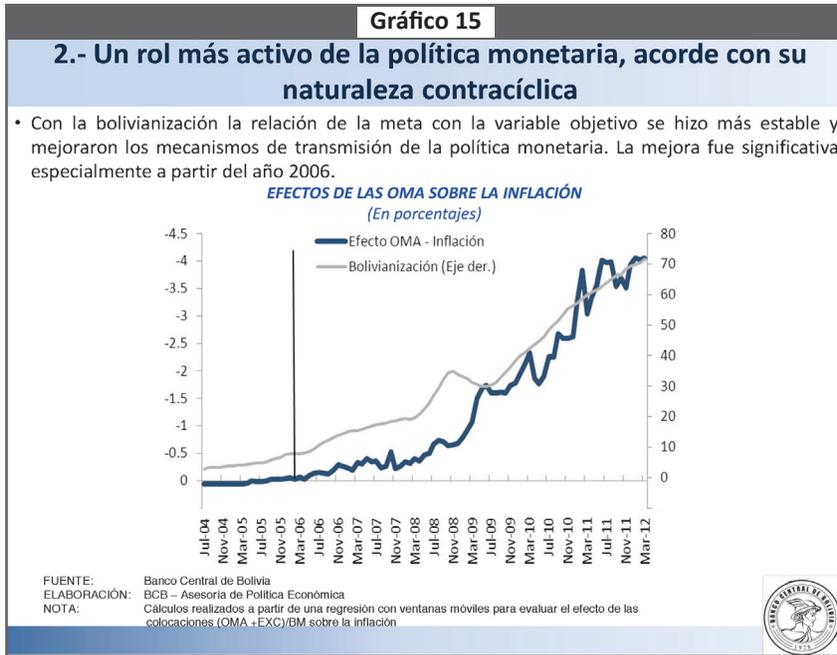
¿Cómo logra el Banco Central ese rol más activo de la política monetaria? En el gráfico tenemos el saldo de las Operaciones de Mercado Abierto (*OMA*), el cual se muestra en el área sombreada. Vean ustedes cómo este saldo era prácticamente insignificante. Las líneas punteadas representan a la inflación la cual no guardaba ninguna relación con el saldo de las *OMA* (*lado izquierdo del Gráfico 14*). La inflación se incrementó muy notoriamente en los años 2007 y 2008 por lo cual se incrementó la emisión de *OMA* para contener la liquidez. En el esquema anterior les mostraba cómo el control del dinero puede ayudarnos a reducir la inflación. Y cuando la inflación disminuye y el



país se ve amenazado por una desaceleración económica -porque el mundo se estaba desacelerando- toda esta liquidez que habíamos guardado en el BCB la devolvemos al mercado, y la actividad se dinamiza. Eso ocurrió el año 2009 cuando Bolivia alcanzó la tasa más alta de crecimiento de Sudamérica. Varios analistas nos decían “*están incrementando la deuda interna*”, y nuestra respuesta fue “[el dinero] *se está guardando para cuando la economía lo requiera*”.

Nuevamente hicimos algo parecido cuando tuvimos *shocks* tanto externos como internos de inflación a fines del 2010 y principios del 2011. El nivel que se muestra en el gráfico indica que el BCB tiene la suficiente capacidad para reaccionar muy rápidamente si la economía lo necesitara frente a una desaceleración mundial. Resumiendo esta gráfica: fuerte capacidad de hacer políticas contracíclicas del BCB haciendo políticas robustas para contener la inflación y dinamizar la actividad económica.

En la gráfica (*lado derecho del Gráfico 14*) se observa la composición de este saldo. Anteriormente todo era moneda extranjera, actualmente este saldo está en moneda nacional. Es decir, el saldo era muy bajo, muy débil, pero además era en dólares, y si la economía se desaceleraba el BCB tendría que haber inyectado esos dólares, haber hecho ingresar esos dólares en la economía. Pero el Banco Central tenía muy pocas reservas, y si habría hecho esto se quedaba sin Reservas Internacionales. Vean ustedes los dilemas de política que enfrentaba el BCB al hacer política monetaria contracíclica hace algunos años atrás.

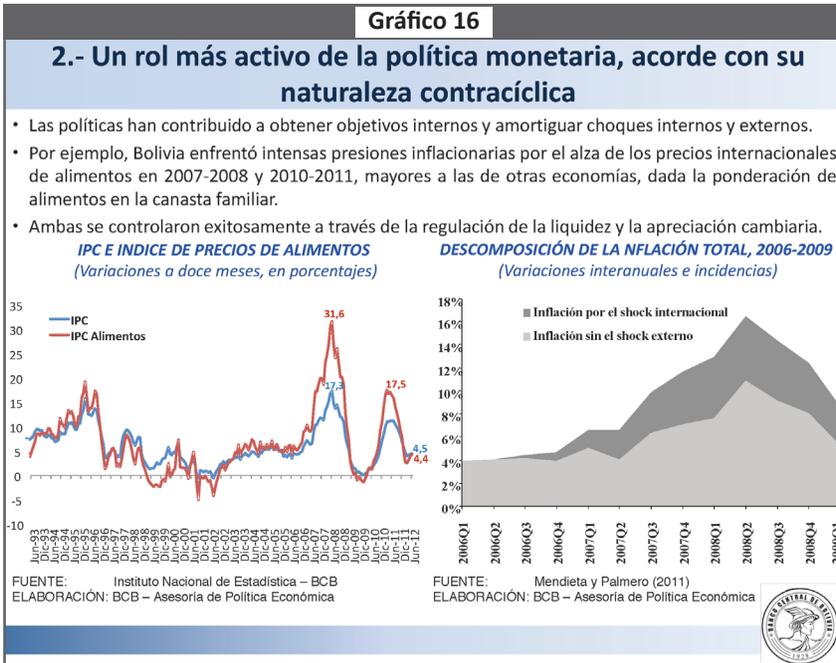


La explicación que acabo de hacer le da, junto con la bolivianización, un efecto mucho más fuerte a los resultados de las políticas del BCB.

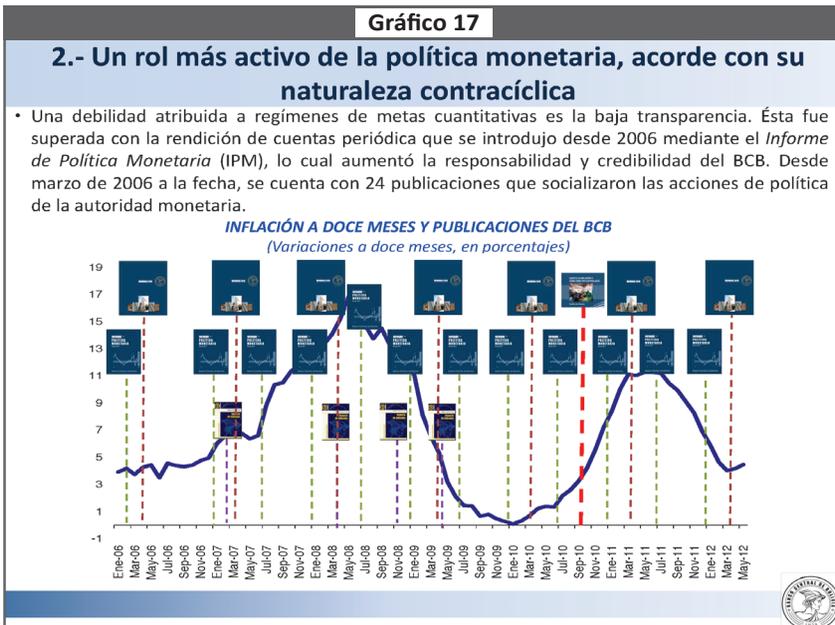
En la línea azul del gráfico (*Gráfico 15*), medimos el efecto de las OMA sobre la inflación, y vean cómo este efecto ha ido creciendo, es decir, que el Banco Central de Bolivia tiene más capacidad de hacer política monetaria en la medida que la bolivianización ha ido en aumento.

En el año 2008 enfrentamos un *shock* de inflación. La inflación más alta estuvo a mediados de ese año, en 17%, pero la inflación de alimentos fue 31% (*lado izquierdo del Gráfico 16*). Este *shock* se produjo por factores internos y por factores externos como les señalaba. El control de los factores externos que es el área sombreada oscura (*lado derecho del Gráfico 16*) se lo hizo con la apreciación; y el control de los factores internos se lo hizo regulando la liquidez, que son los dos instrumentos que les mostraba en las ecuaciones que hace un momento vimos.

Un defecto que se le atribuye a esta forma de manejar la política monetaria es que es poco transparente y una virtud que se le atribuye a las metas de inflación es que esta tiene mucha transparencia ya que se obliga a rendir cuentas. El BCB desde el año 2006 instauró los Informes de Política Monetaria (*IPM*) que son muy similares a los informes que presentan los países con metas de inflación. Estos informes tienen la característica de que el BCB comunica a toda la población cuáles son las metas que se propone realizar, y explica también lo que ha realizado y lo que ha cumplido en el periodo anterior. Una



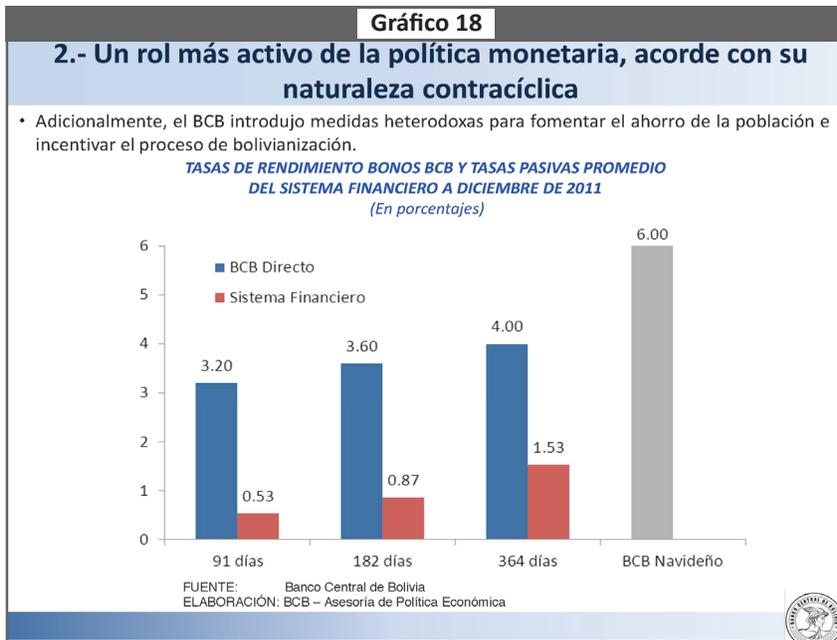
característica muy importante es que las autoridades del BCB se desplazan por todo el país para explicar a las organizaciones sociales, a los gremios, empresarios, a los estudiantes, a los profesionales, el contenido de este informe (*Gráfico 17*).



La ley nos manda hacer la Memoria anual y durante estos últimos seis años nosotros hemos publicado no solo la Memoria anual, sino un conjunto de 24 publicaciones. Si retrocedemos en el tiempo, el contenido de la Memoria anual era más bien de carácter descriptivo de lo que sucedía en un año, y las proyecciones eran muy reducidas.

El Informe de Política Monetaria recobra este carácter de presentar proyecciones y además evita esa baja transparencia que se le atribuye a este régimen.

Acerca de los “Bonos BCB Directos”<sup>6</sup>, el BCB ofrece una tasa bastante favorable. Este es un instrumento heterodoxo -aunque cabe mencionar que las heterodoxias, después de muchos años pueden convertirse en ortodoxias en la medida que esto sea algo bueno y nosotros lo hemos considerado así- con el cual se han dado oportunidades de ahorro a las familias en el BCB a tasas más altas. Se muestra la relación directa de la tasa del sistema financiero y la tasa que ofrece el Banco Central, ya que al mismo tiempo ha sido un instrumento de regulación monetaria que nos ha permitido mejorar los canales de transmisión (*Gráfico 18*).



Se ha construido un Índice de Condiciones Monetarias que se muestra en la línea azul del gráfico (*Gráfico 19*) y que muestra cuál ha sido la postura del BCB frente a los ciclos de inflación. Este índice es similar a los que usan otros países pero muy diferente en cuanto a su contenido porque utiliza todo el instrumental que les he estado describiendo: OMA, encaje legal, tipo de cambio, etc. Este indicador refleja

Gráfico 19

## 2.- Un rol más activo de la política monetaria, acorde con su naturaleza contracíclica

Para evaluar la orientación de la política del BCB se construyó un índice de condiciones monetarias que incluye los instrumentos empleados (OMA, encaje legal, TC, etc.). Por medio de él, se puede apreciar que Bolivia respondió adecuadamente con sus políticas para controlar la inflación; y que éstas fueron claramente contracíclicas.

**INDICE DE CONDICIONES MONETARIAS Y CICLO DE LA INFLACIÓN EN BOLIVIA**  
(En puntos porcentuales e índice)



NOTA: El índice de condiciones monetaria combina el saldo de OMA como proporción de M<sup>3</sup>, los desequilibrios de la emisión monetaria respecto a sus fundamentos, las tasas de interés de 91 días, el encaje legal y la depreciación cambiaria, ponderadas por el grado de bolivianización. El ciclo de inflación corresponde a la inflación menos su promedio.



una clara posición contracíclica: cuando había que bajar la inflación lo hemos hecho, y si teníamos riesgos de que una inflación muy baja generara desaceleraciones en la economía, hemos actuado en el sentido contrario. Si nos comparamos con otros países –en el gráfico (Gráfico 20) se presenta el Índice de Condiciones Monetarias de una selección de países representados por la línea roja y de América Latina por la línea verde– mostramos que hemos sido mucho más drásticos en luchar contra la inflación. Ello debido a que adicionalmente a la inflación importada, teníamos un factor interno, un factor idiosincrásico en Bolivia referido a dos elementos: por un lado los choques climatológicos –factores de oferta que han afectado notoriamente en el momento de alta inflación– pero también las expectativas influidas por un grupo de analistas que estaba generando a su vez inflaciones recursivas. Cuando tuvimos que ir en la dirección contraria lo hicimos de manera gradual. No estuvimos ni estamos sobre reaccionando y la economía está siendo apoyada con la liquidez adecuada que el BCB proporciona (Gráfico 20).

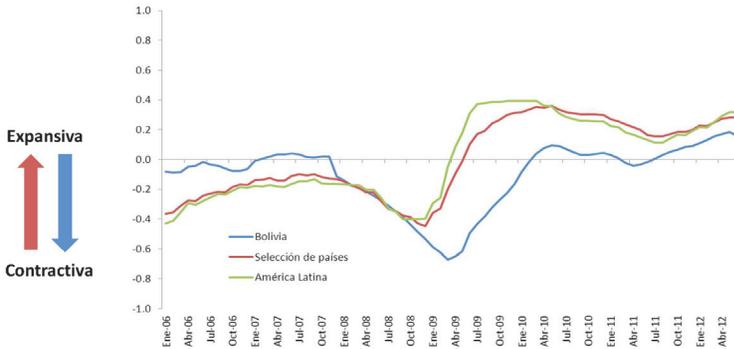
La inflación importada, sin generar desalineamientos persistentes, se respondió con la nueva orientación de la política cambiaria. Se observa en la gráfica que en la medida en que subía el IPC importado consideramos necesario mitigar esta inflación, y para ello apreciamos la moneda nacional (lado izquierdo del Gráfico 21) al contrario de lo que ocurrió en una historia muy larga en Bolivia en la que el tipo de cambio solo tenía una dirección, subía y subía. El gráfico contiguo (lado derecho del Gráfico 21) responde a quienes señalan que mediante la depreciación podemos

**Gráfico 20**

**2.- Un rol más activo de la política monetaria, acorde con su naturaleza contracíclica**

- Comparativamente, la respuesta de Bolivia al choque inflacionario de 2007-2008 fue más fuerte que en otros países, en el marco de su propia instrumentación basada en metas cuantitativas.
- De igual forma la gradualidad de la política monetaria en el periodo de normalización evitó cambios continuos y reversiones periódicas a la orientación de política.

**INDICE DE CONDICIONES MONETARIAS DE ECONOMÍAS SELECCIONADAS**



NOTA: La selección de países incluye los países más importantes con metas explícitas de inflación (Rusia, Brasil, México, Colombia, Perú, Chile, Rumania, Hungría y Polonia). En el caso de estas economías el índice se construye únicamente sobre la base de la tasa de interés de política.



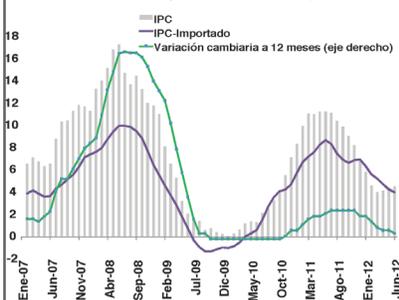
ganar competitividad: una historia de muchos años y décadas de depreciación que no nos convirtió en un país más competitivo.

**Gráfico 21**

**3.- Nueva orientación de la política cambiaria: mitigar la inflación importada sin generar desalineamientos persistentes**

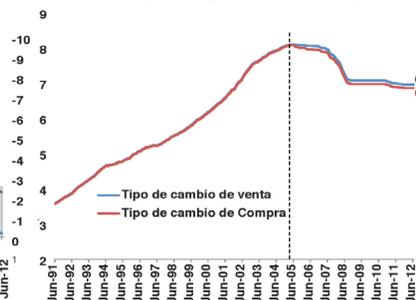
- Ante la emergencia de presiones inflacionarias de origen externo, una respuesta de política con importante repercusión en las expectativas de la población fue la apreciación del boliviano.
- Este hecho se contrapuso a la continua depreciación hasta 2005, a pesar de que en dicho periodo también existieron presiones de origen importado y que, en promedio, la inflación estuvo por encima de un dígito.

**APRECIACIÓN NOMINAL E INFLACIÓN OBSERVADA E IMPORTADA**  
(Variación porcentual a doce meses)

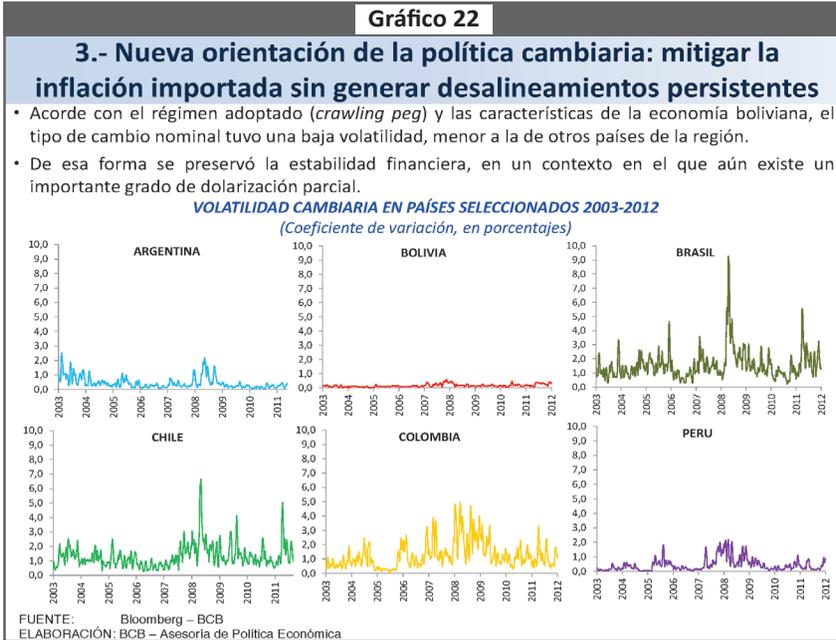


FUENTE: Banco Central de Bolivia - INE  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

**BOLIVIA: TIPO DE CAMBIO DE VENTA Y DE COMPRA**  
(Bolívianos por dólar estadounidense)

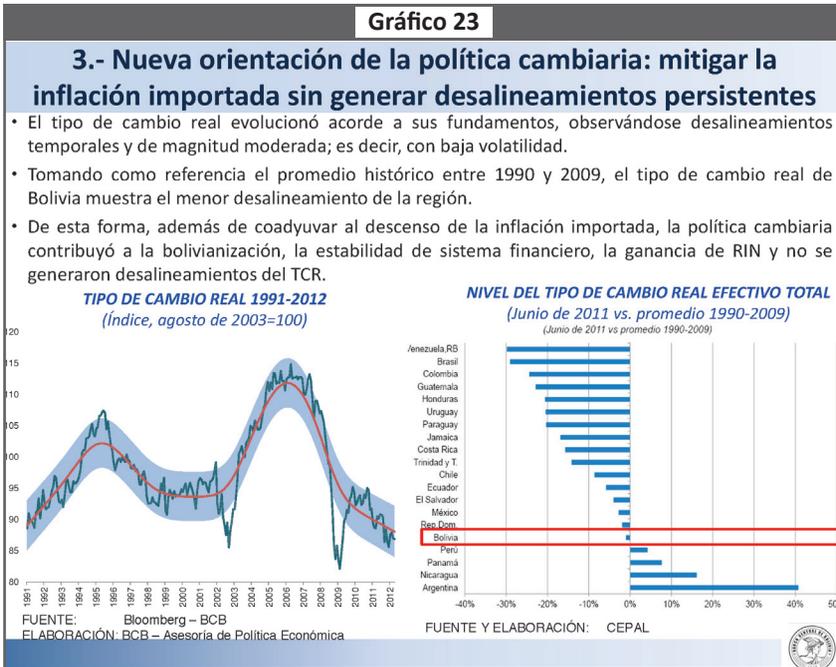


Esta nueva orientación se realizó cuidando de no generar volatilidad -porque en una economía dolarizada la volatilidad puede tener efectos en los balances de las familias y de las empresas, y eso tiene daños en la economía real- ni desalineamientos persistentes (*Gráfico 22*).



En el gráfico mostramos los ejercicios que continuamente hacemos para ver si no estamos con desalineamiento cambiario, esto quiere decir, si no estamos muy apreciados o muy depreciados en términos reales. En referencia a la explicación que hacía el Presidente del BCB acerca de la importancia de monitorear el tipo de cambio real, lo que observamos es que no se han generado desalineamientos (*lado izquierdo del Gráfico 23*).

En la parte derecha del gráfico (*Gráfico 23*) se muestra un análisis que hizo la CEPAL en el que tomó un promedio del 90 al 2009 como un tipo de cambio real de equilibrio y lo comparó con el tipo de cambio real actual, en ese momento, a junio de 2011 (Cepal, 2011). En la medida en que el nivel se sitúa demasiado a la izquierda de 0%, quiere decir que los países se han desalineado con tipos de cambio muy bajos, y cuando se muestra el nivel a la derecha, significa que los tipos de cambio son muy altos. Y se observa en el gráfico que el país que está menos desalineado en toda la región es precisamente Bolivia. Usamos como instrumento el tipo de cambio para controlar la inflación importada pero nos preocupamos también de no generar desalineamientos.



Un cuarto elemento que consideramos muy importante fue el de recuperar las funciones de dinero de la moneda nacional. Pocos años atrás el dólar cumplía todas las funciones de dinero. Como medio de cambio era utilizado para la compra y venta de bienes y servicios, incluso de bajo valor, y también para la liquidación de deudas. Como unidad de cuenta, servía de referencia casi generalizada para comparar o determinar precios. La comparación que hacíamos de un precio, inclusive de un mueble, estaba siempre pensada en términos de dólares. Esto se llama ‘dolarización real’. Como reserva de valor su uso estaba extendido a cerca del 100% de los depósitos y créditos en el sistema financiero. Esa era la situación pocos años atrás. Esta dolarización limitaba la capacidad del BCB para regular la liquidez de la economía y debilitaba los mecanismos de transmisión. Como ya les señalé, incluso se hacían operaciones monetarias en dólares. Para algunos países que no han sufrido de dolarización, esto es algo increíble: un banco central inyectando liquidez, y el Banco Central de Bolivia retirando esa liquidez. ¿Cuál era el banco central que inyectaba esa liquidez en dólares? El Fed<sup>7</sup>.

La recuperación de las funciones de dinero de la moneda nacional es un proceso que ha estado apoyado con diferentes medidas, y aquí hay que reconocer que hubo medidas del Banco Central de Bolivia, medidas del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas, medidas del Órgano Ejecutivo en general. Hay muchos beneficios, y entre ellos está la efectividad de las políticas, la misma que ha subido enormemente. Gráficamente ustedes pueden ver que en el momento en el que la moneda se

empezó a apreciar -la línea roja- la bolivianización de los depósitos (línea punteada) aumentó, así como la bolivianización de los créditos (*lado izquierdo del Gráfico 24*).



Se aplicaron también otras políticas como la diferenciación del encaje -antes la diferencia del encaje en moneda nacional y en moneda extranjera era cero- la línea roja (*lado derecho del Gráfico 24*). Poco a poco introdujimos un encaje más alto para los depósitos en moneda extranjera y en la medida en que este encaje, y por lo tanto la diferencia aumentaba, la bolivianización también aumentaba.

Otras medidas como el Impuesto a las Transacciones Financieras, los límites a los *spreads* de los bancos, las operaciones monetarias sólo en moneda nacional, han tenido también incidencia en el proceso de bolivianización.

Contribuyeron también las políticas macroprudenciales para promover la intermediación sana y la estabilidad financiera: provisiones crediticias diferenciadas para créditos al consumo (*Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero, 2010a*)<sup>8</sup>; medidas para favorecer los créditos al sector productivo; requerimientos de liquidez, como el Fondo RAL<sup>9</sup>; requerimientos de encaje legal diferenciados. En lo concerniente al encaje legal quiero añadir que aplicamos una medida que la consideramos particular de Bolivia, en la que les hemos permitido a los bancos constituir encaje con incremento de crédito al sector productivo. En los análisis que hemos realizado esta ha sido una medida muy importante para dinamizar el crédito [Banco Central de Bolivia, 2011b].

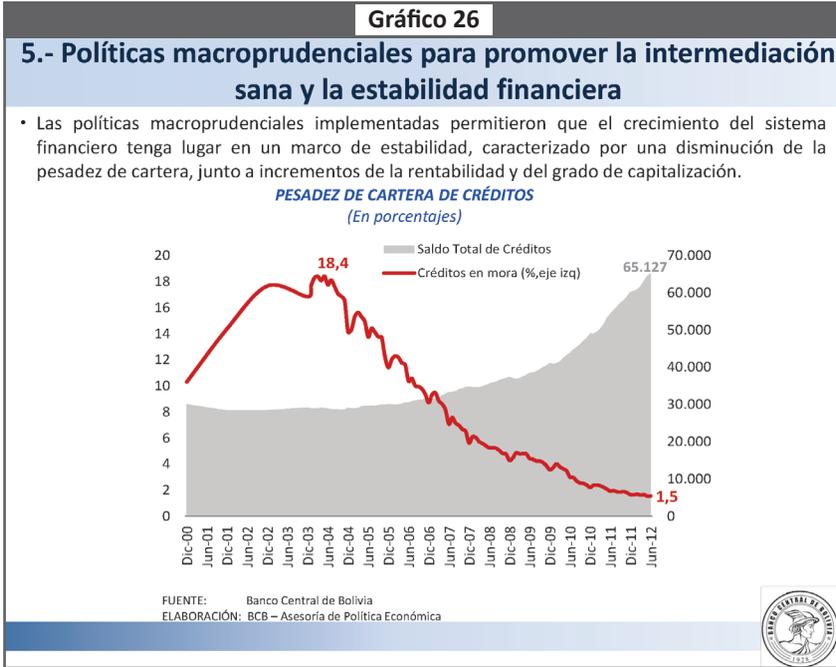
Así también se han adoptado medidas para limitar la exposición de las hojas de balance de las entidades financieras, estableciendo una posición límite hasta la cual pueden estar descalzadas en moneda extranjera. Otras medidas son las modificaciones al cálculo de la TRE (*Tasa de Referencia*) que es la base para el cálculo de las tasas activas; acuerdos entre el gobierno y los empresarios de los bancos, como por ejemplo, un acuerdo reciente muy interesante para que las entidades bancarias suban la tasa pasiva y bajen la tasa activa, y límites a las inversiones en el exterior cuando esto fue necesario; de manera que más que una medida es el resultado de un conjunto de políticas.

El resultado es un crecimiento sostenido de la cartera. En el gráfico (*lado izquierdo del Gráfico 25*) el área sombreada representa la cartera total expresada en millones de Bolivianos, más de 60 mil millones de Bolivianos. El área más clara es todo lo que corresponde al crédito en moneda extranjera y el área azul es el crédito en moneda nacional. La información es desde diciembre del 2000. El crédito en moneda nacional prácticamente no existía. Sucedieron dos cosas: aumentó el crédito total y aumentó en moneda nacional. El área del monto de crédito en dólares es mucho menor de lo que existía antes.

Pasa lo mismo con los depósitos (*lado derecho del Gráfico 25*). Los depósitos que prácticamente en moneda nacional no existían, han crecido fuertemente. Los depósitos en dólares son menores de lo que existía a principio de la década del 2000.



Las tasas de crecimiento se mantienen en niveles elevados en ambos casos, en depósitos y en cartera, pero con la característica de la baja pesadez en esta última. Este es un elemento al que se ha señalado como un riesgo de que se esté alimentando burbujas. A fines del año pasado estuvimos celebrando porque la pesadez de la cartera de créditos había llegado a 1,7%, el nivel más bajo de la historia de Bolivia; y a junio de este año (2012) ese nivel ha bajado a 1,5% (Gráfico 26).



Otro elemento que es importante en lo que concierne al BCB, es el referido al financiamiento a las Empresas Públicas Nacionales Estratégicas (EPNES) y a los emprendimientos productivos del Estado.

Las Reservas Internacionales Netas de Bolivia son equivalentes al 48% de su Producto Interno Bruto. En la gráfica (lado izquierdo del Gráfico 27) se presentan los países con mayor nivel de reservas internacionales, y se puede ver que en términos del producto nuestras reservas superan a las reservas de China por ejemplo, y a las del resto del mundo.

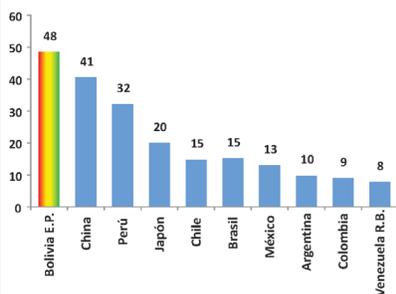
Otro elemento muy importante es que Bolivia durante toda su historia fue un país deudor frente al resto del mundo. Si consideramos la deuda pública externa y la deuda externa privada, que es la Posición de Inversión Internacional (PII), Bolivia a partir del año 2008 pasa a ser un país acreedor frente al resto del mundo. Estamos junto a países como China, Alemania, Holanda, países acreedores del mundo. Y en el otro extremo están los países deudores (lado derecho del Gráfico 27).

Gráfico 27

## 6.- Financiamiento a empresas públicas estratégicas y emprendimientos productivos del Estado

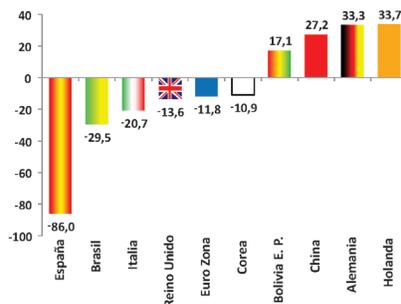
- Las Reservas Internacionales Netas de Bolivia son equivalentes al 48% de su Producto Interno Bruto (PIB), las más altas a nivel mundial.
- Asimismo, desde 2008 Bolivia es acreedor frente al resto del mundo junto a países como China, Alemania y Holanda.

**RIN DE ECONOMÍAS SELECCIONADAS**  
(En porcentaje del PIB)



FUENTE: Banco Central de Bolivia – Bloomberg  
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica  
NOTA: Bolivia, Perú, Brasil, México y Argentina con datos a julio 2012. China, Japón, Chile, R.B. de Venezuela y Colombia con datos a junio 2012.

**PII NETA DE PAÍSES SELECCIONADOS**  
(En porcentaje del PIB)



FUENTE: Banco Central de Bolivia – Bloomberg  
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica  
NOTA: Cifras a diciembre 2011. Bolivia y Corea con datos a marzo de 2012. China con datos a junio de 2011.



Este nivel tan alto de reservas internacionales junto con el bajo rendimiento de las inversiones financieras internacionales, ya que las tasas de interés internacionales cayeron notablemente (estamos hablando de tasas de interés que den seguridad al capital invertido, un capital muy líquido, y que preserven dicho capital) ponen en evidencia un costo de oportunidad muy alto para un país con una tasa de inversión muy baja. A propósito, cabe indicar que, aunque se ha mencionado que dicha tasa de inversión era de 17%, a fines del año pasado esta tasa fue de 19% del PIB. De modo que mediante diferentes leyes se autorizó al BCB para que conceda créditos a Yacimientos Petrolíferos Fiscales Bolivianos (YPFB) y a las EPNES (Empresas Públicas Nacionales Estratégicas). Además, se ha creado un fondo de inversión que es el FINPRO (Fondo para la Revolución Industrial Productiva) (Gaceta Oficial de Bolivia, 2012) para el cual se ha aprobado 1.200 millones de dólares de los cuales 50% es una transferencia y 50% es un crédito. El FINPRO tiene sus peculiaridades, pero si uno analiza detenidamente, es una especie de fondo de estabilidad al que se le atribuye muchas ventajas (Tabla 1).

Además el BCB apoya en algunos programas sociales como parte del financiamiento del Bono Juana Azurduy.

### Estabilidad y crecimiento

El BCB junto con el del Órgano Ejecutivo, han materializado varias acciones en la promoción de la estabilidad y el crecimiento: la tenacidad de la lucha contra la inflación,

**Tabla 1**

**6.- Financiamiento a empresas públicas estratégicas y emprendimientos productivos del Estado**

- El elevado nivel de RIN, las más altas del mundo en porcentaje del PIB, y la baja rentabilidad de las inversiones financieras en instrumentos internacionales que den seguridad, liquidez y preservación del capital, justifican ampliamente el uso de una parte de las RIN en fines productivos:
  - Mediante diferentes Leyes, se autorizó al BCB a conceder créditos a YPFB y a las Empresas Públicas Nacionales Estratégicas (EPNE).
  - Se creó el Fondo de inversión productiva (FINPRO) con un monto de \$us1.200 millones. El BCB transferirá \$us600 millones y concederá un crédito por el saldo restante.
  - Se aprobó un financiamiento del BCB al TGN por \$us234,7 millones para la construcción del Teleférico en la ciudad de La Paz.
- Además, el BCB apoya también en algunos programas sociales como el financiamiento parcial del Bono Juana Azurduy destinado a reducir la mortalidad en las mujeres embarazadas.\*

**CRÉDITOS A LAS EPNE Y A YPFB**  
(En millones de Bs)

	Saldo 2011	Desembolsos 2012	Saldo 2012
YPFB	1.781,4	698,5	2.479,8
ENDE	1.292,1	35,0	1.327,1
COMIBOL	162,0	0,0	162,0
EASBA	0,0	337,0	337,0
<b>TOTAL</b>	<b>3.235,5</b>	<b>1.070,4</b>	<b>4.306,0</b>

FUENTE: Banco Central de Bolivia

ELABORACIÓN: BCB-Asesoría de Política Económica

NOTA: En 2010 y 2011 el BCB aportó al financiamiento del Bono Juana Azurduy con un monto de Bs110,4 MM y en 2012 hasta junio transferió Bs27,5 MM.

\*Desde 2006 el BCB no concedió créditos de liquidez al TGN, sólo se aprobó un crédito de emergencia a raíz de los desastres naturales.



mejora en los mecanismos de transmisión de la política monetaria, una política cambiaria que además de contener la inflación importada no genera desalineamientos, sostenibilidad fiscal y estabilidad política y social.

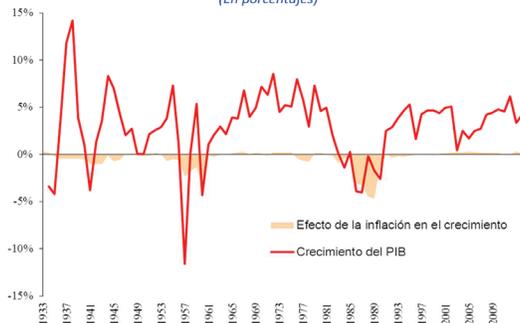
**Gráfico 28**

**Estabilidad y crecimiento**

**ESTABILIDAD DE PRECIOS**

- La tenacidad de la lucha contra la inflación en Bolivia es un pilar fundamental para promover la estabilidad macroeconómica, dado el historial de inflación en Bolivia y sus costos en términos de crecimiento que se observaron en los periodos de alta inflación en 1956 y 1982-1985, que habrían implicado 0,5% menos de crecimiento en promedio y 28% acumulado (Mendieta y Martín, 2007).

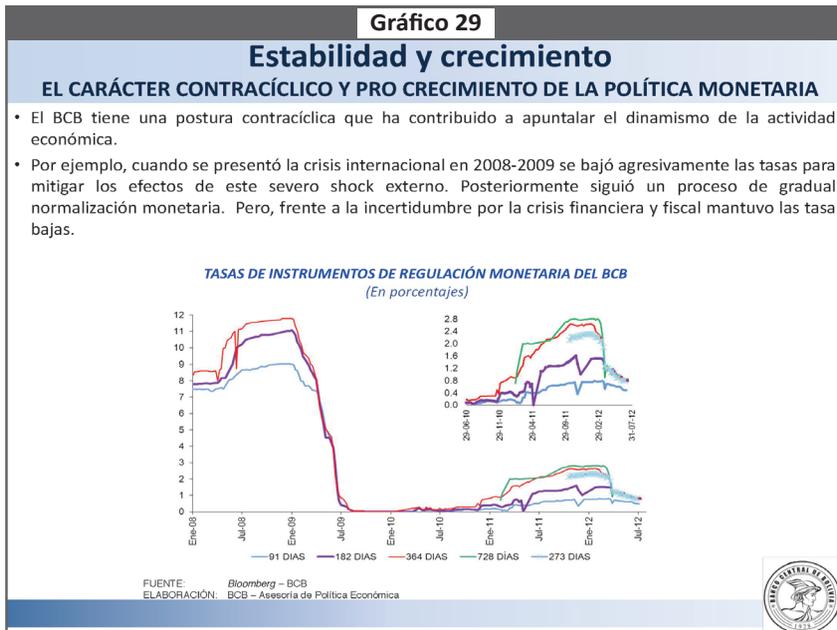
**CRECIMIENTO ECONÓMICO Y ESTIMACIÓN DEL COSTO DE LA INFLACIÓN EN EL CRECIMIENTO**  
(En porcentajes)



FUENTE: Actualización basada en Mendieta y Martín (2007)

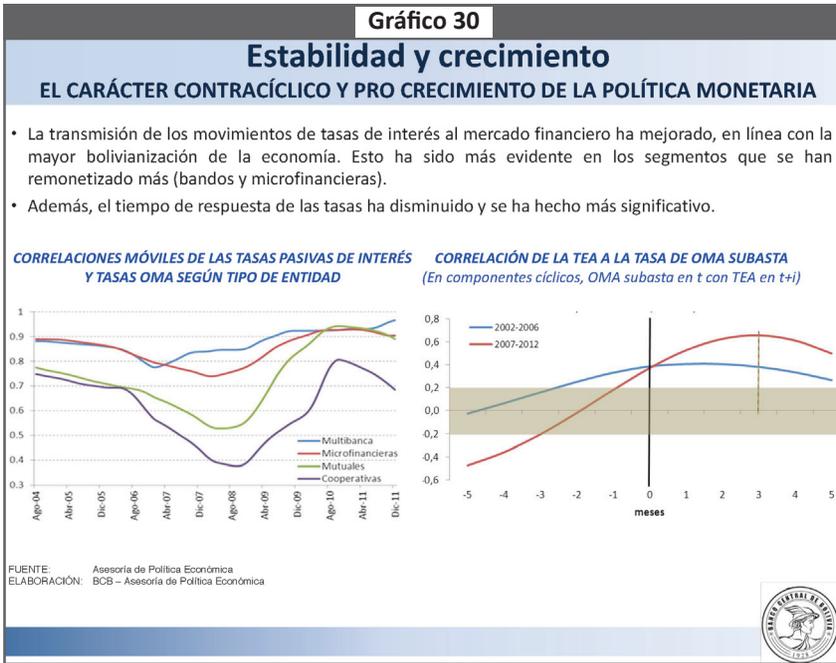


En el gráfico (*Gráfico 28*), que es parte de un trabajo que se hizo en la Asesoría del BCB, se observa que los periodos de alta inflación le han implicado al país, en promedio, una tasa de crecimiento más baja en 0,5%, y en términos acumulados de 28%. Es decir, importa mantener la estabilidad de precios. El carácter contracíclico y pro-crecimiento de la política monetaria se muestra en el gráfico (*Gráfico 29*). Tuvimos que bajar fuertemente las tasas de interés de los instrumentos del BCB cuando fue necesario,

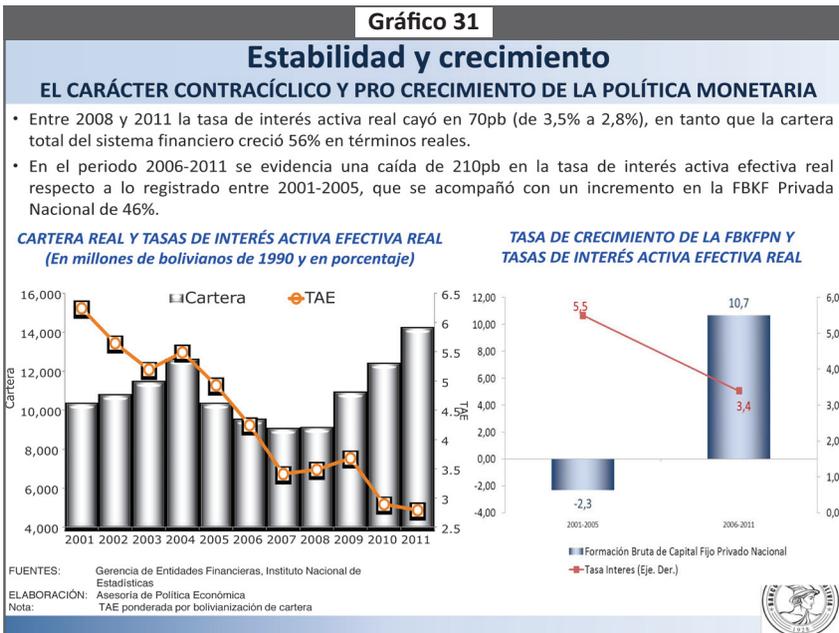


para dinamizar la actividad económica y adoptamos una posición de crecimientos graduales que se ha estado manteniendo. Se mencionan crecimientos graduales porque se observaron problemas de inflación que venían del resto del mundo en el 2010, y factores idiosincrásicos en el 2011. Luego hubo una desaceleración mundial que aún no ha tenido los efectos que se han estado anunciando, y adoptamos una posición mucho más cauta respecto de las tasas del BCB.

El carácter contracíclico se refleja también en la mejora de la transmisión de las políticas: las correlaciones entre la tasa de interés de las OMA y las tasas pasivas aumentaron y lo mismo sucedió con la correlación respecto de las tasas activas (*lado izquierdo del Gráfico 30*). Este carácter contracíclico se refleja en una disminución de las tasas activas y en un crecimiento de la cartera considerando todos los elementos que les señalaba (*lado derecho del Gráfico 30*). Quiero añadir aquí que se habla de riesgos cuando la cartera está creciendo mucho. Uno de los principales riesgos que señala la literatura es que frente a una desaceleración los capitales pueden salir y dejar al sistema en una situación muy mala luego de haber dado créditos. En el caso de Bolivia, el financiamiento es con ahorro interno y por lo tanto ese riesgo no existiría.

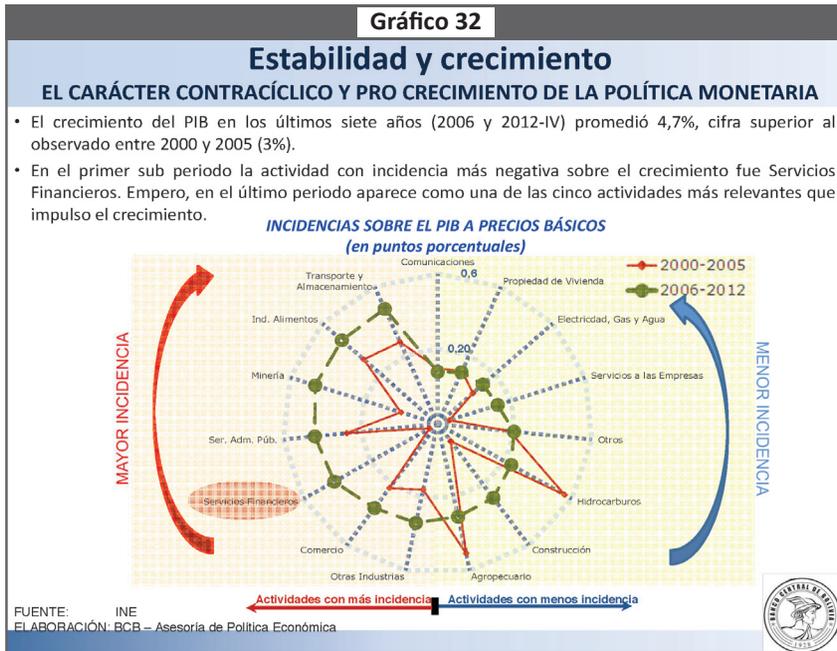


Junto con el crecimiento de la cartera (*lado izquierdo del Gráfico 31*) hay un crecimiento interesante en la Formación Bruta de Capital Fijo (FBKF) privada nacional. Con tasas de interés muy altas en términos reales, el sector privado nacional aportaba en términos



negativos a la FBKF en el periodo 2001 – 2005. La FBKF en el periodo 2006 – 2011 es muy diferente, muy importante: 10,7% (*lado derecho del Gráfico 31*).

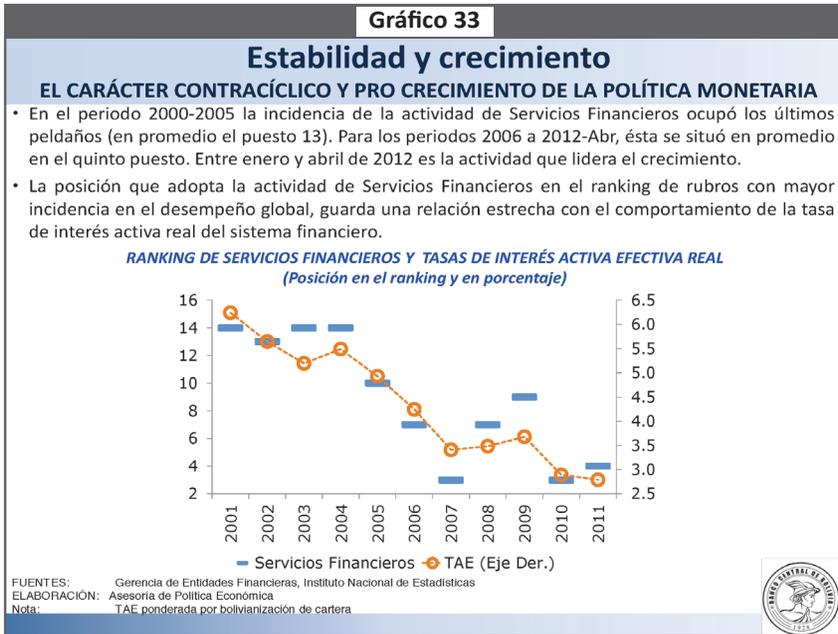
Ese rol del crédito, de las tasas de interés, se refleja notoriamente en la participación del sector financiero. Las líneas rojas corresponden al periodo 2000 - 2005 donde se observa que el sector financiero aportaba, en promedio, negativamente al PIB (*Gráfico 32*). En el periodo 2006 – 2012, el sector financiero está entre los principales sectores



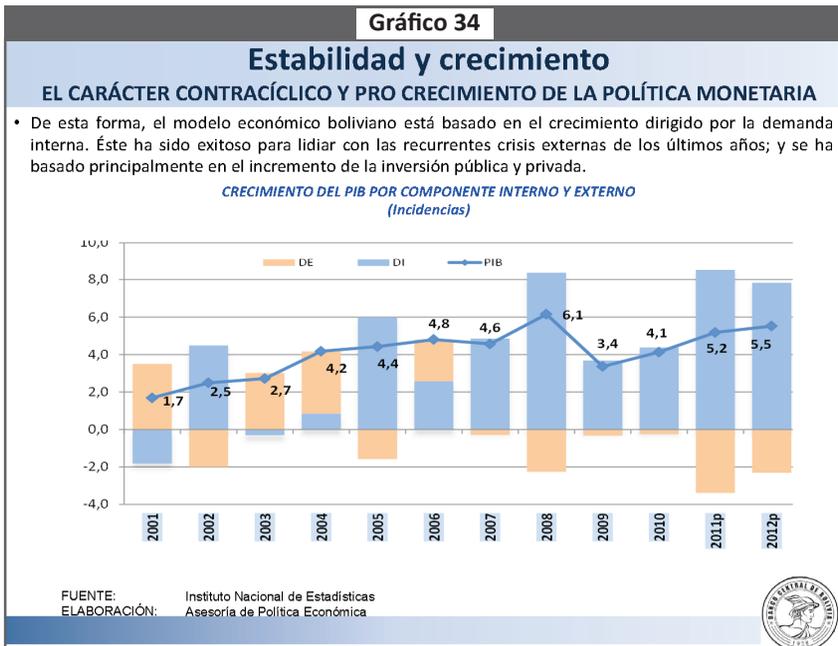
que aportan al crecimiento de la actividad económica, y me refiero a la intermediación financiera, que tiene que ver con el rol más activo de la política monetaria y el carácter contracíclico de ésta. Ese mismo resultado podemos verlo en el gráfico (*Gráfico 33*). El PIB tiene 15 sectores económicos. El sector financiero, en el año 2001, estaba en el nivel 14 en importancia. Es decir, no importaba casi nada en el PIB. Se mantuvo en ese nivel y poco a poco el sector financiero pasó a tener los primeros lugares en términos de aporte al PIB, junto con el comportamiento de las tasas (*Gráfico 33*).

La demanda interna juega un rol muy importante. En el gráfico (*Gráfico 34*) se aprecia la incidencia de la demanda interna y la incidencia de la demanda externa en el crecimiento de la actividad económica. Con las políticas adoptadas, la demanda interna aporta considerablemente al crecimiento.

En el tema de la política cambiaria, he escuchado en las presentaciones de hoy sobre los temores de una apreciación. La visión más convencional señala que una devaluación



tiene efectos expansivos en la economía y una apreciación efectos contractivos, y es por eso que se señalaban esos temores. Para balancear este aspecto cito varios hallazgos que dicen todo lo contrario:



Los resultados de las devaluaciones sobre el tipo de cambio real pueden ser rápidamente contrarrestados por su efecto en la inflación. [Hinkle y Montiel, 1999]. Es decir, devaluamos, hay inflación y se pierde la devaluación real. Hay unos ejemplos en la región muy reveladores de ello.

La estructura productiva es rígida en el corto plazo, por lo que una depreciación real no genera un incremento suficientemente rápido en la producción de transables. [Krugman y Taylor, 1978].

*“Una devaluación redistribuye el ingreso real de los trabajadores a los capitalistas...”* (Krugman y Taylor, 1978) porque el salario se ajusta más lentamente. Entonces les da más ingreso a los capitalistas dado que estos poseen una propensión marginal a consumir más baja, se contrae el gasto, lo cual tiene un efecto contractivo en la demanda agregada.

*“Una devaluación puede introducir efectos contractivos al encarecer los costos de la producción...”*. [Agénor y Montiel, 1999].

Una devaluación incrementa los costos de adquisición de insumos importados. [Gylfason y Schmid, 1993]. Esto es muy relevante en Bolivia, porque tenemos una participación muy alta de insumos y bienes de capital en nuestras importaciones.

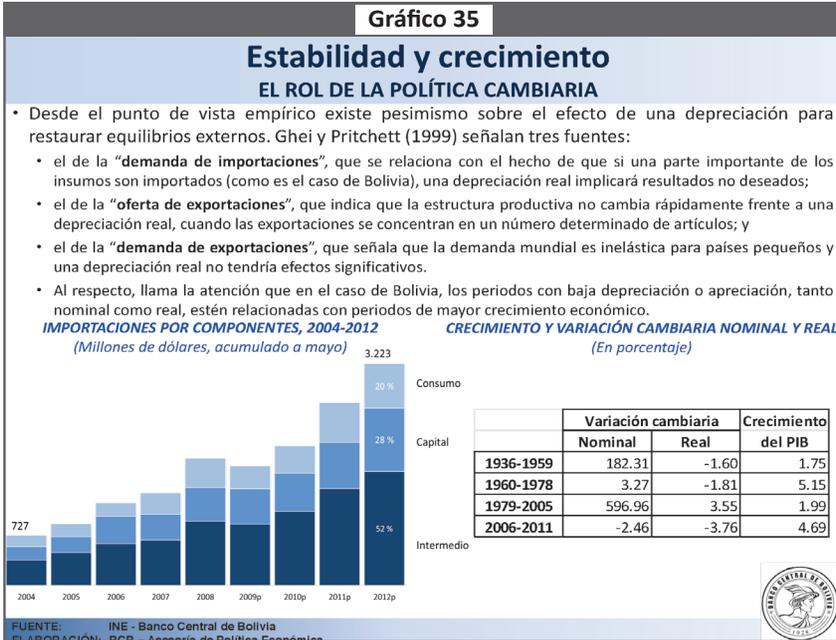
Una devaluación puede inducir efectos contractivos en las hojas de balance de los diversos agentes económicos debido a que encarece la deuda y el pago (Hausman, 2001; Reinhart, 2002; Krugman, 1999), cuando estos están dolarizados. Esto naturalmente es muy familiar para nosotros si recordamos que prácticamente todos nuestros balances con el sistema financiero estaban dolarizados.

La deuda pública y las operaciones del sector público denominadas en moneda extranjera se ven afectadas por la devaluación, lo que lleva a medidas compensatorias que pueden generar efectos contractivos en la demanda agregada [Krugman y Taylor 1978], [Van Wijnbergen 1986] y [Edwards 1989].

Con esto no quiero decir que otros países lo estén haciendo mal, lo que quiero decir es que hay que ver las características propias de un país. En una economía dolarizada una devaluación puede tener efectos contractivos.

En el gráfico se muestra cuánto de nuestras importaciones son bienes de consumo (20%), el resto (80%) son bienes intermedios y de capital. Entonces, la devaluación puede afectar a la producción (*lado izquierdo del Gráfico 35*).

Algunas cifras para reflexionar sobre el tema (*lado derecho del Gráfico 35*): 1936 - 1959, en promedio anual el tipo de cambio se devaluó 182%, en términos reales cayó 1,6% ¿Cuánto crecimos en ese periodo? 1,75%; 1960 - 1978, prácticamente no se movió

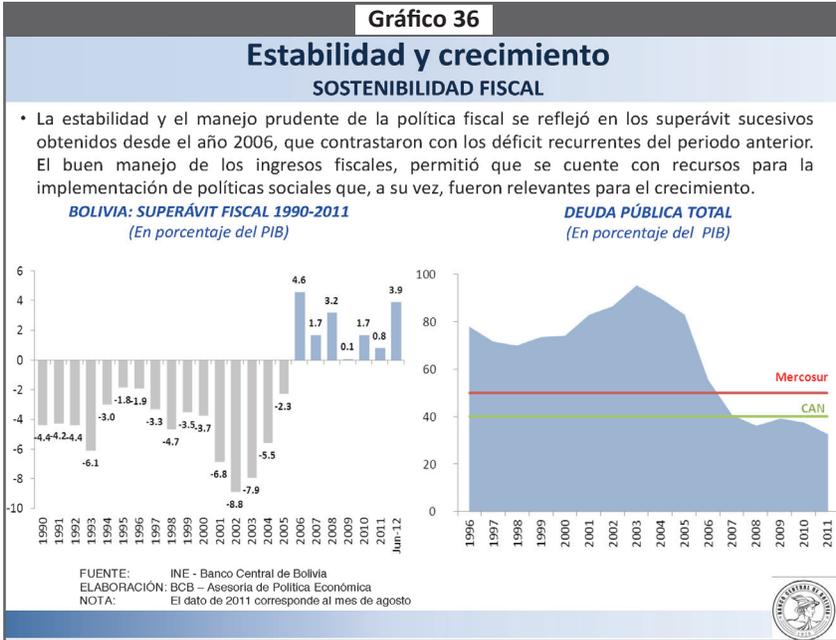


el tipo de cambio, hubo solamente una devaluación promedio de 3,27% y el tipo de cambio real al contrario se apreció y crecimos 5,15%; 1979 - 2005, el tipo de cambio se devaluó en 596% en promedio anual y en términos reales 3,55%, y crecimos 1,9% en promedio; 2006 – 2011, el tipo de cambio nominal y real se aprecian y crecimos a 4,7% en promedio. Estos son datos particulares de Bolivia. La devaluación puede funcionar muy bien en otros países pero los datos indican que es una variable que hay que analizarla más cuidadosamente.

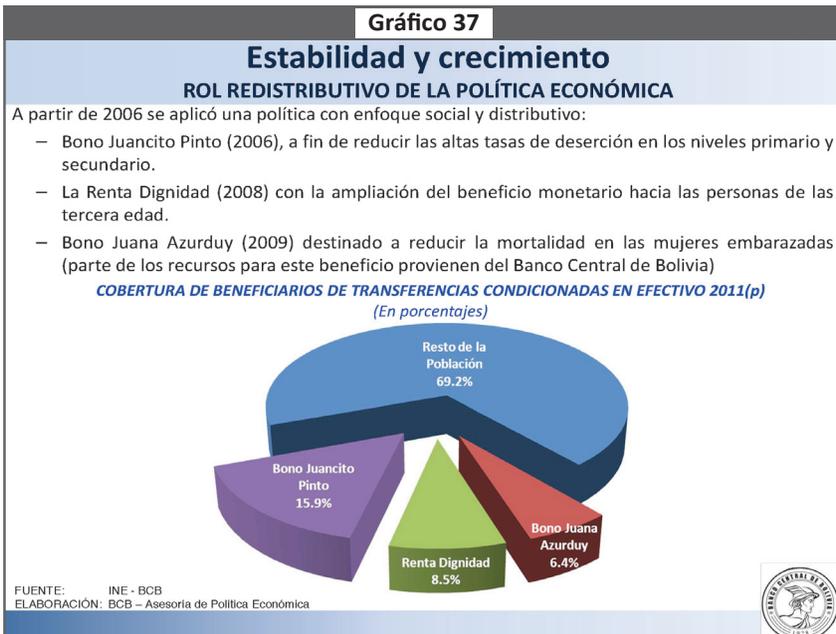
Otro elemento es la sostenibilidad fiscal. En la primera parte de la presentación hablábamos de que los desequilibrios fiscales están generando la crisis en Europa.

En el gráfico (Gráfico 36) se aprecia que desde el año 2006, en todos los años hubo superávit fiscal que en suma hace 16% del PIB. Si tomamos otros siete años atrás, estamos hablando de una suma de 40% del PIB en déficits (lado izquierdo del Gráfico 36). Se ha dicho también en las presentaciones que hay que generar ahorro en los tiempos de bonanza para utilizarlos en los tiempos de necesidad. Este es ahorro público, los superávits son ahorro del sector público.

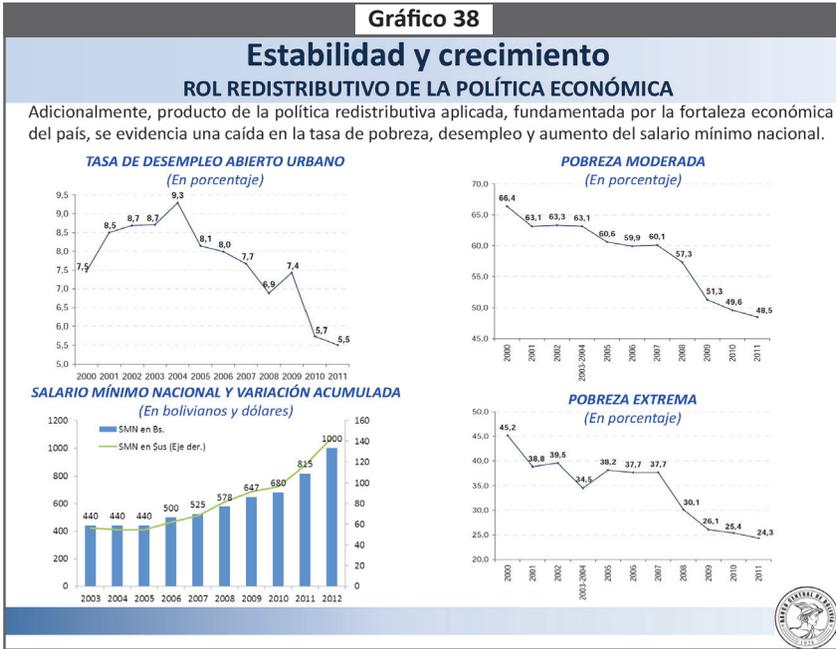
Estos resultados se reflejan en una disminución sostenida de la deuda total. Está por debajo de los criterios de la CAN (Comunidad Andina), del MERCOSUR (Mercado Común del Sur), (lado derecho del Gráfico 36), y si añadiéramos el criterio de Maastricht<sup>10</sup> de Europa de 60%, estamos muy por debajo de ese nivel aunque en Europa casi todos los países lo han superado.



Acerca del rol redistributivo de la política económica, a partir del año 2006 se aplicó una política con un enfoque social y distributivo muy intenso: Bono *Juancito Pinto*<sup>11</sup>, Renta *Dignidad*<sup>12</sup>, Bono *Juana Azurduy*<sup>13</sup>, que cubren aproximadamente al 30% de la



población (Gráfico 37). Ese rol redistributivo se manifiesta también en un incremento del salario mínimo. En relación a lo referido por Adrián (Ravier), el salario mínimo se ha incrementado en Bolivia pero el desempleo ha caído, lo cual puede estar explicado porque no estaba en el nivel al que él hacía referencia (Gráfico 38).

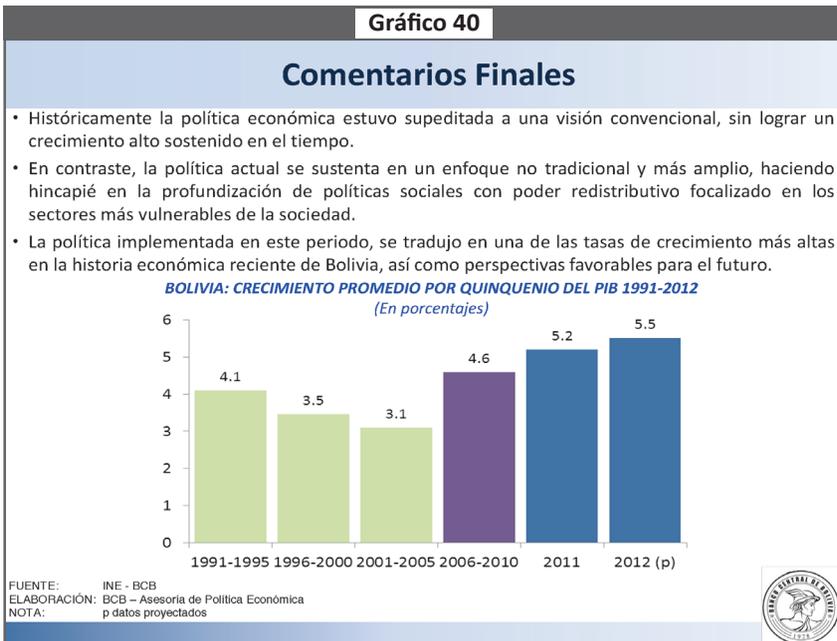
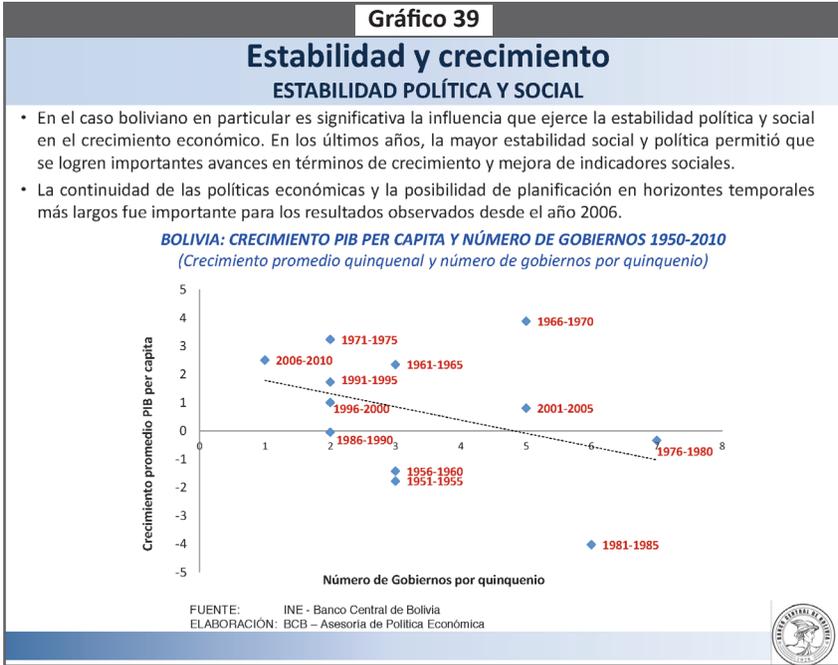


La pobreza se ha moderado sostenidamente, se ha venido reduciendo tanto la pobreza moderada como la pobreza extrema.

Y otro aspecto que se señaló al principio, es la estabilidad política y social. Hemos construido una relación entre crecimiento del PIB en Bolivia y el número de gobiernos por quinquenio. Se observa en el gráfico una relación inversa (Gráfico 39). A medida que tuvimos un mayor número de gobiernos por quinquenio, lo cual refleja una forma de inestabilidad política, tuvimos tasas de crecimiento negativas, las más bajas, y cuando hubo estabilidad política, las tasas de crecimiento fueron más altas. Es una variable que hay tomarla en cuenta.

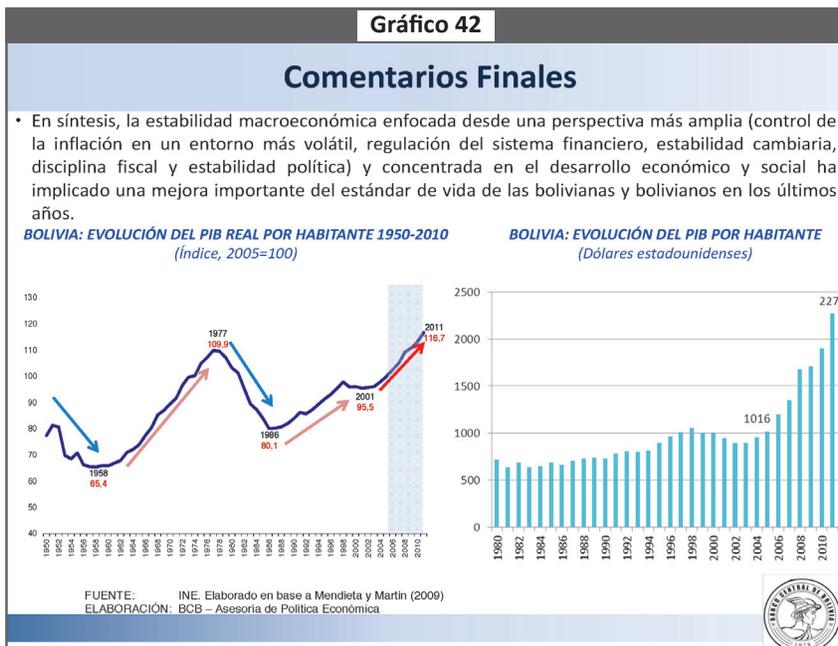
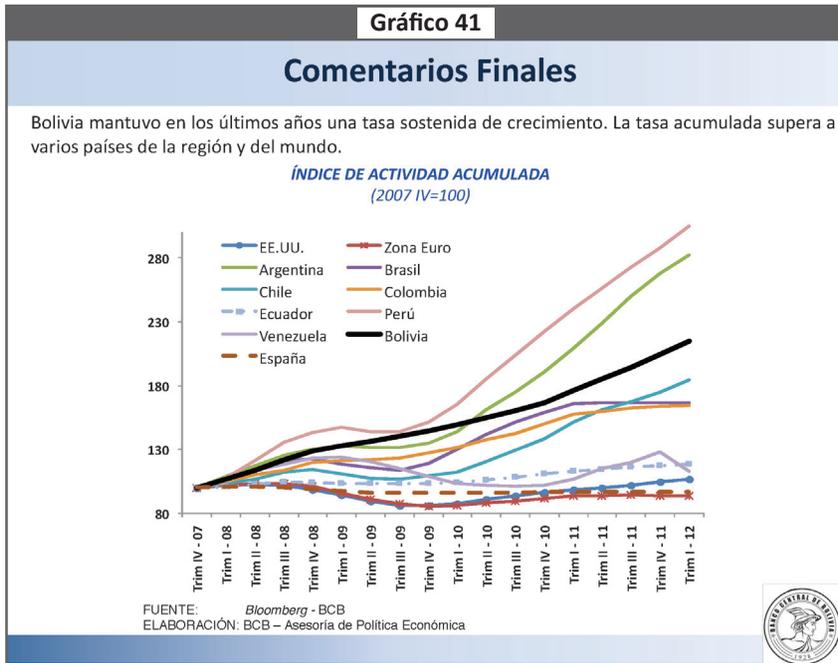
### Comentarios finales

Para terminar quiero mostrarles que en Bolivia con este enfoque, que no estuvo subordinado a una visión convencional, hemos logrado los crecimientos más altos de nuestra historia económica reciente: 1991 - 1995, el crecimiento promedio 4,1%; 1996 – 2000, en promedio crecimos 3,5%; 2001 – 2005, en promedio crecimos 3,1%; 2006 – 2010, en promedio crecimos 4,6%. El 2011 el crecimiento fue 5,2%. Para el 2012 las autoridades se han propuesto un crecimiento de 5,5% (Gráfico 40).



Esa estabilidad, en esa concepción amplia, nos ha permitido alcanzar crecimientos importantes.

Se observa en el gráfico (*Gráfico 41*) un índice de actividad económica donde todos partimos de 100 a fines del 2007, se ha tomado una muestra de varios países, se ha acumulado el crecimiento, y a partir de ello se muestra que la volatilidad es mala.



**Diapositiva 10****Comentarios finales**

- La visión convencional de estabilidad centrada únicamente en el control de la inflación está en tela de juicio.
- La CPE (2009) incorpora esta reflexión, asignándole un nuevo papel al BCB en el que además de preservar el poder adquisitivo de la moneda, promueve de modo activo el desarrollo económico y social.
- La estabilidad de precios es una condición necesaria, pero no suficiente, para la estabilidad macroeconómica. A su vez, la estabilidad macroeconómica es necesaria, pero no suficiente, para promover el crecimiento sostenido.
- La estabilización en un sentido amplio debe incorporar la estabilidad de precios, el crecimiento sostenido que promueva el pleno empleo y una distribución equitativa del ingreso.
- Es fundamental la aplicación de políticas adecuadas a las estructuras propias de cada economía. Es importante conocer cómo funciona la economía y planificar a corto, mediano y largo plazo; con políticas coherentes y coordinadas.



Bolivia muestra un crecimiento sostenido y termina en el primer trimestre de 2012 con tasas de crecimiento por debajo de la de Perú y de la Argentina, pero por encima de varios países. El caso de Chile, por ejemplo, acumuló un crecimiento durante

**Diapositiva 11****Comentarios finales**

- La política económica actual en Bolivia se sustenta en un enfoque no tradicional y más amplio, haciendo hincapié en la profundización de políticas sociales con poder redistributivo focalizado en los sectores más vulnerables de la sociedad.
- La aplicación de una política monetaria contracíclica con elementos heterodoxos permitió el control de la inflación en el corto plazo, apuntalando el crecimiento económico de mediano plazo.
- La política cambiaria contribuyó a mitigar la inflación importada sin generar desalineamientos persistentes o elevada volatilidad del tipo de cambio.
- Se ha avanzado en la recuperación de las funciones básicas del dinero en la MN y se han mejorado los canales de transmisión de las políticas monetaria y cambiaria. Empero, es importante consolidar estos resultados.
- Se implementaron políticas macro prudenciales que contribuyeron a proteger la estabilidad financiera ante posibles choques de distinta índole.
- Las políticas implementadas en este periodo se tradujeron en una de las tasas de crecimiento más altas en la historia económica reciente de Bolivia, así como perspectivas favorables para el futuro.



este periodo menor al nuestro; Brasil igualmente creció menos que nosotros; así como Colombia, Venezuela, Ecuador, Estados Unidos, la Zona del Euro, España. Nuestro crecimiento ha sido sostenido y nos ha permitido acumular un crecimiento importante.

Ese crecimiento sostenido ha permitido que el PIB real por habitante crezca. En el gráfico se tiene un índice para el PIB real por habitante, y se observa que hemos llegado a niveles más altos que el histórico alcanzado en 1977 (*lado izquierdo del Gráfico 42*). En términos nominales, en criterio de algunos organismos, un país es pobre cuando tiene el ingreso por debajo de 1.000 dólares. Bolivia históricamente estuvo por debajo de 1.000 dólares. Actualmente, el último dato es de 2.270 dólares por habitante (*lado derecho del Gráfico 42*). Bajo este criterio pasa a ser un país intermedio.

Diapositiva 12



**VI JORNADA Monetaria**  
ESTABILIDAD Y  
CRECIMIENTO ECONÓMICO  
Jueves 19 de Julio de 2012

**Crecimiento y estabilidad macroeconómica:  
La perspectiva desde Bolivia**

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

Antes Bolivia era un país pobre pero además un país endeudado. Hoy nuestra deuda externa, como señalaba el Presidente, es solo del 14% del PIB.

Para terminar, los elementos que resumen mi presentación se encuentran en las siguientes diapositivas (*Diapositiva 10*), (*Diapositiva 11*).

Gracias.

## APÉNDICES

### APÉNDICE A

#### Notas

1. El Índice Dow Jones es un indicador del comportamiento de precios construido con información de los mercados bursátiles de Estados Unidos.
2. Acerca de Standard & Poors, véase Nota 8 de la Ponencia 2, página 51.
3. Parte Tercera, Título I, Capítulo III, Artículo 143.
4. Título I, Capítulo Único, Artículo 2.
5. Cuarta Parte, Título I, Capítulo Tercero, Sección II, Artículo 327.
6. El Bono “BCB Directo” es un valor extrabursátil (no inscrito en ninguna Bolsa de Valores) que se transa de forma directa con personas naturales. Tiene un rendimiento y plazos referenciales de vencimiento. [Banco Central de Bolivia, 2011].
7. Fed, nombre con el cual se suele denominar al Sistema de Reserva Federal de Estados Unidos.
8. La normativa que aparece en las referencias bibliográficas es aquella vigente a la fecha de realización del evento. Consideréanse disposiciones modificatorias, complementarias o abrogatorias posteriores.
9. La definición de Fondo RAL se encuentra en el Glosario de la Ponencia 4, página 112.
10. Acerca del Tratado de Maastricht véase la Nota 2 de la Ponencia 1, página 24.
11. Bono creado mediante Decreto Supremo 28899 de 26 de octubre de 2006, como forma de “*incentivo a la permanencia escolar denominado “Bono Juancito Pinto” en el marco de la Política de Protección Social y Desarrollo Integral Comunitario del Plan Nacional de Desarrollo - PND.*” [Gaceta Oficial de Bolivia, 2006].
12. “*Renta Universal de Vejez es la prestación vitalicia, de carácter no contributivo que el Estado Boliviano otorgará...*” (Gaceta Oficial de Bolivia, 2007), creada mediante Ley No 3791.

- 13.** Bono creado mediante Decreto Supremo No 0066 de 3 de abril de 2009 como forma de *“...incentivo para la maternidad segura y el desarrollo integral de la población infantil de cero a dos años de edad, mediante el Bono Madre Niño - Niña “Juana Azurduy” en el marco del Plan Nacional de Desarrollo y las políticas de erradicación de la pobreza extrema.”* [Gaceta Oficial de Bolivia, 2009].

## APÉNDICE B

### Glosario

#### Gráfico 1

- Símbolo  $\pi$  al pie del gráfico = Tasa de inflación

#### Gráfico 7

- Lower Quartile of Financial Development = Cuartil bajo de desarrollo financiero
- Real Exchange Rate Volatility = Volatilidad del tipo de cambio real
- Upper Quartile of Financial Development = Cuartil alto de desarrollo financiero

#### Gráfico 8

- Economic growth = Crecimiento económico
- Policy volatility = Volatilidad de política

#### Gráfico 30

- TEA = Tasa efectiva anualizada

#### Gráfico 31

- TAE = Tasa de interés activa efectiva real

#### Gráfico 34

- DE = Demanda externa
- DI = Demanda interna

## APÉNDICE C

### Referencias Bibliográficas

Agénor, P.-R. and P. J. Montiel, (1999). *Development Macroeconomics*, Second Edition, Princeton University Press, New Jersey, United States.

Aghion, P., P. Bacchetta, R. Ranciere, K. Rogoff, (2006). "Exchange Rate Volatility and Productivity Growth: The Role of Financial Development", National Bureau of Economic Research, March.

Alesina, A., S. Özler, N. Roubini, P. Swagel, (1992). "Political Instability and Economic Growth", NBER Working Paper No. 4173, September.

Arezki, R. and M. Brückner, (2011). "Food Prices and Political Instability", IMF Working Paper WP/11/62, March.

Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero - Bolivia, (2010a), Resolución ASFI N° 574/2010, de 08 de julio de 2010.

Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero - Bolivia, (2010b), Resolución ASFI N° 1038/2010, de 16 de diciembre de 2010.

Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero - Bolivia, (2012b), Resolución ASFI N° 117/2012, de 11 de abril de 2012.

Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero - Bolivia, (2012a), Resolución ASFI N° 143/2012, de 24 de abril de 2012.

Banco Central de Bolivia, (2011a). "Operaciones de Mercado abierto y monetario 2011". Disponible en [www.bcb.gob.bo](http://www.bcb.gob.bo).

Banco Central de Bolivia, (2007), Resolución de Directorio N° 122/2007, de 25 de septiembre de 2007.

Banco Central de Bolivia, (2009), Resolución de Directorio N° 144/2009, de 15 de diciembre de 2009.

Banco Central de Bolivia, (2011b), Resolución de Directorio N° 072/2011, de 14 de junio de 2011.

Banco Central de Bolivia, (2012a), Resolución de Directorio N° 007/2012, de 10 de enero de 2012.

Barlevy, G., (2004). "The Cost of Business Cycles under Endogenous Growth", *The American Economic Review*, 94 (4), pp. 964 -990.

Barro, R.J., (1995). "Inflation and Economic Growth", NBER Working Paper 5326, October.

Calvo, G. and C. Reinhart, (2002). "Fear of Floating", *The Quarterly Journal of Economics*, 117(2), pp.379-408.

Carlstrom, Ch., T.S. Fuerst, M. Paustian, (2009). "Inflation Persistence, Monetary Policy, and the Great Moderation", *Journal of Money, Credit and Banking*, 41(4), pp. 767-786.

Comisión Económica para América Latina y el Caribe, (2011). "Estudio económico de América Latina y el Caribe. Modalidades de inserción externa y desafíos de política macroeconómica en una economía mundial turbulenta". Disponible en [www.eclac.org](http://www.eclac.org).

De Hek, P. A., (1999). "On Endogenous Growth under Uncertainty", *International Economic Review*, 40 (3), pp. 727-744.

Dutt, P. and D. Mitra, (2007). "Inequality and the Instability of Polity and Policy", Syracuse University, Working Paper 1-15-2007, January.

Edwards, S., (1989). *Real exchange rates, devaluation, and adjustment: exchange rate policy in developing countries*, Cambridge Massachussets, MIT Press, London, England.

Edwards, S., (1992). "Exchange Rates as Nominal Anchors", NBER Working Paper No. 4246, December.

Epstein, G. and E. Yeldan, (2008). "Inflation targeting, employment creation and economic development: assessing the impacts and policy alternatives", *International Review of Applied Economics*, 22 (2), pp. 131-144.

Fatas, A., (2000). "Endogenous growth and stochastic trends", *Journal of Monetary Economics*, 45 (1), pp. 107-128.

Fatas, A., (2002). "The Effects of Business Cycles on Growth", Central Bank of Chile, Working Paper No 156, May.

Fatas, A. and I. Mihov, (2009). "Macroeconomic Policy: Does it Matter for Growth? The Role of Volatility", Commission on Growth and Development, Working Paper No 48.

Federal Reserve Bank of Dallas, (2012). *Global Economic Conditions*, February.

Gaceta Oficial de Bolivia, *Constitución Política del Estado*, 1967.

Gaceta Oficial de Bolivia, *Ley 1670*, octubre de 1995.

Gaceta Oficial de Bolivia, *Decreto Supremo No 28899*, octubre de 2006.

Gaceta Oficial de Bolivia, *Ley No 3791*, noviembre de 2007.

Gaceta Oficial de Bolivia, *Constitución Política del Estado*, febrero de 2009.

Gaceta Oficial de Bolivia, *Decreto Supremo No 0066*, abril de 2009.

Gaceta Oficial de Bolivia, *Ley No 232*, abril de 2012.

Ghosh, A.R., A.-M. Gulde, J. Ostry, H. Wolf, (1995). "Does the Nominal Exchange Rate Regime Matter?", International Monetary Fund Working Paper WP/95/121, November.

Gylfason, T. and M. Schmid, (1983). "Does Devaluation Cause Stagflation?", *The Canadian Journal of Economics*, 16 (4), pp. 641-654.

Haider, A. and S. Ullah Khan, (2007). "Does Volatility in Government Borrowing Leads to Higher Inflation? Evidence from Pakistan", MPRA Working Paper, December.

Hausmann, R., U. Panizza, E. Stein, (2001). "Why do countries float the way they float?", *Journal of Development Economics*, 66 (2), pp. 373-414.

Hinkle, L.E. and P. Montiel, (1999). *Exchange Rate Misalignment: Concepts and Measurement for Developing Countries*, A World Bank Research Publication, Oxford University Press, Washington, United States.

Holland, M., F. Vilela, C. Gomes Da Silva, L.C. Bottecchia, (2011). "Growth and Exchange Rate Volatility: A Panel Data Analysis", Escola de Economia de São Paulo, Textos para Discussão 296, Agosto.

International Monetary Fund, (2011). "World Economic Outlook September 2011. Slowing Growth, Rising Risks". Disponible en [www.imf.org](http://www.imf.org).

International Monetary Fund, (2012). "World Economic Outlook April 2012. Growth Resuming, Dangers Remain". Disponible en [www.imf.org](http://www.imf.org).

Keynes, J.M., (1923). *A Tract on Monetary Reform*, Second Edition, Macmillan, London, England.

Krugman, P., (1999). "Balance Sheets, the Transfer Problem, and Financial Crises", *International Tax and Public Finance*, 6, pp. 459-472.

Krugman, P. and L. Taylor, (1978). "Contractionary effects of devaluation", *Journal of International Economics*, 8 (3), pp. 445-456.

- Larraín, F. y F. Parro, (2003). "¿Importa la opción de régimen cambiario? Evidencia para países en desarrollo", Pontificia Universidad Católica de Chile, *Cuadernos de Economía*, 121, pp. 635-645.
- Lucas, R.E., (1988). "On the Mechanics of Economic Development", *Journal of Monetary Economics*, 22, pp. 3-42.
- McKenzie, M.D., (1999). "The Impact of Exchange Rate Volatility on International Trade Flows", *Journal of Economic Surveys*, 13 (1), pp. 71-106.
- OECD, (2009). "OECD Economic Surveys: Euro Area 2009". Disponible en [www.oecd.org](http://www.oecd.org).
- Prasad, E., K. Rogoff, S.-J. Wei, M. A. Kose, (2003). "Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence", IMF Working Paper, March.
- Ramey, G. and V. A. Ramey, (1995). "Cross-Country Evidence on the Link Between Volatility and Growth", *The American Economic Review*, 85 (5), pp. 1138-1151.
- Schnabl, G., (2007). "Exchange Rate Volatility and Growth in Small Open Economies at the EMU Periphery", European Central Bank, Working Paper No 773, July.
- Svensson, L.E.O., (1996). "Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets", Institute for International Economic Studies, Stockholm University, Seminar Paper No. 615, August.
- Taylor, J.B., (1993). "Discretion versus policy rules in practice", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, pp. 195-214.
- Uribe, M. (2006). "A fiscal theory of sovereign risk", *Journal of Monetary Economics*, 53, pp. 1857-1875.
- Van Wijnbergen, S., "Exchange Rate Management and Stabilization Policies in Developing Countries", en Edwards, S. and L. Ahamed (Eds.), *Economic Adjustment and Exchange Rates in Developing Economies*, (1986), University of Chicago Press, pp. 17-42.
- Yao, F., (2011). "Monetary Policy, Trend Inflation and Inflation Persistence", Econstor Conference Paper, February.



## Comentarios, preguntas y respuestas a Ponencias 4 y 5

**Moderador: Rafael Boyán, Vicepresidente del Directorio del Banco Central de Bolivia**

**Rafael Boyán (RB).** Quiero agradecer la presentación del ex Presidente del Banco Central de Bolivia y ex Ministro de Planificación, Gabriel Loza, y la presentación del Asesor Principal de Política Económica del Banco Central de Bolivia, Raúl Mendoza.

Formularé las preguntas que se han realizado en el auditorio. Comenzaré con las preguntas al expositor Gabriel Loza.

La primera pregunta es ¿cómo evalúa usted la decisión que tomó el BCB de continuar con un régimen de metas cuantitativas en un entorno en el cual varios países adoptaron el régimen de metas de inflación?

**Gabriel Loza (GL).** La evidencia anecdótica y también empírica muestran que la continuación con el régimen de metas cuantitativas ha estado bien en el sentido de que está relacionada con un régimen administrado y con la coordinación de la política monetaria y la política fiscal. Argentina tiene una experiencia diferente con el régimen de agregados monetarios. En el caso nuestro, sí puedo decir que ha estado bien, aunque en el Plan Nacional de Desarrollo se planteó el propósito de evaluar en Bolivia el tránsito hacia un régimen de metas de inflación y de analizar sus ventajas y limitaciones. Pero yo estoy convencido que fue buena la decisión de mantener nuestro actual régimen monetario y cambiario.

**(RB).** La segunda pregunta es: usted se refirió al rodeo innecesario, ¿a qué atribuye el éxito de esta decisión de evitar movimientos del tipo de cambio hacia el alza y a la baja, aspecto que sucedió en otros países?, ¿cómo anticiparon que este movimiento iba a ser solo temporal?

**(GL).** Uno de los temas económicos difíciles de determinar es si los *shocks* son temporales o son permanentes. Esa es una discusión que se tiene desde que había desequilibrios en la balanza de pagos. Es igualmente difícil saber qué tipo de desequilibrio se produce en el caso de los movimientos cambiarios. En realidad no hay ninguna brújula, lo que hay es un método y el método consiste -algo que también lo señalaron el Presidente y el Asesor de Política del BCB- en que el Banco Central realiza una evaluación constante y sistemática en las reuniones del Comité de Política Monetaria y Política Cambiaria y en coordinación con el Órgano Ejecutivo, de tal manera que el BCB posee una base de datos muy completa acerca de las transferencias al exterior, demanda de divisas, precios de los productos básicos, Índice de Precios de Productos Básicos de Exportación, que día a día se calcula y con el cual se establece si estos precios están cayendo o están subiendo. Entonces, con esta base de información y con un sistema de indicadores, el BCB puede determinar si esos movimientos en un momento dado son o no transitorios. Menciono que hubo un momento, el más álgido de la crisis, entre

marzo y mayo del 2009, en el que no se supo con exactitud si lo que acontecía era transitorio o si iba a ir más allá.

**(RB).** La última pregunta: ¿en qué medida cree usted que la situación económica boliviana es producto de la buena suerte, del favorable entorno externo, o de buenas políticas?

**(GL).** Hasta ahora estoy convencido que es una mezcla de la buena suerte, de buenas políticas y un factor denominado cambio político. Jadresic y Zahler (2000) hicieron un trabajo para el caso de Chile en el que incluyen esos tres factores.

**(RB).** Muchas gracias Gabriel. La siguiente ronda de preguntas es para el Asesor Principal de Política Económica del BCB.

La primera pregunta indica: dado el contexto planteado por la CEPAL ¿cuáles cree usted que serán las repercusiones de la crisis global en la economía boliviana?

La segunda pregunta: uno de los expositores indicó que para mejorar la coordinación se necesita un modelo de equilibrio general, ¿el BCB cuenta con algún modelo similar al planteado?

La tercera pregunta: ¿en qué magnitud las entradas de capital, identificadas por uno de los expositores como fuentes potenciales de desequilibrio, se plasmaron en una apreciación muy fuerte de la moneda?

La siguiente pregunta: viendo las citas de Paul Krugman contrarias a la devaluación, ¿por qué piensa que sugiere a España y Grecia devaluar?

La última pregunta: ¿cuál es la causa de que pese al comportamiento de las inversiones y al buen ambiente macroeconómico, el crecimiento de Bolivia no es tan alto como en otros países?

**Raúl Mendoza (RM).** Sobre las repercusiones de la crisis global en la economía boliviana hay que señalar que uno de los principales canales de preocupación en el mundo como es el canal financiero, no va a afectar a Bolivia porque no estamos integrados financieramente con los países que podrían verse afectados. Hay un canal real que podría tener efectos a través de algunos países de la región, pero más que efectos directos se trata de efectos indirectos, precisamente por la vía de estos países. Una de las preocupaciones estaba centrada en el desempeño de Brasil y de Argentina, como lo señaló el Presidente del BCB, ya que nuestras exportaciones de gas a Brasil y Argentina son el principal componente de exportaciones que tenemos con estos dos países. Ambos países sí se están desacelerando bastante. Lo alentador es que nuestras exportaciones tienen contratos de cláusula mínima de compra y los resultados de la negociación con Argentina dan una información positiva sobre la continuidad y

crecimiento de las compras por parte de Argentina. En este sentido, el canal real de repercusión de la crisis que vendría de ambos países estaría contenido.

No quiero decir que somos inmunes, pero uno de los elementos que se ha señalado insistentemente en los informes de los organismos internacionales, es que los países necesitan haber acumulado recursos bajo sus colchones para dar respuesta a los ciclos adversos. En sus informes también señalaban que estos colchones habían disminuido en prácticamente todos los países, es decir, tenían menos capacidad para enfrentar la crisis de la que tenían en los años 2008 y 2009. En Bolivia ocurrió lo contrario, estos colchones han aumentado con los superávits fiscales, con los superávits en cuenta corriente e incremento de las reservas. Estamos con buenas capacidades para responder a estos efectos adversos. A ello hay que sumar la experiencia que se ha tenido en la respuesta implementada.

Preguntan si tenemos algún modelo de equilibrio. En la Asesoría (*de Política Económica*) hay varios modelos que se han elaborado y que están funcionando. Además, la coordinación con el Ministerio de Economía, con el sector real, también se la realiza mediante un modelo.

¿En qué magnitud la entrada de capitales fue identificada como una fuente de desequilibrios y se plasmó en una apreciación en Bolivia? Cabe señalar que en Bolivia la cuenta corriente, en los últimos seis años, ha acumulado un superávit del 50 por ciento del PIB lo que indica que el incremento de las reservas ha provenido de la cuenta corriente y no por flujos de capital. En consecuencia, el riesgo que podría introducirse en la economía por un influjo de capitales a través de un fuerte crecimiento de los créditos también está acotado. Bolivia no recibe capitales especulativos. Aunque no tenemos la cuenta capital cerrada, no hemos identificado ingresos de capitales especulativos.

Me preguntan, en relación a las citas de Paul Krugman contrarias a la devaluación, “¿por qué piensa que Krugman sugiere a España y Grecia devaluar?” En la entrevista que le hizo recientemente Xavier Sala-i-Martin a Paul Krugman,<sup>1</sup> él no indicó que España y Grecia deban devaluar, lo que dijo fue que deberían hacer una devaluación en términos reales. Ni España ni Grecia pueden devaluar, están en una unión monetaria. Y la recomendación que él hizo para que devalúen en términos reales fue que se genere una inflación en el centro, es decir, que Alemania tenga una inflación del orden del 4% a 5% y España baje la inflación aproximadamente entre 0% y 1%. De ese modo estarían logrando una devaluación real. Pero también creo que lo dijo porque se trata de una economía que seguramente responde al tipo de cambio real.

Lo que estamos diciendo en sus citas, es que no todas las economías responden de la misma manera y que las recetas no pueden ser las mismas en todo tiempo y lugar.

**(RB).** Muchas gracias. Agradezco a nuestros expositores e invito a la Mesa Redonda.

## APÉNDICES

### APÉNDICE A

#### Nota

1. La entrevista de Xavier Sala-i-Martin a Paul Krugman se encuentra en la edición del 8 de julio de 2012 del periódico “La Vanguardia” de España, disponible en el sitio web <http://www.lavanguardia.com/economia/20120708/54322010105/paul-krugman-si-alemania-no-cede-el-euro-se-rompe.html>.

## APÉNDICE B

### Referencias Bibliográficas

Jadresic, E. and R. Zahler, (2000). "Chile's Rapid Growth in the 1990's: Good Policies, Good Luck, or Political Change?", IMF Working Paper WP/00/153, October.



# MESA REDONDA

**COMPENDIO**

---

**VI** JORNADA  
monetaria



## Palabras de inicio – Mesa Redonda

### Marcelo Zabalaga Estrada - Presidente a.i., Banco Central de Bolivia

En la presente Jornada hemos escuchado atentamente las presentaciones de los expositores. Hemos advertido puntos de vista académicos y de política económica donde se aprecian consensos pero también algunas diferencias y se han planteado interrogantes. Antes de iniciar el siguiente espacio de la Jornada, me gustaría compartir con ustedes una breve síntesis sobre lo que hemos visto y escuchado hasta el momento.

El señor Juan Alberto Fuentes de la CEPAL puntualizó los principales choques externos que han afectado a la región durante los últimos diez años como fueron las alzas de precios de las materias primas del 2003 al 2008; la crisis financiera global 2008 – 2009; y la última crisis de la Zona Euro 2011 – 2012, de cuyos episodios se extractaron una serie de lecciones sobre el impacto y la volatilidad en los países de América Latina y El Caribe.

En segundo lugar, Adrián Ravier, de la Universidad Francisco Marroquín, mostró un debate sobre los ciclos económicos y la Curva de Phillips, los orígenes y los efectos de la crisis *subprime*, las políticas aplicadas en Estados Unidos para mitigar el ciclo adverso, y los impactos en América Latina. Para finalizar la mañana, Rolando Morales de CIESS – Econometría, analizó las políticas económicas en un contexto de auge y volatilidad, resaltando la importancia de la coordinación entre los ministerios de planificación, hacienda y bancos centrales a través de los medios con los que disponen, ya sean planes de desarrollo, presupuestos nacionales o programas monetarios.

Esta tarde Gabriel Loza, ex Presidente del Banco Central de Bolivia destacó que los bancos centrales en los últimos años enfrentaron diferentes *shocks* exógenos, a partir de lo cual analizó las respuestas en la región, comparando la política monetaria y cambiaria en economías con régimen de metas de inflación explícitas, respecto de la política monetaria aplicada en Bolivia basada en agregados monetarios.

Finalmente Raúl Mendoza, Asesor Principal de Política Económica del BCB, mostró que la visión tradicional centrada sólo en la estabilidad de precios debe ser ampliada, considerando también diversos elementos del sistema financiero, cambiario y social, como determinantes de la estabilidad macroeconómica. También nos mostró la importancia de la estabilidad para generar crecimiento de mediano y largo plazo en las economías. Resaltó que este nuevo enfoque ya fue internalizado en las políticas del BCB en los últimos años ya que a la vez de controlarse exitosamente la inflación se han implementado diversas medidas para apoyar al dinamismo de la actividad económica.

A continuación, tengo el gusto de dirigir este espacio de la Jornada denominado ‘Mesa Redonda de representantes de bancos centrales’ con la temática “Experiencia de los bancos centrales en estabilidad y crecimiento”. Para iniciar la sección voy a invitar en

el orden siguiente a las personas que me acompañan en la mesa. En primer lugar, nos va a relatar la experiencia del Banco Central de Guatemala, el señor Alberto Fuentes, quien también fue Ministro de Economía en Guatemala durante los años más difíciles de la crisis 2008 y 2009. En segundo lugar, la señora Eloísa Ortega, Directora del Departamento de Coyuntura y Previsión Económica del Banco de España, nos va a exponer la experiencia del Banco de España. Y finalmente, el señor Víctor Blanco, Asesor Ejecutivo de la Presidencia del Banco Central de Venezuela, expondrá la experiencia del Banco de Venezuela.

Dando inicio a este espacio, cedo la palabra.

# Ponencia 1 - Mesa Redonda

**Juan Alberto Fuentes**

**Director de la División de Desarrollo Económico**

**Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL)**

Muchas gracias y buenas tardes. Esta exposición la voy a realizar tanto en calidad de funcionario de la CEPAL como en calidad de ex Ministro de Finanzas y miembro de la Junta Monetaria de Guatemala.

En el caso de Guatemala, el Ministro de Finanzas es una parte activa de la Junta Monetaria y junto con otros ministros tiene un papel importante en la conducción de la política monetaria y en su seguimiento a pesar de que el Banco Central tiene un importante grado de dependencia.

Me voy a referir en particular a las intervenciones de política monetaria que se aplicaron en el 2008 ante el aumento de los precios de alimentos y combustibles, y luego, a partir de finales de 2008 y 2009, para enfrentar la crisis de lo que se ha calificado como la “Gran Recesión”.

En lo que se refiere al 2008, el gobierno definió un programa de emergencia para enfrentar la crisis de alimentos. Guatemala como otros países centroamericanos y del Caribe es un importador neto de alimentos y de combustibles y eso significa que estaba entre los países del mundo más afectados por este incremento drástico que hubo en particular en el 2008. Si bien hubo aumentos previos, en el 2008 fue cuando más se manifestó este incremento con fuertes presiones inflacionarias y además con un efecto muy regresivo en la medida que son los sectores de menores ingresos los que más consumen alimentos en particular. Frente a ello el Banco Central de Guatemala comenzó actuando con una medida que yo calificaría como bastante ortodoxa como fue el aumento de la tasa de interés de referencia.

Guatemala tiene una política monetaria de metas de inflación, como la definía Gabriel Loza, aunque yo diría que una política monetaria de metas de inflación flexible, en el sentido de que la tasa de interés no es el único instrumento de política monetaria ya que se usaron otros instrumentos a los que me voy a referir.

La intervención por la vía del aumento de la tasa de interés dio lugar a una discusión importante, donde quiero destacar dos temas en particular: primero, la discusión acerca de si esto era un *shock* transitorio o permanente. En la medida que hubiese sido transitorio podía no justificarse este tipo de intervención y se hubiera justificado más bien otro tipo de acción directa de subsidio, de transferencia para los sectores más afectados y así la economía podía absorber el efecto transitorio de este *shock* externo.

Pero frente a eso también estuvo el argumento de los efectos de segunda vuelta que podía tener este tipo de acción.

Al final se acordó que hubiera el aumento de la tasa de interés de referencia. Luego, un instrumento bastante menos ortodoxo fue que se permitió cierta apreciación del tipo de cambio por la vía de la gestión de las reservas internacionales. Esta apreciación del tipo de cambio permitió reducir las presiones inflacionarias derivadas del aumento de los precios que eran básicamente productos importados. Esas fueron las dos medidas principales.

Esto fue complementado con otras acciones del gobierno. Se comenzó a implementar y se fortaleció todo un programa de transferencias condicionadas en efectivo para la población de menores ingresos, especialmente en el área rural; se aumentó el crédito para los productores agrícolas, especialmente de alimentos; fueron reducidos los aranceles para algunos productos básicos, incluyendo no solo alimentos sino también fertilizantes; luego con muchas dificultades se llegaron a pocos acuerdos voluntarios con algunos productores de ciertos productos como cereales y harinas. Se intentó aplicar algunas medidas más pero fue bastante más difícil.

Esto pone en evidencia que hubo una coordinación del Banco Central con otras autoridades del gobierno e incluso un proceso de cierta concertación con el sector privado.

Ahora bien, en septiembre de 2009 estalló la crisis financiera mundial y cambió totalmente la agenda. Entonces, el problema ya no fueron las presiones inflacionarias sino el peligro de una recesión extendida. Actualmente, particularmente después del primer semestre del año pasado, hubo presiones inflacionarias incluso con aumentos en las tasas de interés en varios países incluyendo el mío propio, frente al peligro de recesión.

En cuanto a la respuesta frente a la crisis del 2009, también se formuló un programa especial conjunto por parte de distintas autoridades. Hay que reconocer una respuesta rápida del Banco Central -incluso antes de que hubiera sido formulado y presentado formalmente este programa- que consistió en la facilitación de liquidez en moneda nacional y la facilitación de liquidez en divisas para el sistema financiero ante el recorte y la interrupción total de recursos externos, en particular para el sistema productivo guatemalteco. Ello fue posible debido a que Guatemala tenía suficientes reservas internacionales y como el resto de América Latina las había acumulado. Entonces no hubo ningún problema y esa fue una acción decisiva que dio lugar a mucha tranquilidad y una imagen de que había capacidad para enfrentar la crisis. Además, a diferencia de los meses anteriores, se comenzó a permitir cierta depreciación del tipo de cambio, lo que facilitó el proceso de ajuste, como ocurrió en otros países. Esta creo que fue una acción relativamente menos importante. Posteriormente se avanzó con reducciones de la tasa de interés de referencia.

De manera similar a otros países -aunque con gran escepticismo dadas las condiciones de incertidumbre y falta de demanda de crédito ante la situación tan crítica- estábamos en una situación parecida a lo que Keynes definió como 'trampa de liquidez' en la que la reducción de la tasa de interés tiene un impacto casi simbólico.

Además se intensificó y fortaleció la vigilancia al sistema bancario y financiero junto con la Superintendencia de Bancos, sabiendo que debido a la crisis había una situación de gran vulnerabilidad. Afortunadamente el sistema bancario y financiero guatemalteco es bastante sólido, entonces no enfrentó mayores dificultades.

Termino con dos comentarios adicionales. Como parte del programa de emergencia para enfrentar este problema, se llegó a un acuerdo precautorio con el Fondo Monetario Internacional (FMI). Este fue un acuerdo que no significó un desembolso de recursos. Partió de un programa presentado por el gobierno al FMI, y que no significó una negociación difícil. En esa ocasión el FMI dio una muestra -y yo lo puedo decir porque estuve directamente involucrado en la negociación- de bastante flexibilidad. Se planteó la discusión sobre el estigma que surge frente a un acuerdo de este tipo, porque hay que reconocer que el FMI normalmente interviene en condiciones de grandes desequilibrios y problemas y nosotros realmente no estábamos enfrentando esos problemas tan serios. Pero a la luz de otras experiencias como las de Colombia, México, Costa Rica y El Salvador, que decidieron también intervenir, lo hicimos pensando en que esto comunicaba de alguna manera que la economía guatemalteca estaba con un cierto blindaje externo. En caso de haber tenido problemas hubiéramos acudido a recursos. Ello no significó condicionalidad y tampoco significó costo porque a esos recursos al final de cuentas nunca acudimos.

Una última reflexión es que hubo una coordinación importante con el Ministerio de Finanzas durante toda esta etapa en particular.

Quizás el ingrediente más importante para enfrentar la crisis no fue la política monetaria sino la política fiscal. Se impulsó una política fiscal contracíclica. Se aprovechó algo de las reservas que teníamos, pero en condiciones bastante más precarias que las de Bolivia o las de otros países exportadores de recursos naturales que sí tenían ahorros importantes.

Asimismo se aprovechó el acceso a recursos de organismos multilaterales de crédito, teniendo en cuenta que la deuda externa de Guatemala es reducida -era de un 23% y actualmente es de un 25% del PIB- y realmente había espacio para endeudarse, para enfrentar un déficit transitorio de esa crisis en particular.

Gracias.

**Marcelo Zabalaga.** Gracias Juan Alberto. Ahora vamos a continuar con Eloísa Ortega, quién realizará una presentación para explicar la situación del Banco de España.



## Ponencia 2 - Mesa Redonda

### Estabilidad y crecimiento económico

Eloísa Ortega

Directora del Departamento de Coyuntura y Previsión Económica

Banco de España

**BANCO DE ESPAÑA**  
Eurosystem

**Diapositiva 1**

**MESA REDONDA: "ESTABILIDAD Y CRECIMIENTO ECONÓMICO"**

**Eloísa Ortega**  
Directora del Departamento de Coyuntura y Previsión Económica

VI JORNADA MONETARIA – BANCO CENTRAL DE BOLIVIA  
La Paz, Bolivia  
19 de julio de 2012

DIRECCIÓN GENERAL DEL SERVICIO DE ESTUDIOS

Buenas tardes a todos. Quiero empezar agradeciendo al Banco Central de Bolivia por su amable invitación a participar en esta Jornada.

Cuando me plantearon la posibilidad de participar en esta Mesa Redonda, tenía dudas sobre cómo abordar la presentación. Por una parte pensaba que la economía española está de moda hasta cierto punto y por consiguiente era fácil referirme a los principales problemas que afronta

esta economía. Por otra parte, tampoco quería dar la impresión de que fuera una apreciación necesariamente local. Pero después de todas las alusiones que ha habido a lo largo del día de hoy, me reitero en la opción que pensé en su momento, que es el

compartir con ustedes algunas reflexiones en torno a los factores que han llevado a la economía española a la situación en la que se encuentra en estos días -que como saben ustedes afronta una crisis muy severa- compartir con ustedes algunas reflexiones sobre los errores de diagnóstico que se pudieron cometer durante el largo periodo de fuerte

**Diapositiva 2**

**ESQUEMA DE LA PRESENTACIÓN**

- 1. La crisis de la zona del euro: factores desencadenantes y medidas**
- 2. La crisis de la economía española:**
  - 1. Los factores desencadenantes**
  - 2. El ajuste de los desequilibrios**
  - 3. Algunos hechos estilizados (déficit exterior, sector inmobiliario, política fiscal)**
  - 4. Algunas lecciones**

**BANCO DE ESPAÑA**  
Eurosystem

DIRECCIÓN GENERAL DEL SERVICIO DE ESTUDIOS

2

crecimiento de una década -casi de 1997 a 2007- con un crecimiento por encima del 4% anual, errores de política económica, y quizá hablar mínimamente de las perspectivas de futuro.

Por este motivo como he dicho, me voy a centrar en hablar de la economía española de forma selectiva. Quiero recordar que como economía integrante de la Unión Económica y Monetaria (UEM)<sup>1</sup>, su futuro está vinculado al futuro de la Zona del Euro, y por consiguiente la salida de la crisis de España está vinculada a la crisis de la Zona del Euro. No se puede entender una cosa sin la otra. Antes de entrar, por lo tanto a discutir los elementos relativos a la situación de la economía española, voy a hablar muy brevemente de algunos aspectos de la Zona del Euro que creo que son muy importantes. Juan Alberto Fuentes en su presentación se ha referido brevemente a ellos. Intentaré complementar, no va a ser el centro del debate ni mucho menos, pero creo que puede ser interesante para contextualizar el momento que estamos viviendo.

Un brevísimo recordatorio -seguro que todos ustedes lo saben- la Unión Económica y Monetaria se inició en 1999. Esta Unión Económica y Monetaria relativamente *sui generis* en el sentido de que, por una parte tiene un Banco Central Europeo, un banco central único, una política monetaria única, un mismo nivel de tipos de interés para todos los países que integran la Zona del Euro, pero que en el resto de las políticas económicas se da un modelo de integración imperfecta que ha devenido en una situación de falta de renacionalización de los mercados financieros y de falta de integración de las políticas presupuestarias.

La crisis de la deuda soberana tiene múltiples dimensiones. Una dimensión muy

**Diapositiva 3**

**LA CRISIS DE LA DEUDA SOBERANA TIENE MÚLTIPLES DIMENSIONES: SE GENERÓ POR LOS FALLOS EN EL DISEÑO DE LA UEM...**

- Empezó en **Grecia** a principios de 2010; se propagó a otros mercados de deuda soberana (**Irlanda, Portugal, España, Italia**) y a otros mercados financieros y todavía no se ha resuelto. **¿Qué ha fallado?**
- El **Pacto de Estabilidad y Crecimiento** no garantizó la disciplina fiscal de los gobiernos de los países del área.
- No se prestó atención a la acumulación de otros **desequilibrios** (pérdidas de competitividad que se reflejan en desequilibrio exterior y excesivo endeudamiento del sector privado)
- Exceso de confianza en la disciplina de los mercados financieros. No se contemplaba la posibilidad de una crisis de confianza en el euro y **se carecía de un mecanismo de resolución de crisis.**

BANCO DE ESPAÑA  
Eurosistema DIRECCIÓN GENERAL DEL SERVICIO DE ESTUDIOS 3

importante son los propios fallos en el diseño y situación de la UEM. Como saben ustedes esta crisis empezó en Grecia en el año 2010, se propagó a otros mercados de deuda soberana: Irlanda, Portugal, España e Italia. En el año 2011 se ha convertido en una crisis sistémica, y en el año 2012 la mayor parte de los organismos

internacionales consideran que la crisis de la Zona del Euro es uno de los principales riesgos para una recuperación sólida de la economía mundial.

¿Cuáles son estos factores que han fallado en el diseño inicial de la Unión Económica y Monetaria? En primer lugar, el pacto de estabilidad y crecimiento que es el que fijaba normas relativamente generales de coordinación de las políticas fiscales, no garantizó la disciplina fiscal de los gobiernos de los países del área. En segundo lugar, no se prestó atención a la acumulación de otros desequilibrios que se estaban generando en distintos países. En buena medida, parte de esos desequilibrios se generaron como consecuencia de la instrumentación de una política monetaria única que comportó en algunas naciones, como por ejemplo el caso de la economía española, a que las conexiones monetarias y financieras fueran enormemente laxas. En este contexto se acumularon desequilibrios muy severos, se generaron pérdidas de competitividad importantes como consecuencia de la enorme expansión del gasto, eso se tradujo en algunos casos en desequilibrios exteriores de gran magnitud, y en muchas ocasiones también en un excesivo endeudamiento del sector privado.

Por otra parte, se confió a los mercados a que ejercieran una disciplina lo suficientemente sólida para evitar desalineamientos en los tipos de interés y en la afluencia de capitales entre países. No se contemplaba la posibilidad de una crisis de confianza en el euro como la que ha tenido lugar, y por consiguiente faltaba en el diseño inicial una pieza fundamental que hubiera cerrado todo el marco institucional, que era un mecanismo de resolución de crisis. Todo esto se podía intuir pero no se vio en toda su virulencia, hasta que a partir del año 2010 se inició la crisis de la deuda soberana. Además de estos fallos tan importantes en el diseño institucional de la Zona del Euro, como ya he dicho, en los diez primeros años de funcionamiento de la moneda

única se acumularon importantes desequilibrios macroeconómicos y financieros en algunos países. El menú de desequilibrios fue muy variado y en algunos casos fueron de pérdidas de competitividad, en otros endeudamiento excesivo, desequilibrio exterior y fuerte dependencia del ahorro externo, deterioro de la

**Diapositiva 4**

**Y POR LA ACUMULACIÓN DE DESEQUILIBRIOS MACROECONÓMICOS Y FINANCIEROS POR ALGUNOS PAÍSES**

- El menú de desequilibrios fue variado:
  - Pérdidas de competitividad
  - Endeudamiento excesivo
  - Desequilibrio exterior y fuerte dependencia ahorro externo
  - Deterioro posición fiscal
  - Fragilidad balances bancarios (subprime, inmobiliario, deuda soberana)
  - Bajo crecimiento
- Se combinaron de distinta manera y fueron de intensidad muy distinta pero su interacción con los fallos de gobernanza generó un problema de desconfianza sobre el euro
- La superación de estas carencias está requiriendo **la respuesta de los Estados Miembros (que están instrumentando medidas de ajuste fiscal y reformas estructurales), cambios en el diseño de la UEM y mejoras en la gobernanza del euro**

BANCO DE ESPAÑA  
Eurosistema

DIRECCIÓN GENERAL DEL SERVICIO DE ESTUDIOS 4

posición fiscal en algunos, fragilidad en los balances bancarios como consecuencia del efecto de la crisis *subprime*<sup>2</sup> o del excesivo crecimiento del sector inmobiliario. Se combinaban de distinta manera.

En Grecia por ejemplo, la crisis fue fundamentalmente fiscal, en Irlanda fue financiera y devino en una crisis fiscal; en España fue una crisis real, fiscal y financiera, pero en definitiva al final del partido claramente el esquema de una política monetaria única, insuficiente coordinación del resto de políticas económicas, y la imposibilidad de devaluar el tipo de cambio dentro de una Unión Económica y Monetaria, lógicamente hizo que la crisis inicial se agravara y adquiriera las dimensiones que vemos en estos días.

¿Qué tipo de respuestas se han dado por parte de los países y por parte de las autoridades europeas? Creo que hay un reconocimiento obvio de que es preciso que los pasos se den en dos frentes: que por una parte se refuercen los mecanismos de gobernanza europea y se corrijan los fallos del mecanismo institucional, pero por otra parte, que muchos países tienen que hacer importantes deberes y resolver los problemas o los desequilibrios que habían acumulado.

**Diapositiva 5**

**LA REFORMA DE LA GOBERNANZA DE LA UEM**

- 1. Vigilancia y prevención de los desequilibrios:**
  - Refuerzo del Pacto de Estabilidad y Crecimiento.
  - Fortalecimiento de los marcos fiscales nacionales.
  - Extensión del marco de vigilancia y prevención a los desequilibrios macroeconómicos no fiscales mediante la Posición de Desequilibrio Excesivo
- 2. Coordinación de políticas**
  - Se refuerza el compromiso de los gobiernos del área del euro con la instrumentación de políticas a favor del crecimiento, el empleo y la estabilidad financiera mediante el Pacto del Euro Plus.
- 3. Medidas para gestionar la crisis**
  - Creación del FEEF y del MEDE
  - medidas no convencionales de política monetaria
- 4. Cambios en el marco institucional de la UEM**

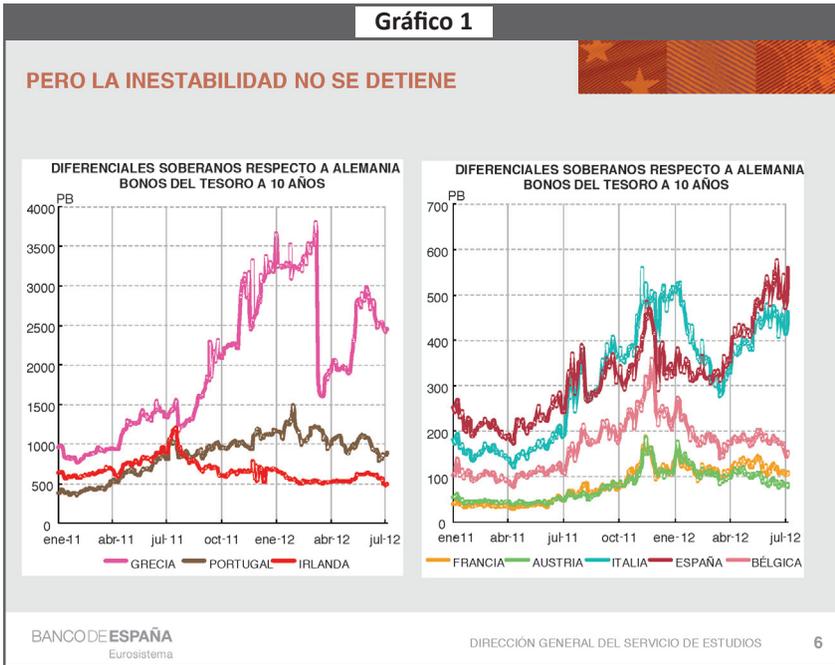
BANCODE ESPAÑA Eurosistema DIRECCIÓN GENERAL DEL SERVICIO DE ESTUDIOS 5

Desde el año 2010 estamos asistiendo avances en ambos terrenos. En el caso de la gobernanza europea son avances con idas y venidas, que no contribuyen a clarificar el futuro del euro; y en el caso de los países, muchas veces presionados pero no convencidos por la necesidad de hacer estas reformas estructurales, esta revisión de sus planes

de consolidación fiscal también está avanzando significativamente. Pero al final del día, estamos en una situación en la cual la inestabilidad todavía no se ha detenido.

Se han tomado importantes medidas en el ámbito de la gobernanza europea. Quizá lo más relevante es lo que ha ocurrido en las últimas semanas. El Consejo Europeo, los días 28 y 29 de junio, ante la contundencia de los acontecimientos, ha puesto en marcha una iniciativa de modificación sustancial del marco institucional de la Zona del Euro.

No valen más parches. Un euro que refuerce el perímetro y refuerce la presión sobre los países es insuficiente hoy por hoy. La supervivencia de la Zona del Euro requiere una reforma mucho más profunda que pase por una integración, un supervisor único, una integración de la política fiscal, y avances importantes en integración política.



Este gráfico (*Gráfico 1*) es suficientemente ilustrativo de las dudas que hay sobre el futuro de la Zona del Euro, de las dudas que hay sobre la posibilidad de algunos países para reconducir sus finanzas públicas. Tenemos por una parte en el gráfico de la izquierda, los diferenciales de la deuda pública respecto al bono alemán en los países, hoy con rescate completo, como son Irlanda, Portugal y Grecia. En el gráfico de la derecha, estos mismos diferenciales para otros países destacando en particular los casos de Italia y sobre todo España, que desde principios de junio ha solicitado ayuda financiera para recapitalización de su sistema financiero.

Entretanto España se sitúa en el foco de la inestabilidad que estamos viviendo en los dos últimos años. Desde agosto del año pasado quizá es cuando se definen más claramente las dudas sobre la economía española. Es un ejemplo típico de economía que acumuló muchos desequilibrios durante la fase de fuerte crecimiento que vivió entre los años 1997 y 2007. Fueron años en los que el Producto Interno Bruto creció de forma muy intensa, impulsado por un crecimiento del sector inmobiliario muy abrupto, que tuvo como contrapartida un notorio crecimiento del endeudamiento del sector privado. Esto requirió un fuerte acceso a la financiación exterior y que en definitiva ha

Diapositiva 6

**ESPAÑA SE SITÚA EN EL FOCO DE LA INESTABILIDAD. ¿QUÉ FACTORES SUBYACEN A ESTA SITUACIÓN?**

- El insuficiente grado de adaptación al patrón de estabilidad macroeconómica que requiere la pertenencia a una unión económica y monetaria
- La instrumentación de políticas macroeconómicas y financieras que resultaron ser muy expansivas y la baja aversión al riesgo durante un período muy prolongado, hasta 2007, (que condujeron a un fuerte incremento del endeudamiento del sector privado y a un ciclo inmobiliario muy expansivo)
- Los fallos en el diseño institucional y en la gobernanza de la zona del euro

BANCO DE ESPAÑA  
Eurosisistema

DIRECCIÓN GENERAL DEL SERVICIO DE ESTUDIOS

7

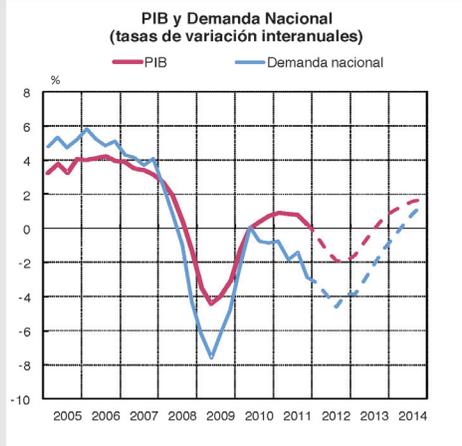
situado a la economía española en el foco de la vulnerabilidad. Esto no es más que el reflejo de que en los años iniciales de la UEM no se adaptó suficientemente al patrón de estabilidad macroeconómica que requiere la pertenencia a una Unión Económica y Monetaria. Por supuesto, los fallos en el diseño institucional de la Zona del Euro

han amplificado los problemas.

Analizo un poco más acerca de los hechos estilizados de lo que ocurría entonces para extraer algunas conclusiones y recomendaciones de política económica. Se puede ver en el gráfico el PIB y la demanda nacional (Gráfico 2). El principal ajuste que está viviendo la economía española se refleja en su demanda nacional que se ha contraído

Gráfico 2

**LA ECONOMÍA ESPAÑOLA SE ENCUENTRA EN UNA SITUACIÓN DIFÍCIL**



BANCO DE ESPAÑA  
Eurosisistema

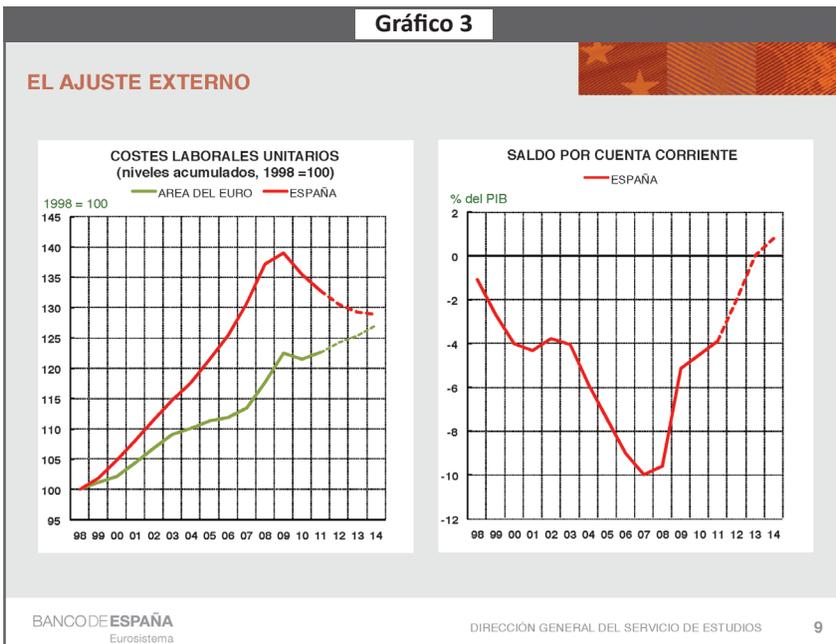
DIRECCIÓN GENERAL DEL SERVICIO DE ESTUDIOS

8

de forma muy significativa. La economía española tuvo una recesión con un suelo en el año 2009 y luego tuvo una recuperación muy incipiente. A partir del verano del año 2011, la incipiente y frágil recuperación devino en una nueva recesión. Estamos en una situación de *double-dip*<sup>3</sup> sobre la cual no tenemos ninguna experiencia, y tampoco tenemos experiencia en cómo gestionar una situación de esta dificultad en un contexto en que los instrumentos típicos de política económica de los que dispusimos antes del ingreso en la Unión Económica y Monetaria ya no están disponibles.

En el pasado en la economía española se utilizó el tipo de cambio como hoy se ha señalado para otros países. Acumulábamos sistemáticamente déficits en cuenta corriente y sistemáticamente acudíamos a la utilización del tipo de cambio, a las devaluaciones -las últimas, en los años 1992-1993 se produjeron 5 devaluaciones consecutivas unos años antes de nuestro ingreso a la Unión Económica y Monetaria (UEM)- y con esto se restauraba temporalmente la competitividad. ‘Temporalmente’, porque nunca se afectaron las bases competitivas de la economía. En nuestro caso la devaluación nunca fue una solución a los problemas estructurales de la economía.

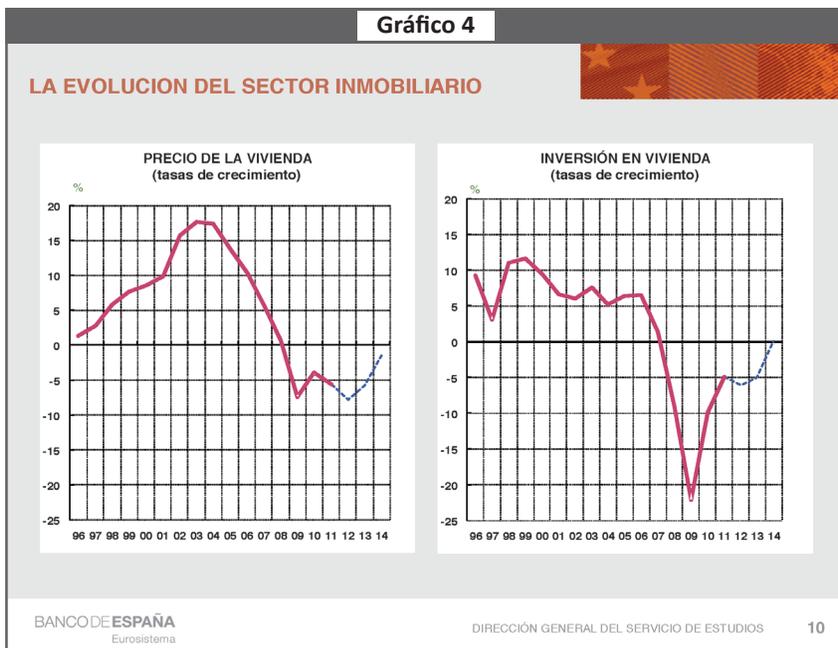
Antes del año 2007 durante el periodo de fuerte expansión, nuestros costos laborales unitarios -una forma de medir la competitividad precio, aunque podríamos haber utilizado algún otro indicador- acumularon diferenciales positivos muy notables comparados con la media del resto de los países de la Zona del Euro (*lado izquierdo del Gráfico 3*) y como se puede ver en el gráfico de la derecha (*lado derecho del Gráfico 3*) alcanzamos un déficit exterior en el año 2007 que se cifró en el 10% del PIB. Éramos



muy conscientes de los problemas que podía acarrear esta pérdida de competitividad y que déficits de esta magnitud se podían financiar sin ningún tipo de problema. En ese momento contábamos con la credibilidad de los organismos internacionales, fondos de pensiones. No tomamos previsiones significativas en cuanto a la necesidad de atajar nuestro déficit externo porque pensamos que en una Unión Económica y Monetaria la recesión exterior no sería tan potente como podía ser cuando estábamos fuera de la UEM, donde se producían *sudden stops*<sup>4</sup> que hacían devaluar y empezar de nuevo con el proceso de captación de financiamiento de recursos.

Como se puede ver también en estos gráficos, a partir del año 2007 la recesión de la economía española ha tenido como elemento positivo un ajuste en términos de la competitividad y por supuesto un ajuste del déficit exterior ya que se ha reducido hasta niveles del 3% del PIB el año 2011. Pensamos que puede ser entre el 1% y 1,5% en el año 2012, y que el año 2013 puede alcanzarse incluso un superávit.

El siguiente punto que quiero destacar es que detrás de esta fase expansiva hubo un ciclo inmobiliario igualmente muy expansivo, con crecimientos en la inversión

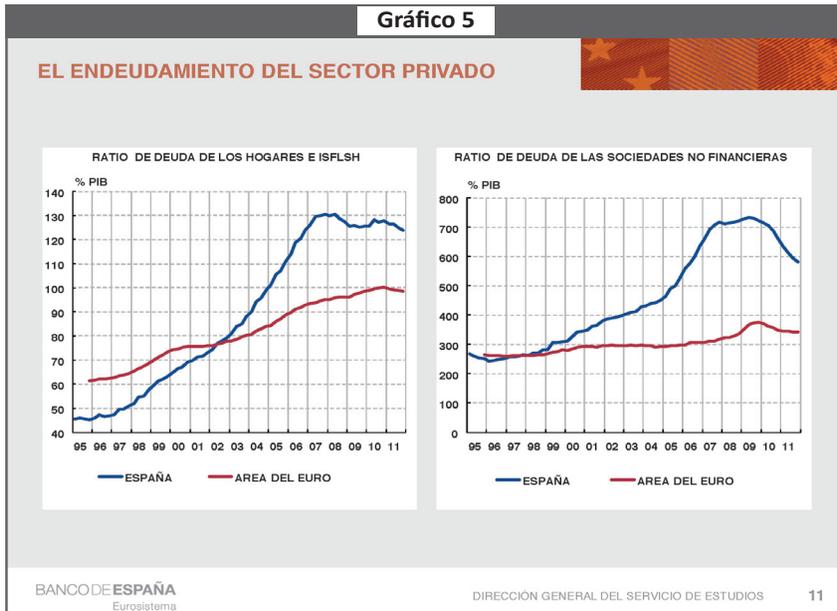


residencial por encima del 10% del PIB en algunos años (*lado derecho del Gráfico 4*), con crecimientos positivos hasta mediados del 2008, y con crecimientos del precio de la vivienda por encima del 15% en los años 2003-2004 (*lado izquierdo del Gráfico 4*).

En aquel momento el ajuste que se hizo a la situación de auge inmobiliario fue muy acertado por parte de algunas instituciones, en concreto por parte de la institución que

represento. Se empezaba a ver que había un problema de sobrevaluación del precio de la vivienda, y se empezó a prever escenarios de ajuste brusco que comportaran elementos de fragilidad financiera. Pero los efectos del sector inmobiliario están teniendo efectos absolutamente contractivos en la economía real y sobre la fragilidad de los balances bancarios. La magnitud de este fenómeno no fue prevista, inclusive por el Banco de España. Creo que esto tiene que señalarse, y es la dificultad que existe normalmente en fases de expansión, de hacer un diagnóstico certero acerca de qué parte de lo que está ocurriendo es cíclico y qué parte es estructural.

En aquellos años de fuerte crecimiento de la economía española nosotros éramos conscientes, el Banco de España así lo vino advirtiendo desde el año 1997, que había un problema de exceso de gasto, de exceso de demanda interna, y en paralelo vimos un *shock* de oferta que nunca habíamos experimentado. En apenas 5 años, la participación de la población no residente pasó del 1% del PIB al 10% del PIB: recibimos 5 millones de inmigrantes en una población de 45 millones de personas. No supimos interpretar adecuadamente qué es lo que implicaba la coordinación económica y monetaria. Como veremos a continuación, se aplicó una política fiscal relativamente restrictiva, que luego vimos no fue suficientemente restrictiva. Algunos gobiernos implementaron políticas de oferta importantes para compensar el fuerte *shock* de demanda que estábamos recibiendo en un contexto de condiciones financieras muy expansivas, y pensamos que esto era suficiente para contrarrestar, al menos en parte, el impulso por el lado de la demanda. Claramente era muy difícil en esas circunstancias ver exactamente cuál era el contenido cíclico, cuál era el contenido de mejora fundamental en la economía, cuál era el componente estructural de ese crecimiento del PIB.



Como contrapartida del auge inmobiliario hubo un crecimiento súbito de la deuda en el ámbito del sector privado. Como pueden ver en los gráficos, el ratio de deuda de los hogares (*lado izquierdo del Gráfico 5*) y de las sociedades no financieras (*lado derecho del Gráfico 5*) creció de forma exponencial, muy por debajo del nivel promedio de la UEM pero muy por encima del promedio de la Zona del Euro. Esto está muy basado en la expansión del sector inmobiliario por dos tipos de motivos: en primer lugar porque llegamos a una excesiva concentración de recursos tanto en el ámbito real -que como vimos la inversión residencial es muy intensiva en crédito- así como en la necesidad de otorgar financiación a los agentes privados, a las familias que demandaban para adquirir una vivienda, y a las empresas para financiar la inversión en construcción en el sector inmobiliario.

Como se ve en estos mismos gráficos, el proceso de estabilización ha empezado, se está produciendo de una forma muy lenta como consecuencia fundamentalmente del bajo crecimiento del PIB, del denominador del ratio de ese apalancamiento.

Como había señalado, hasta el año 2007 la economía española tendía a tener una combinación de políticas cuando teníamos autonomía monetaria y política fiscal. Tendió a generar situaciones de déficit público sistemático en los primeros años de conformación de la UEM, y tuvimos superávits fiscales, pero eran superávits que luego se develarían insuficientes para afrontar la crisis tan severa que estamos viviendo.

Como se puede ver en el gráfico (*Gráfico 6*), y luego veremos por qué, en apenas dos años el déficit público pasó de un superávit del 3% a un déficit del 11%, y la deuda



**Diapositiva 7**

**ALGUNOS HECHOS ESTILIZADOS**

1. Déficit exterior
2. Crisis inmobiliaria
3. Política fiscal

BANCO DE ESPAÑA  
Eurozona

DIRECCIÓN GENERAL DEL SERVICIO DE ESTUDIOS 13

pública respecto del PIB pasó de un ratio del 35% en el año 2007 a casi 80% del PIB como vamos a tener el año 2012.

Vamos a profundizar mínimamente en estos temas. Lo que se pensaba antes, cuando la economía española entró a la Unión Económica Monetaria, era que la restricción exterior iba a ser menor a como había sido en

el pasado, que iba a haber mayor facilidad para acceder al ahorro externo aunque desconocíamos la magnitud de la restricción que iba a suponer el no poder acceder a la devaluación como forma de restaurar la competitividad.

¿Qué nos ha enseñado la UEM? Tras un largo periodo de afluencia masiva de capitales, la restricción exterior está plenamente en vigor. De hecho desde la crisis sucedida el año 2011 y la primera parte del año 2012, la crisis de confianza en la economía española se

está revelando sobre todo en las enormes dificultades para captar financiamiento exterior lo cual es una de nuestras principales vulnerabilidades.

Sobre el sector inmobiliario ¿qué hemos aprendido?, ¿qué hemos visto? Que el sector inmobiliario genera oscilaciones cíclicas muy pronunciadas. El sector residencial

**Diapositiva 8**

**DÉFICIT EXTERIOR (1)**

- **Antes de su ingreso en la UEM déficit exterior sistemático por:**
  - Insuficiencia ahorro nacional para cubrir mayores posibilidades de inversión
  - Insuficiente estabilidad macroeconómica: la pérdida periódica de competitividad durante etapas de auge se corregía con devaluaciones cambiarias
- **Cambios previstos tras la incorporación en la UEM**
  - Mayor facilidad a acceder al ahorro externo por moneda única y libertad total movimientos de capital

⇒ Pero: imposibilidad de utilizar devaluaciones para restaurar posición competitiva

BANCO DE ESPAÑA  
Eurozona

DIRECCIÓN GENERAL DEL SERVICIO DE ESTUDIOS 14

## Diapositiva 9

**DÉFICIT EXTERIOR (2)**

- **La experiencia en la UEM:**
  - Tras un largo período de afluencia masiva de capitales, **la restricción exterior está plenamente en vigor:**
    - *Déficit exterior excesivo (10% del PIB en 2007), vinculado al intenso aumento del endeudamiento de empresas y familias (por auge inmobiliario)*
    - *Su financiación se canaliza exclusivamente a través de los recursos que captan los bancos en el exterior*
- **Incremento de la vulnerabilidad por renacionalización y retorno del riesgo país en mercados financieros:**
- **Agravado por ausencia de instrumentos estabilizadores:**
  - *Política de transferencias de rentas entre Estados*
  - *Suficiente movilidad dentro del territorio*

BANCO DE ESPAÑA  
Eurozona

DIRECCIÓN GENERAL DEL SERVICIO DE ESTUDIOS

15

en parte como consecuencia de un patrón productivo que estaba muy sesgado a la actividad de sectores muy intensivos en factor trabajo, y además porque hay muchas interconexiones entre los sectores productivos. De esta manera desde la expansión, lo que se produjo es que en el lado real se concentraron recursos en los sectores de baja productividad y eso ha tenido repercusiones permanentes sobre la base de crecimiento del producto potencial. Del lado financiero eso supuso que los requerimientos de crédito tuvieran como contrapartida la generación de posible inflación de activos, y por otra

es muy sensible a cambios súbitos en la modificación de las expectativas en cuanto a los tipos de interés o los precios de los activos, es un sector muy intensivo en empleo, y por lo tanto es uno de los factores que subyace a los bajos crecimientos en la productividad. En el caso de la economía española se vivió un bajísimo crecimiento de la productividad,

parte la posibilidad de exceder la capacidad del sistema bancario, que es una de las lecciones que hemos vivido en nuestro país.

¿Qué ha pasado en la anterior recesión? La crisis del sector inmobiliario ha actuado como catalizador de la recesión y por lo tanto ha generado efectos muy potentes sobre la actividad y sobre el empleo, efectos

## Diapositiva 10

**LA CRISIS INMOBILIARIA**

- **El sector inmobiliario genera oscilaciones cíclicas muy pronunciadas**
  - *La inversión residencial es muy sensible a cambios súbitos ante modificación de las expectativas (tipos de interés, precios de los activos)*
  - *Es un sector muy intensivo en empleo y mantiene elevadas interconexiones con otras ramas productivas.*
- **Durante la expansión:**
  - *En el lado real: elevada concentración de recursos en sector de baja productividad (limita expansión producto potencial)*
  - *En el financiero: elevados requerimientos de crédito; posible inflación de activos; genera exceso capacidad sistema bancario*
- **Durante la recesión:**
  - *Genera efectos sobre actividad y empleo muy potentes.*
  - *Que se pueden ver amplificadas por obstáculos institucionales (si dificultan el ajuste costes y la reasignación sectorial).*

BANCO DE ESPAÑA  
Eurozona

DIRECCIÓN GENERAL DEL SERVICIO DE ESTUDIOS

16

directos y efectos indirectos que además se han agravado en una economía como la nuestra en la que existían importantes obstáculos institucionales.

El mercado de trabajo es paradigmático en el sentido de que para ajustar salarios versus empleo, los ajustes se han producido en pleno empleo en nuestro país. Eso ha generado un exceso de demanda de mano de obra para poder reasignar esos excedentes de mano de obra hacia otras actividades productivas.

En la política fiscal lo que hemos visto es que el superávit que teníamos, del cual estábamos muy orgullosos, y al empezar la Gran Recesión, la crisis del 2007, estábamos en las mejores condiciones

para afrontar la crisis a consecuencia del colchón que teníamos, se reveló insuficiente. Y ¿por qué se reveló insuficiente? Porque de alguna manera el efecto de los multiplicadores es controvertido, ya que creo que se sobrevaloró el efecto que podían tener las políticas fiscales contracíclicas; en segundo lugar se

**Diapositiva 11**

**LA POLÍTICA FISCAL**

- **Durante la recesión: la sólida posición presupuestaria se deterioró muy rápidamente por:**
  - Sobrevaloración de la capacidad estabilizadora de la política fiscal
  - Sobrevaloración del margen para instrumentar políticas fiscales contracíclicas
    - *Por dificultad para medir componente estructural de ingresos*
  - Marco de disciplina fiscal insuficiente para cumplimiento de objetivos presupuestarios
- **Los desarrollos tras la crisis demuestran la dificultad de recuperar posiciones presupuestarias saneadas:**
  - Asimetría del esfuerzo fiscal en etapas expansivas y recesivas
  - La traslación de esfuerzo fiscal al déficit se produce de manera gradual (con mayor dificultad y retraso a la deuda pública)
  - Requiere instrumentar políticas restrictivas en momentos cíclicos contractivos: riesgos de retroalimentación de efectos adversos desde lo real a lo financiero y desde el riesgo soberano al riesgo bancario

BANCO DE ESPAÑA  
Eurosisistema
DIRECCIÓN GENERAL DEL SERVICIO DE ESTUDIOS
17

sobrevaloró la mejora fundamental que se había producido en las finanzas públicas españolas. Una parte muy importante de la mejora de esos años en el superávit se debió a ingresos transitorios vinculados al auge inmobiliario que desaparecieron súbitamente y que durante su permanencia impidieron que se diera un ajuste del gasto, una racionalización del gasto público mucho más importante de la que se hizo. Fue un velo a lo que estaba ocurriendo, a la solvencia real de nuestra situación de finanzas públicas. Por esta experiencia en la financiación insuficiente tenemos una ley de estabilidad presupuestaria exigente en cuanto a estabilidad y crecimiento.

Hemos aprendido que los desarrollos, tras la crisis, muestran dificultad de recuperar partidas presupuestarias saneadas. Una vez que entramos en crisis nos está costando muchísimo esfuerzo volver a reducir el déficit porque estamos en un contexto de muy bajo crecimiento e incluso el ratio de la deuda pública sigue aumentando esas proyecciones. En el mejor de los escenarios posibles es que cumplamos el objetivo establecido en la reciente reunión de ministros de la Unión Europea que indica un 3% del déficit para el año 2014. Nuestra deuda pública no empezará a disminuir hasta el

año 2014 a partir de niveles próximos al 95% del PIB. Además hay la exigencia de aplicar políticas restrictivas en el peor de los momentos posibles.

**Diapositiva 12**

**LAS LECCIONES (1):**

- **Sobre la sostenibilidad del déficit exterior (en la UEM):**
  - Necesidad de efectuar diagnóstico y corrección tempranas para evitar acumulación de desequilibrios exteriores tan intensos y frenar creciente endeudamiento exterior.
  - Disponer de margen de maniobra para manejar instrumentos de política económica bajo control doméstico:
    - *Liberalización de mercados de factores y productos*
    - *Política fiscal más restrictiva en la fase de auge*
  - Necesidad de incluir instrumentos de vigilancia/supervisión a nivel de la UEM (Procedimiento de Desequilibrio Excesivo)

BANCO DE ESPAÑA  
Eurosisistema DIRECCIÓN GENERAL DEL SERVICIO DE ESTUDIOS 18

Sobre las lecciones acerca de la sostenibilidad del equilibrio exterior, hay la necesidad de efectuar un diagnóstico y corrección tempranos para evitar la acumulación de desequilibrios exteriores tan intensos -nuestra posición de inversión neta ascendía a 32% del PIB, una cifra

sumamente insostenible a mediano plazo- y en el contexto de la UEM, de disponer de margen de maniobra para manejar otros instrumentos de política económica bajo control doméstico. No podemos utilizar la política monetaria, no podemos utilizar las herramientas cambiarias. Hemos de ser más potentes, más activos en las reformas estructurales y posiblemente ser más estrictos en las políticas fiscales en las fases de auge.

**Diapositiva 13**

**LAS LECCIONES (2):**

- **Sobre como reducir el papel del mercado inmobiliario en la generación de desequilibrios macroeconómicos**
  - *Política más rigurosa de concesión de créditos hipotecarios*
  - *Establecimiento de otros instrumentos macroprudenciales*
  - *Tratamiento fiscal neutral de la compra frente a alquiler*
  - *Políticas estructurales y de mercado de trabajo que faciliten reasignación de recursos*

BANCO DE ESPAÑA  
Eurosisistema DIRECCIÓN GENERAL DEL SERVICIO DE ESTUDIOS 19

A nivel de la UEM, se han puesto en marcha instrumentos de vigilancia y de supervisión para un nivel de desequilibrio excesivo.

Sobre ¿cómo reducir el papel del sector inmobiliario en la generación de desequilibrios macroeconómicos? Aplicar una política más rigurosa en la concesión de créditos

hipotecarios, establecer otros instrumentos macroprudenciales, un tratamiento fiscal igual a la compra frente al alquiler -a lo mejor es una particularidad, pero en el caso español se ha favorecido fiscalmente la compra frente al alquiler y por consiguiente esto ha generado distorsiones- y por último políticas estructurales en el mercado de trabajo que faciliten la organización de recursos una vez que hay que promover cambios sectoriales.

Sobre la capacidad de la política fiscal, no hay una receta común. En los años 2007-2008, la Unión Europea animó a los países europeos, independientemente de cual fuera la

**Diapositiva 14**

**LAS LECCIONES (3):**

- **Sobre la capacidad estabilizadora de la política fiscal:**
  - Depende de la situación de partida y de la naturaleza de la crisis y de sus canales de transmisión (no hay recetas comunes (OCDE; FMI; CE))
  - Depende de la disponibilidad de colchón suficiente (superávit estructural) que pueda ser utilizado en las etapas contractivas para suavizar el ciclo
  - Con carácter general:
    - política fiscal más restrictiva en fases de auge (dificultad de gestionar los dilemas de política económica que se puedan plantear).
    - evitar ir más allá del impulso que comporta el funcionamiento de los multiplicadores automáticos.

BANCO DE ESPAÑA  
Eurosisistema

DIRECCIÓN GENERAL DEL SERVICIO DE ESTUDIOS 20

causa de la crisis o los canales de transmisión que se podían generar, a adoptar políticas fiscales expansivas. Ello depende de la disponibilidad de un colchón suficiente, un superávit estructural. Con carácter general se tiene que ahorrar en fases de auge, aunque en nuestro caso en los años de superávit tuvimos una cierta dificultad para gestionar los temas

de política económica en una economía española que dentro de la Unión Económica Europea, todavía estaba en proceso de *catching-up*<sup>5</sup>. Esta es la razón para hacer una política fiscal más restrictiva, y así evitar ir más allá del impulso que comporta el funcionamiento de los multiplicadores económicos.

Esa también es una particularidad del caso español, pero creo que tal vez después de algunas de las intervenciones puede a lo mejor servir para todos los casos, como puede ser el caso de este país, de Bolivia. Pues bien, hay que reforzar el compromiso con la estabilidad presupuestaria de los distintos niveles de gobierno: administración central, administraciones regionales, corporaciones locales; disponer de los instrumentos preventivos y en su caso correctivos que funcionen a tiempo; disponer de información a tiempo, transparencia; y conocer oportunamente la información de la administración central, el nivel de ejecución presupuestaria de las administraciones territoriales y las corporaciones locales.

En estos frentes y en el ámbito del mercado de trabajo, en España se han tomado importantes medidas en los últimos años. En el ámbito financiero se ha puesto en

**Diapositiva 15**

**LAS LECCIONES (4):**

- **Sobre cómo alcanzar disciplina fiscal en marcos institucionales muy descentralizados**
  - Reforzar el compromiso con la estabilidad presupuestaria de los distintos niveles de gobierno
  - Disponer de los instrumentos (preventivos y, en su caso, correctivos) para alcanzar los objetivos establecidos (reglas fiscales, elevación rango Constitucional principio de estabilidad presupuestaria...)
  - Información a tiempo y exhaustiva de la ejecución presupuestaria a los distintos niveles de Gobierno que permita reaccionar a tiempo.

BANCO DE ESPAÑA  
Eurosistema DIRECCIÓN GENERAL DEL SERVICIO DE ESTUDIOS 21

marcha un proceso de reestructuración del sistema financiero previo a la recapitalización y ha sido un esquema distinto al que se sigue en otros países. Se optó por reorganizar el sistema de las cajas de ahorros, abordar el tema de su gobernanza que estaba llena de involucraciones políticas, su falta de acceso a los mercados, y con carácter más

general incrementar las provisiones para estar en mejores condiciones en caso de un deterioro adicional en la tasa de mora. En el ámbito laboral se ha hecho una reforma muy ambiciosa en nuestro mercado de trabajo en relación a los contratos temporales y precarios, aspecto que lleva a situaciones tan fuertes como las que se han vivido en estos años: salida de mano de obra masiva y complicaciones en el retorno de la fuerza de trabajo. Por último en el ámbito de las finanzas públicas el hito más importante es elevar a rango constitucional la ley de estabilidad presupuestaria y la puesta en marcha de una serie de mecanismos preventivos y correctivos que afecten a todos los niveles de gobierno con el compromiso de tener un déficit estructural de forma permanente a partir del año 2020. Confío en que todas estas medidas ayuden a restaurar la actividad de la economía española y podamos superar la difícil situación en la que nos encontramos y recuperar una senda de crecimiento sostenida como la que tuvimos en los años previos a la crisis. Muchas gracias.

**Diapositiva 16**

GRACIAS POR SU ATENCIÓN

BANCO DE ESPAÑA  
Eurosistema DIRECCIÓN GENERAL DEL SERVICIO DE ESTUDIOS

**Marcelo Zabalaga.** Muchísimas gracias Eloísa por la generosidad de comentar de manera muy sincera la situación por la que está atravesando su país. Lo interesante es que hay una serie de medidas que se están tomando para contrarrestar la crisis.

Vamos a escuchar ahora a Víctor Blanco quien nos va a contar la experiencia del Banco de Venezuela.

## APÉNDICES

### APÉNDICE A

#### Notas

1. Diecisiete estados miembros de la Unión Europea -la misma que está conformada por un total de veintiocho países- integran la Unión Económica y Monetaria: Bélgica, Alemania, Estonia, Irlanda, Grecia, España, Francia, Italia, Chipre, Luxemburgo, Malta, Países Bajos, Austria, Portugal, Eslovenia, Eslovaquia y Finlandia.
2. Acerca de la crisis *subprime* véase Nota 1 de las Palabras de inauguración, página xvi.
3. *Double dip*, expresión en inglés que significa ‘doble caída’. En la literatura se denomina también como una ‘recesión en forma de W’, caracterizada por el surgimiento de una economía luego de una recesión, un crecimiento económico por un breve periodo de tiempo sin alcanzar una recuperación plena, y la caída nuevamente en recesión. [Elwell, 2012, p. 1]. Un apunte breve sobre las formas de recesión se encuentra en la Ponencia 2 de Adrián Ravier, página 43.
4. *Sudden stop*, que en español significa ‘parada súbita’, es una disminución repentina del flujo de capitales en una economía con un notable déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos, lo cual conduce a una reducción de dicho déficit o a la obtención de pequeños superávits. [Calvo, 1998].
5. *Catch-up*, en teoría económica, es el efecto por el cual el ingreso per cápita de los países más pobres tenderá a crecer de forma más acelerada que el ingreso per cápita de los países más ricos, debido a la mayor rapidez del desarrollo de los países más pobres. Se denomina también ‘convergencia’.

## APÉNDICE B

### Glosario

#### Diapositiva 5

- FEEF = Facilidad Europea de Estabilización Financiera.
- MEDE = Mecanismo Europeo de Estabilidad

#### Gráfico 5

- ISFLSH = Instituciones Sin Fines de Lucro al Servicio de los Hogares.

#### Gráfico 6

- AAPP = Administraciones Públicas.

## APÉNDICE C

### Referencias Bibliográficas

Calvo, G., (1998). "Capital Flows and Capital-Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops", *Journal of Applied Economics*, I (1), pp. 35-54.

Dornbusch, R. and A. Werner, (1994). "Mexico: Stabilization, Reform, and No Growth", *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, pp. 253-315.

Elwell, C.K., (2012). "Double-Dip Recession: Previous Experience and Current Prospect", U.S. Department of State, Congressional Research Service, R41444.



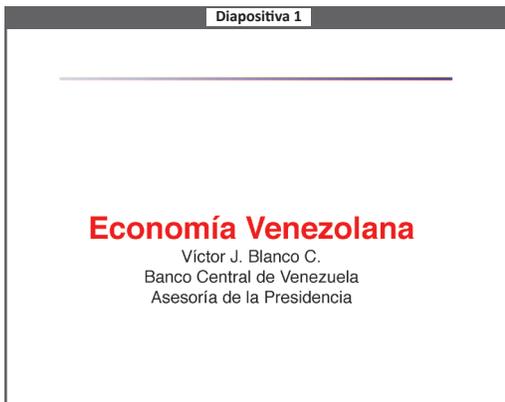
## Ponencia 3

### Economía Venezolana

Víctor Blanco

Asesor Ejecutivo de la Presidencia

Banco Central de Venezuela

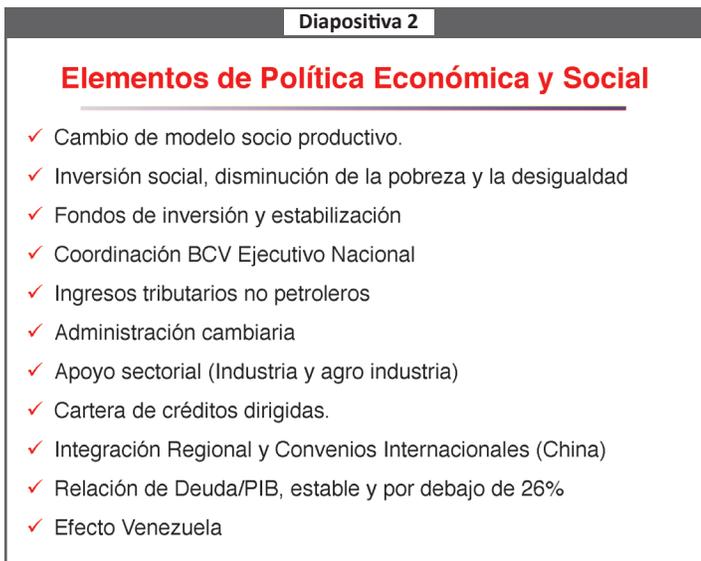


Buenas tardes, agradezco al Presidente del Banco Central de Bolivia la invitación que nos realizó.

Mi presentación será acerca de las principales actividades económicas de Venezuela, voy a hablar del tema de la inflación que es un problema económico, y algunas láminas del tema de exportaciones porque siempre se ha dicho de Venezuela que es un país netamente importador, por lo que escogí algunas láminas que expliquen

este aspecto. Sin embargo, me gustaría aclarar algunas cosas. El Banco Central de Venezuela (BCV) se encarga, a diferencia de otros países en los que existe un Instituto Nacional de Estadística, de recoger las estadísticas del Producto Interno Bruto, de

inflación (o índice de precios). Lo importante aquí de destacar es el comportamiento que ha tenido el BCV en los últimos años en el acompañamiento a las políticas del gobierno nacional. ¿En qué sentido? Como el BCV es el encargado de recoger las estadísticas de las actividades económicas para el PIB, cuando había



reuniones de coordinación de política se presentaba las cifras, pero como ya había pasado el trimestre o el año respectivo, ya no se podían tomar algunas medidas que en todo caso pudieran mitigar alguna caída económica. En los últimos años el Banco Central de Venezuela se sienta con el gobierno nacional y le entrega estadísticas previas para que el gobierno a través de estas alertas realice los correctivos necesarios.

El otro punto que es importante destacar antes de empezar la presentación como tal, es el tema relacionado con el modelo socio productivo de Venezuela. Para nadie es un secreto que Venezuela está en este momento en un proceso de cambio. Ya hubieron cambios políticos, en este momento estamos en un proceso de cambio económico, de un modelo socio productivo netamente capitalista a un modelo socio productivo socialista que tiene participación también del sector privado. Es en ese contexto en el que comenzaré la exposición.

El otro tema importante que trajimos para esta presentación es el tema de inversión social. En este cambio del modelo socio productivo de Venezuela, desde el año 1998 hasta el año 2011, se ha realizado una inversión social de aproximadamente 500 mil millones de dólares. Es una cifra astronómica. Pero eso ha tenido como consecuencia la redistribución de la riqueza en Venezuela.

Otro punto importante: la pobreza bajó de nivel. Por ejemplo la pobreza extrema que estaba por encima del 30% está actualmente alrededor del 8% - 9%. Lo que se ha dado es un impulso importante a los sectores que estaban en condiciones precarias.

El otro punto que debemos reconocer de las políticas que se han utilizado y en las que también ha participado el BCV, son los fondos de inversión. Especialmente el BCV participó en un fondo de inversión que se denomina el Fondo para el Desarrollo Nacional (FONDEN). Este es un fondo en el cual se estableció, por ley del BCV, que dados unos niveles adecuados de reservas internacionales al cierre del año, lo que esté por encima de ese nivel adecuado de reservas pasaría a ese fondo. Adicionalmente la empresa petrolera venezolana PDVSA (*Petróleos de Venezuela S.A.*) alimentaría al fondo con recursos en dólares, en divisas. ¿Para qué ha servido este fondo? Para invertir en obras de infraestructura, para invertir en obras sociales, y también ha servido como un fondo de estabilización al momento de alguna situación económica.

Algo que es interesante para entender la política venezolana es el tema de los ingresos tributarios no petroleros. Cuando el petróleo en el año 2004 -2005 estaba por el orden de 60 – 70 dólares el barril, lo que el país obtenía por ingresos tributarios petroleros era parecido a los ingresos no petroleros. O sea que la base tributaria es importante. ¿Por qué se logró esto? En Venezuela la evasión fiscal y la elusión fiscal eran de niveles astronómicos. En concertaciones con los empresarios se lograron obtener grandes recursos no petroleros como ingreso del gobierno nacional.

Un aspecto que me gustaría resaltar es la situación de la política cambiaria, el régimen de la administración cambiaria. La cuenta capital en cierto sentido tiene un control. Para ello se tiene una Comisión de Administración de Divisas. El Banco Central otorga mensualmente recursos a esta Comisión para que los otorgue a los sectores productivos nacionales. Adicionalmente como estamos en un cambio de modelo, varias empresas públicas, empresas de telecomunicaciones, empresas de orden productivo sobre las que el sector público tiene potestad, requieren de cierto nivel de importaciones por lo que recurren al Banco Central, entidad que tiene una especie de cupo mensual para que ellas puedan acceder a sus importaciones.

Por otra parte hay un sector privado que no ingresa directamente a través de la administración cambiaria. Sin embargo, el sector privado tiene como vía de participación, el SITME (*Sistema de Transacciones con Títulos en Moneda Extranjera*) en el que se negocia un tipo de cambio 20% superior y donde se transan títulos denominados en moneda extranjera. Por administración cambiaria anualmente se otorgan aproximadamente unos 45 mil millones de dólares, y a través del SITME unos 6 mil a 8 mil millones de dólares.

Los ingresos por el sector de petróleo en Venezuela supera más de 60 mil millones de dólares, es decir, que nuestra balanza comercial siempre ha sido positiva por el tema petrolero.

La relación de la deuda/PIB en Venezuela está por debajo del 26%, esto es la deuda del gobierno central. Ello da margen al gobierno para que en el caso de una coyuntura pueda emitir deuda.

Un concepto que en los años 70 inventó uno de los creadores, uno de los principales fundadores de la OPEP (*Organización de Países Productores de Petróleo*) como fue el Profesor Juan Pablo Pérez Alfonzo, venezolano, cuando se vivió un *boom* petrolero, fue el "efecto Venezuela". ¿En qué consiste? Es aquel país que recibe grandes cantidades de recursos, de divisas, y a medida que recibe más divisas la pobreza se incrementa, situación que no ha ocurrido en los últimos 8 o 9 años en Venezuela.

Debido a que hay un cambio de política, ese patrón de dependencia del sector privado poco a poco se ha venido cambiando. La empresa petrolera trae más del 95% de las divisas al país y de las divisas que salen del país, más del 90% estaba en manos del sector privado, modelo que estaba reinando en Venezuela y que poco a poco se ha venido cambiando. No es que estamos en contra del sector privado *per se*, sino que se le están dando ciertos límites. Hay un estudio que se hizo a principios de los 90 que indica que el sector privado en el exterior tenía más de 190 mil millones de dólares, es decir, que Venezuela era como una especie de factoría de la que todo lo que se podía sacar se lo sacaba. Incluso voy más allá: el ex presidente del Banco Central de Venezuela, el Profesor Gastón Parra, en los años 80 hizo un trabajo, y él en su

investigación indicaba que por cada Bolívar que el sector privado venezolano invertía en Venezuela aproximadamente Bs.<sup>3</sup> 0,80 se lo daba el Estado.

Pasaré a ver el tema de crecimiento. Voy a tratar la coyuntura, no voy a abordar el largo plazo. En el gráfico (*Gráfico 1*) se observa el comportamiento del Producto Interno Bruto de Venezuela desde el primer trimestre del año 1998 hasta el primer trimestre del año 2012. Se observa la crisis política que vivió Venezuela en el año 2002, cuando hubo golpe de Estado. Pero Venezuela luego se recuperó y los 23 trimestres consecutivos fueron de crecimiento.



Luego de la crisis financiera que comenzó a finales del 2008, que afectó a Venezuela por la vía del sector petrolero, Venezuela se aplicó.

Hubo una discusión de varios economistas en Venezuela que decían que si el sector privado se venía retirando de la inversión venezolana, el sector público debía salir adelante con emisión de deuda para mantener los niveles de crecimiento. Sin embargo, el sector público también disminuyó su gasto público y obviamente decreció. Eso sucedió el 2009.

La caída que se registró el año 2010 no fue producto de la situación de la economía mundial. Ocurrió un hecho fortuito, un fenómeno natural llamado “El Niño”, debido al cual no llovió. Gran parte de la energía eléctrica en Venezuela depende aun en cierto grado del sector hidroeléctrico, y puesto que no estaba lloviendo ello afectó los niveles

de oferta de energía eléctrica. Hoy día todavía estamos sintiendo los coletazos de lo sucedido.

La crisis económica internacional no afectó tanto como la crisis energética. ¿Por qué? Porque se cuenta con empresas importantes como son las Empresas Básicas de Guayana allá en Venezuela, que son empresas siderúrgicas, empresas de aluminio, entre otras, grandes empresas de envergadura que tuvieron que cerrar los hornos. O alimentábamos a estas empresas que requerían grandes consumos de energético, o dábamos electricidad a las personas. Obviamente se decidió bajar la electricidad a todas estas empresas básicas. ¿Qué pasó allí? Que los hornos que debían mantenerse encendidos todo el año, se apagaron y se dañaron las celdas. Para reponer estas celdas se tarda aproximadamente dos años. Hoy día tenemos un problema de inflación a causa de ello ¿Qué tiene que ver con la inflación? Tiene mucho que ver. Hay alimentos que se envasan y para ello se hizo una inversión importante en la cual el Banco Central participó en apoyo al Banco Agrícola para fomentar a la agricultura, para generar producción agrícola, producción agropecuaria animal también. Hoy en día se está requiriendo alimento enlatado. No hay una hojalata porque las celdas están siendo aún montadas. Estamos importando hojalata para resolver el tema de los alimentos en Venezuela. Es un tema bastante delicado.

Sin embargo, Venezuela desde los últimos dos años, 2011-2012 comenzó al parecer, como indican los estudios realizados, una larga senda de crecimiento. Eso obviamente tiene sus retos, no es fácil.

Debido al modelo que tiene Venezuela, gran parte de la población hoy depende del ingreso petrolero. Hemos dependido, dependemos y dependeremos por un buen momento del ingreso petrolero. ¿Por qué? Porque nosotros tenemos una faja -además de la faja hay otro sitio donde hay petróleo en Venezuela- en la que tenemos petróleo. De acuerdo al nivel de producción actual tenemos aun aproximadamente para 200 años. La posibilidad que presentan esos recursos para los venezolanos es la de utilizarlos para invertirlos en otras áreas productivas, y esa es la apuesta que está haciendo el gobierno nacional.

Con este cambio del modelo socio productivo se están invirtiendo en empresas de tecnología: se están fabricando *laptops*, se están constituyendo empresas cafetaleras, se está trabajando con el oro venezolano, en fin hay la formación de varias empresas. Estuve revisando los datos con el Viceministro de Industrias: desde esa cartera se tiene una inversión en alrededor de 172 empresas nuevas del Estado que se van a generar sin expropiaciones, lo cual abarca todo el sistema de producción. Obviamente hay una competencia sana porque dados los niveles de demanda que existen en Venezuela, como la del cemento por ejemplo, se requiere más producción de la que hay. Hoy día las empresas, casi el 95% de las empresas cementeras dependen del sector público.

En la tabla (*Tabla 1*) se muestra el PIB. Esto es importante destacar. Es el PIB del primer trimestre del 2012. La ponderación de la actividad petrolera en el PIB venezolano, representa alrededor del 12%. La manufactura es donde se tiene la industrialización en Venezuela. Se está pensando invertir recursos no solo en la parte social sino también en el sector productivo. La manufactura en el primer trimestre de este año creció 0,7%, lo que representa casi un 15% de la economía. Las instituciones financieras crecieron 27% y es el sector que mayores tasas de crecimiento experimenta cuando hay expansión de la economía.

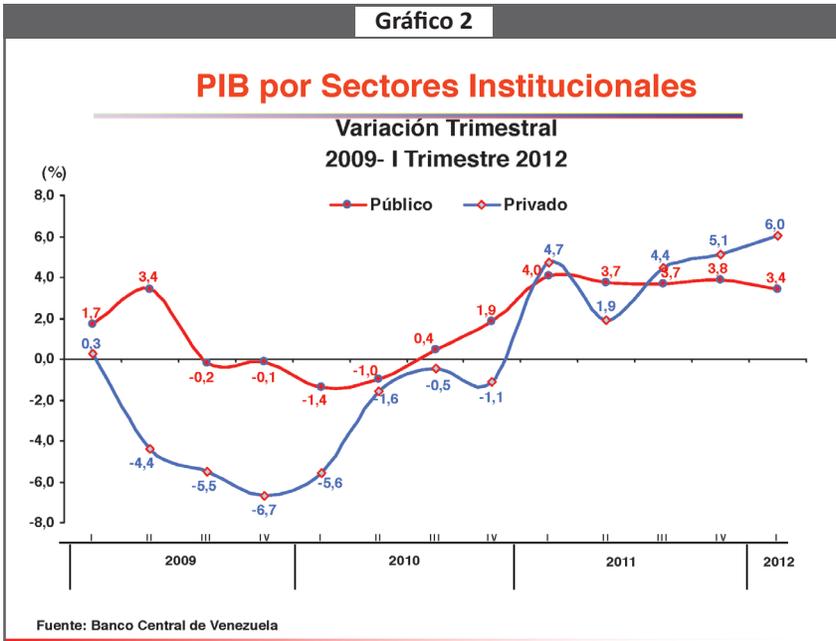
**Tabla 1**

**PIB POR ACTIVIDAD ECONOMICA**  
(Variación, incidencia y ponderación)  
I Trim. 2012

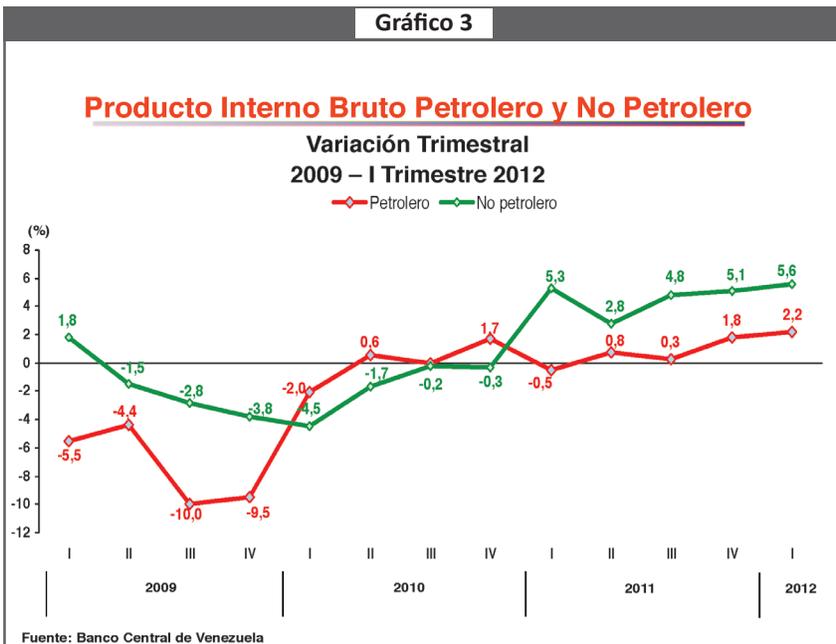
Actividad Económica	I Trim 2012 (%)	Incidencia (%)	Ponderación PIB (%)
Actividad Petrolera	2,2	0,3	11,7
Construcción	29,6	1,6	6,5
Comunicaciones	7,0	0,5	7,5
Prod. Servicios Gobierno General	4,6	0,5	11,5
Comercio y servicio de reparación	7,9	0,8	9,7
Transporte y Almacenamiento	8,5	0,3	3,3
Electricidad y Agua	3,7	0,1	2,4
Manufactura	0,7	0,1	14,4
Serv. Comunit. Sociales y Personales	6,6	0,4	5,9
Instituciones Financieras y Seguros	27,7	1,2	5,2
Serv. Inmob. Empresariales y Alquiler	3,7	0,4	10,2
Minería	-3,2	0,0	0,5
Resto (agricultura, rest. y hoteles)	-1,2	-1,0	5,6
Impuestos netos sobre los productos	9,3	0,4	11,7

En el gráfico (*Gráfico 2*) se tiene el PIB público y el PIB privado. Como se puede observar, la línea roja es el PIB público que creció 3,4% en el primer trimestre del año 2012, pero el privado que tiene un mayor peso, con aproximadamente 75% de la economía, creció 6%. Estamos en un cambio del modelo socio productivo pero sin embargo el sector privado siempre tiene mayor participación que el sector público.

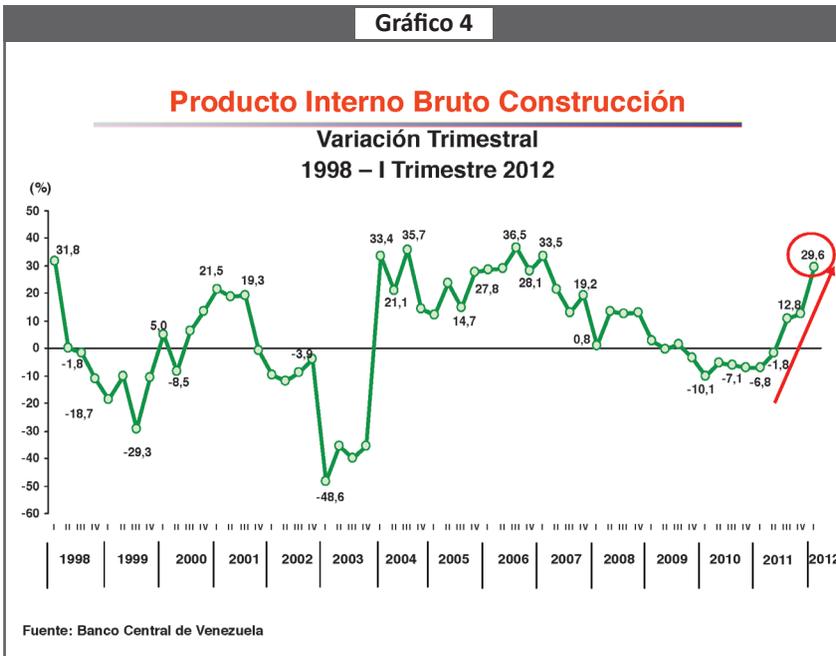
En cuanto al sector petrolero, que tiene un peso de 12%, observamos que creció 2,2%. El crecimiento registrado que vimos en la economía no petrolera de 5,6%, es mayor a la tasa de crecimiento en el sector petrolero (*Gráfico 3*)



Otro punto importante a destacar recientemente y en el cual el BCV está apoyando en cierta forma al Ejecutivo nacional en coordinación de políticas, es el tema de la construcción, específicamente la construcción de viviendas. Quizás ustedes conozcan



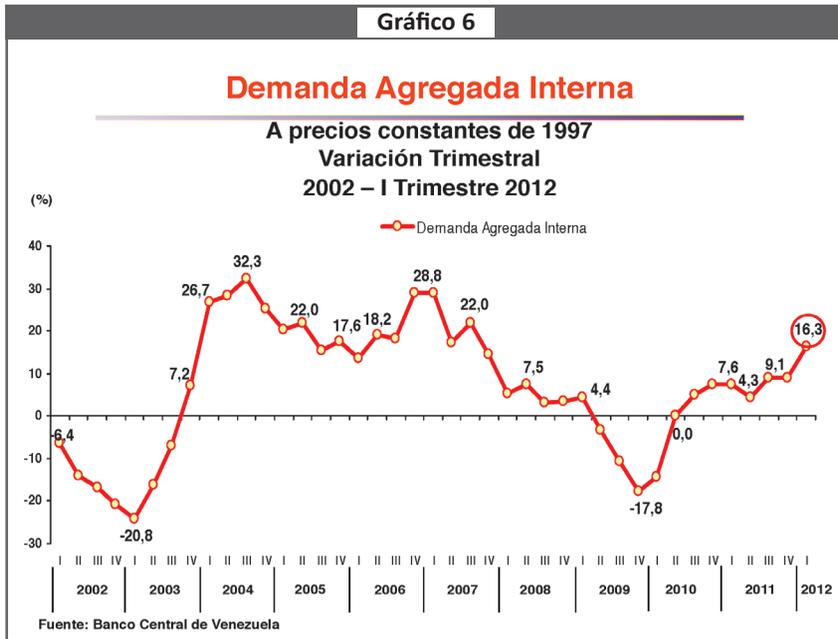
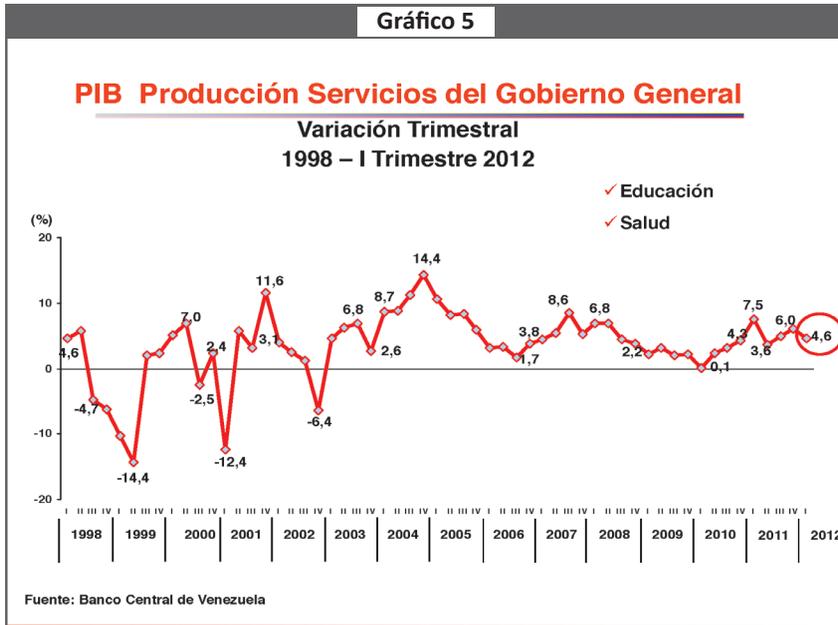
acerca de las misiones sociales que se han llevado a cabo en Venezuela. ¿Qué son las misiones sociales? Son programas del gobierno para que la población acceda de manera directa a ciertos derechos, a ciertos beneficios sociales. Se han realizado misiones en salud y en educación: el analfabetismo se erradicó, se realizaron misiones específicas para ayudar a personas que no continúan el bachillerato. Una de las últimas misiones que se realizaron el año pasado es la Misión Vivienda: se estima construir aproximadamente entre 200 mil a 300 mil viviendas por año. La actividad de la construcción requiere, como los economistas saben, la demanda de varias actividades más: demanda de cabilla, cemento, madera, albañiles, es decir, la demanda es mucho mayor en la parte de construcción, y este sector ha reactivado la economía nacional fuertemente (*Gráfico 4*).



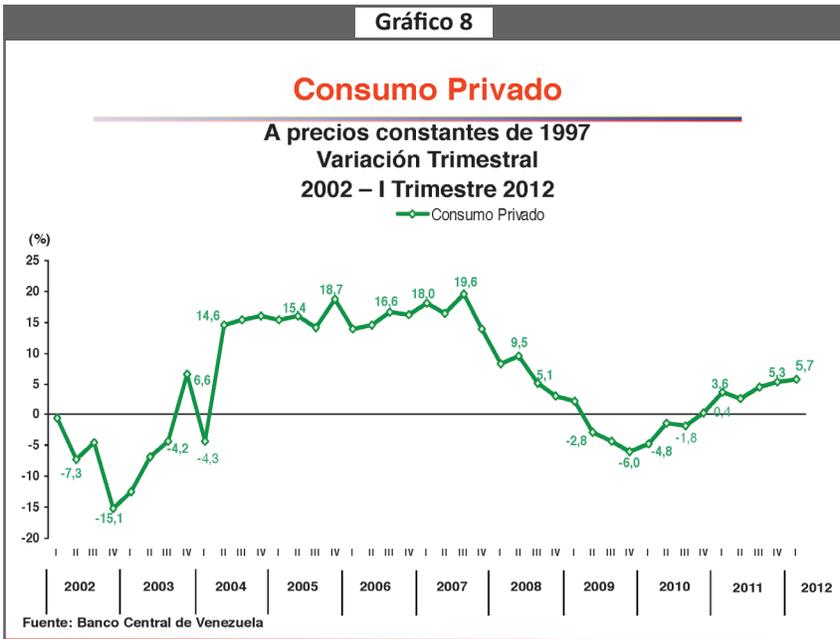
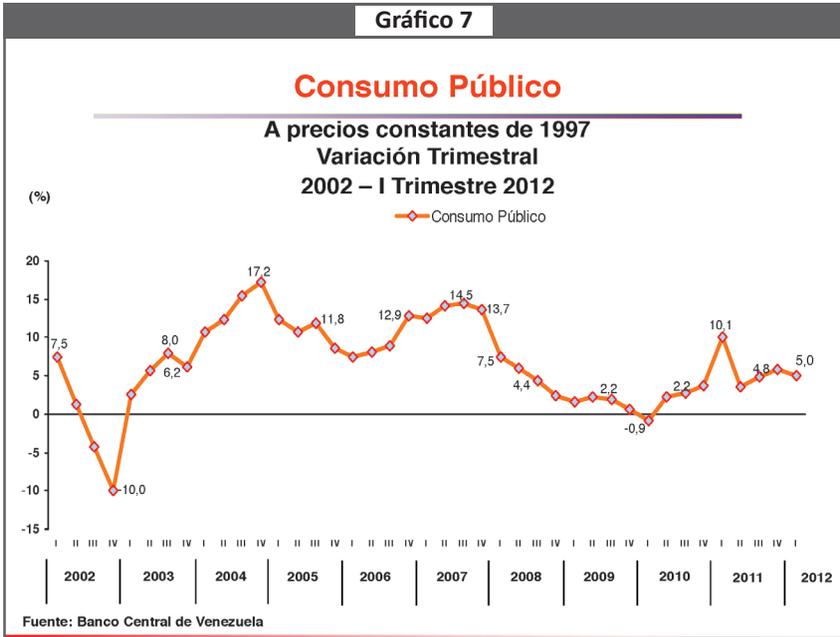
Paso a comentar acerca del gobierno general ¿Cómo han venido creciendo los sectores de educación y salud?

Luego que PDVSA pasó a manos del Estado en el año 2003, el gobierno aumentó la inversión, los recursos dirigidos a los sectores de educación y salud. Los recursos de PDVSA han permitido mantener la actividad de servicios generales, que incluye educación y salud, a pesar de lo sucedido el año 2009 por lo que no hubo caída del PIB de esta actividad (*Gráfico 5*).

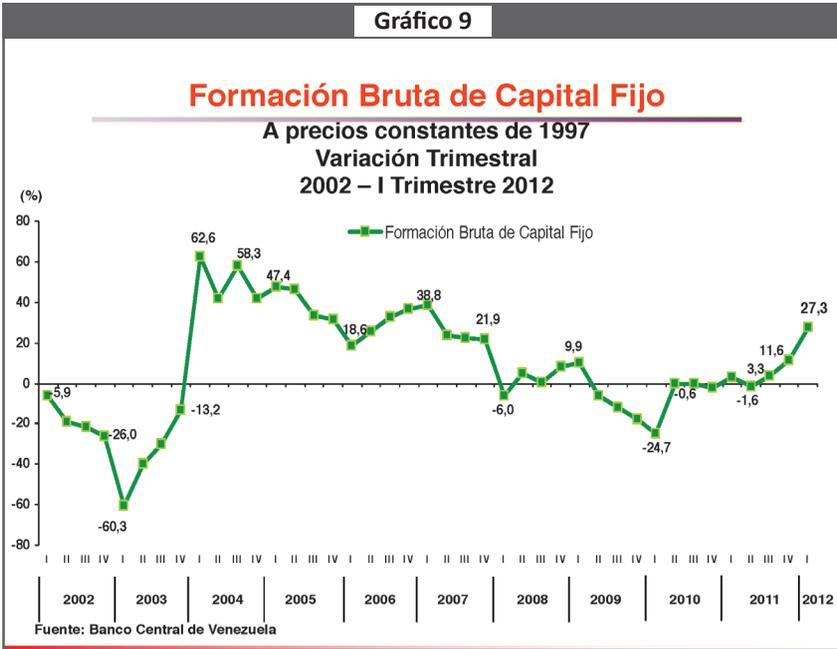
Otro tema importante es que la demanda agregada interna ha venido creciendo de manera importante, 16,3% en el primer trimestre de 2012 (*Gráfico 6*). El consumo



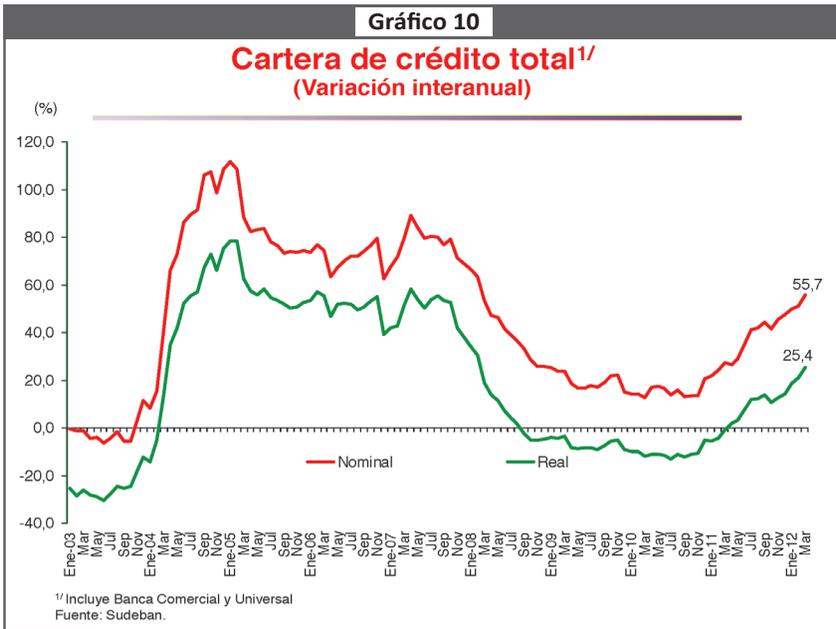
público está creciendo 5% como componente de esta demanda agregada interna (Gráfico 7). El consumo privado que es el de mayor importancia, aproximadamente entre 70% a 75%, creció 5,7% (Gráfico 8). Y la Formación Bruta de Capital Fijo, a la



que muchos denominamos Inversión, creció para ese trimestre 27% (Gráfico 9). Es decir que Venezuela está ingresando a una nueva senda de crecimiento, como muchos estudios realizados por economistas y estudiosos en la materia ya lo han advertido.



En lo que se refiere a la cartera de crédito, la misma ha venido creciendo en términos reales desde el año 2011, lo cual estima que los sectores productivos están demandando recursos para las inversiones y para su capital de trabajo (*Gráfico 10*).



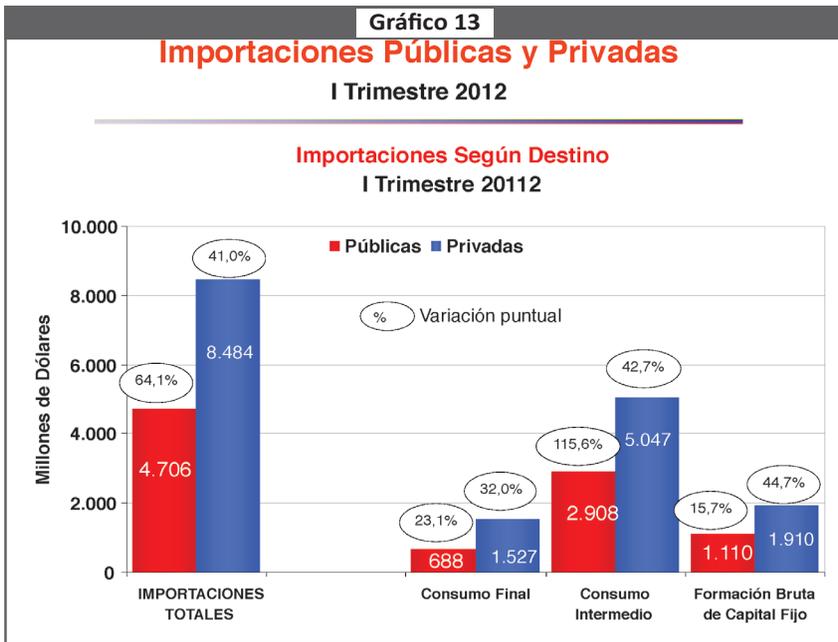
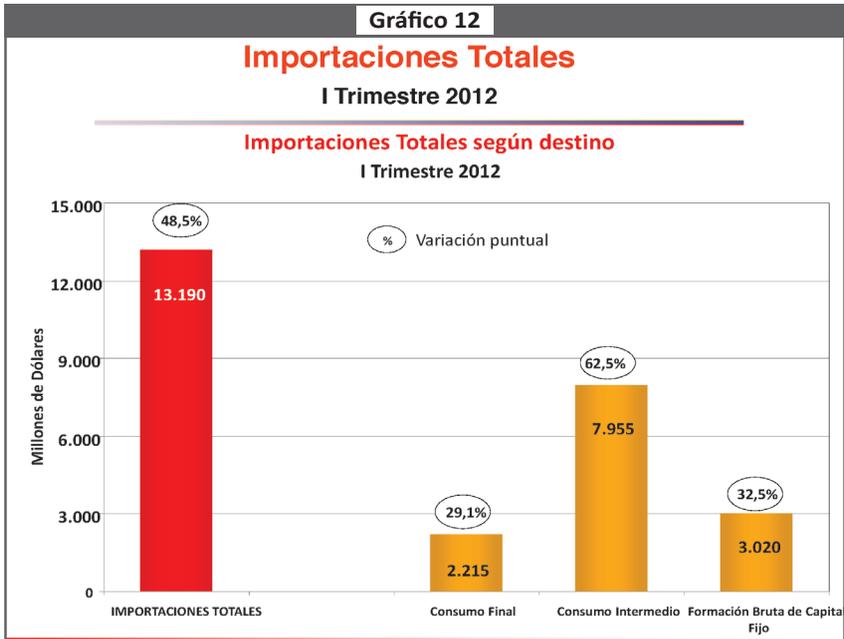
En el tema de las importaciones, si comparamos las importaciones del primer trimestre 2012 contra el primer trimestre 2011, observamos un crecimiento importante en las importaciones (*Gráfico 11*). Este es un tema de discusión, ya que hay sectores que dicen que todo lo estamos trayendo del exterior. Pero sin embargo al revisar la composición de las importaciones, el 29,1% representa bienes de consumo final, el consumo intermedio de las empresas representa el 62,5% de esas importaciones, alrededor de 13.190 millones de dólares para el primer trimestre del año, y para inversión tenemos aproximadamente



3 mil millones de dólares, que es aproximadamente 32% (*Gráfico 12*). Si dividimos las importaciones entre el sector público y el sector privado, tenemos que el sector privado, representando por las barras azules de consumo final en el gráfico es el que tiene mayores niveles de importación (*Gráfico 13*).



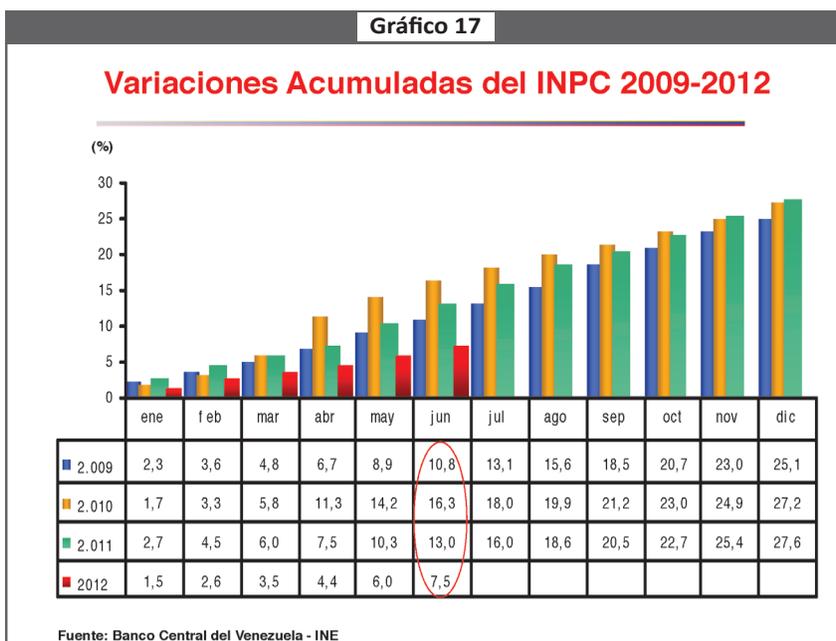
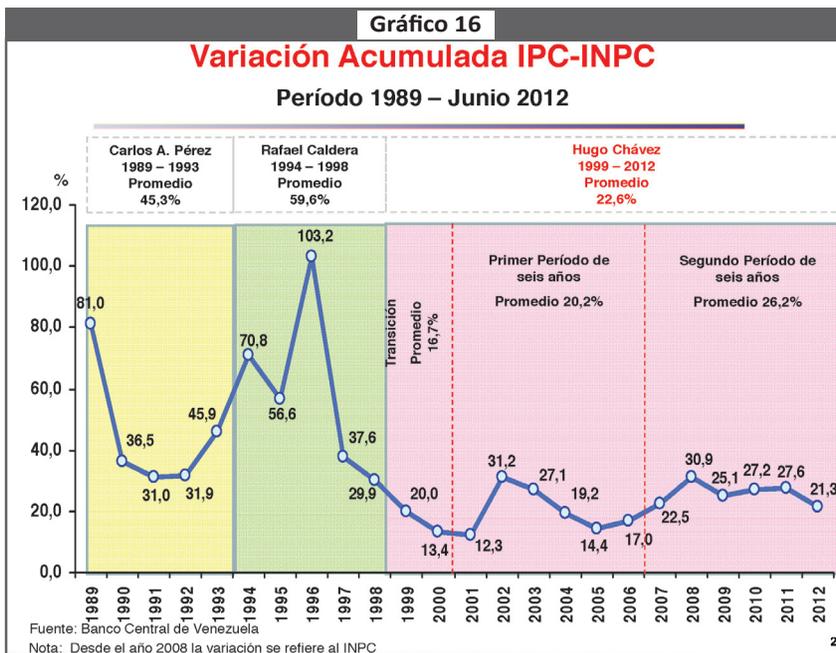
En lo concerniente al tema inflacionario se menciona que debido a que el Banco Central maneja estadísticas y encuestas de expectativas que son de utilidad al sector público y al sector privado para tomar medidas, el actual Presidente estableció un comité en el que participan el Banco y varios ministerios del Ejecutivo Nacional. El objetivo que se plantea este comité es el de disminuir la inflación a un dígito



en tres años. Tenemos una inflación de alrededor de dos dígitos; hoy día está en 21,3%. El comportamiento de la inflación se observa en el gráfico (Gráfico 15). Sin embargo, cuando vemos qué ha pasado con la variación anualizada, que es la



las más altas del mundo actualmente. Cuando hacemos un comparativo con nosotros mismos, observamos que el año 1996 hubo una inflación de 103% (Gráfico 16). Se están implementando todos los mecanismos para disminuir la inflación a un dígito,



lo cual creo que sí se va a lograr. En lo que va del año hasta junio, hasta el primer semestre, la inflación acumulada es del 7,5%. Se estima que puede cerrarse en 18%-19%. Si observamos con respecto a años anteriores vemos que hay una marcada caída de la inflación (*Gráfico 17*).

Para concluir, ¿qué se estima para el cierre del año 2012? Venezuela va a presentar crecimiento económico importante para este año, va a haber estabilidad en el empleo. Este aspecto es importante destacar porque al revisar el empleo formal e informal, personas del sector informal están pasando al sector formal y eso es muy importante para nuestro país. La reducción de la inflación se va a observar este año. Va a continuar la inversión social y productiva y el Banco Central está participando conjuntamente con el gobierno nacional de manera directa. No es que el BCV esté haciendo emisiones inorgánicas de dinero, pero está brindando información importante para la toma de decisiones. La Misión Vivienda que está arrastrando al resto de la economía va a continuar. La apuesta importante aquí es que estos ingresos que están entrando a la economía por concepto de petróleo pasen directamente al

Diapositiva 4

Cierre del año 2012

---

- ✓ Crecimiento económico
- ✓ Estabilidad en el empleo
- ✓ Reducción de la inflación
- ✓ Inversión social y productiva
- ✓ Misión Vivienda
- ✓ Siembra del Petróleo.

sector productivo y que en un futuro, en unos 200 años, vivamos de otras actividades económicas productivas. Gracias por su atención.

**Rafael Boyán (Moderador).** Quiero agradecer las exposiciones de la señora Eloísa Ortega del Banco de España, de Víctor Blanco del Banco Central de Venezuela, y a Juan Alberto Fuentes de la CEPAL por darnos una explicación de lo que están haciendo sus bancos centrales en cuanto a política monetaria y cambiaria se refiere. Quiero agradecer también a todo el público presente por su asistencia. Aprovecho para invitarles a la nueva versión de las Jornadas Monetarias el 2013.

Acto seguido voy a dar lugar al acto de clausura. Tenemos el honor de contar con la presencia del Ministro de Economía y Finanzas, Lic. Luis Arce Catacora, y del Presidente del Banco Central de Bolivia, Lic. Marcelo Zabalaga Estrada.

**Presidente Marcelo Zabalaga.** Tengo el gusto de anunciar las palabras de clausura de

este evento, de esta VI Jornada Monetaria del Banco Central de Bolivia. Hará uso de la palabra el Ministro Arce, quien tiene una experiencia de 18 años en el Banco Central de Bolivia y de 7 años como Ministro de Economía, y es uno de los gestores de la estabilidad macroeconómica que hoy demuestra Bolivia. Ministro muchas gracias por clausurar este evento.

## APÉNDICE

### Notas

1. Juan Pablo Pérez Alfonzo. Abogado, profesor universitario y político venezolano (Caracas, 1903 – Georgetown, Estados Unidos, 1979). Al asumir la presidencia de la República, Rómulo Betancourt lo nombró en 1959, ministro de Minas e Hidrocarburos. Asistió en El Cairo, al frente de la delegación venezolana, al I Congreso Petrolero Árabe en el que planteó la creación de un ente que sirviera de controlador de la producción petrolera y regulase los precios del petróleo. Extraído de [http://www.biografiasyvidas.com/biografia/p/perez\\_alfonzo.htm](http://www.biografiasyvidas.com/biografia/p/perez_alfonzo.htm)
2. Gastón Luis Parra Luzardo. Nació en Maracaibo, Estado Zulia, el 9 de diciembre de 1933. Economista de la Universidad del Zulia, (1963); Doctor Honoris Causa de la Universidad del Zulia, (1999), Doctor Honoris Causa de la Universidad Simón Bolívar, Colombia (1987), Doctor Honoris Causa de la Universidad del Atlántico, Colombia (1971), Profesor Titular de La Universidad del Zulia. Asumió la Presidencia del Banco Central de Venezuela el 31 de enero de 2005. Falleció el 14 de diciembre de 2008. Extraído de <http://www.bcv.org.ve/blanksite/c3/galeria-1.asp>
3. Según lo indicado por el Banco Central de Venezuela, la abreviatura de la moneda venezolana, el Bolívar, es 'Bs.', con punto final; según normativa vigente, la abreviatura de la moneda boliviana, el Boliviano, es 'Bs', sin punto ni espacio anterior a la cifra monetaria.

## **Palabras de Clausura**

**Luis Arce Catacora**

**Ministro de Economía y Finanzas Públicas**

**Estado Plurinacional de Bolivia**

Muchas gracias, muy buenas noches. Saludo especial a nuestro Presidente del Banco Central de Bolivia (BCB), don Marcelo Zabalaga; a Juan Alberto Fuentes, Director de la División de Desarrollo Económico de nuestra querida CEPAL; a don Adrián Ravier, docente y conferencista de la Universidad Francisco Marroquín; a doña Eloísa Ortega, del Banco de España; a don Víctor Blanco, del Banco de Venezuela; a los Directores, gerentes, personal ejecutivo y funcionarios del BCB, a los representantes del cuerpo diplomático y organismos internacionales, a representantes de entidades públicas, a los representantes de entidades financieras, a todos quienes nos han acompañado en este nuevo ciclo de conferencias que por sexto año se viene realizando consecutivamente en nuestro querido Banco Central.

Sin duda ha debido ser una jornada muy ilustrativa donde se han debatido temas de actualidad en materia de política monetaria. Deseo remarcar algunos temas sobre la economía boliviana, sobre lo que a nosotros nos toca hacer como hacedores de política económica, desde donde nos corresponde estar.

Una primera gran enseñanza que tenemos para la política monetaria en nuestro país es haber recuperado la soberanía del manejo de la política monetaria y la política fiscal. Creo que es una primera enseñanza que sacamos de nuestra experiencia en estos últimos siete años en gobierno.

Esta política de retomar la soberanía se traduce en una acción que realizamos -y que recomendamos a todos los bancos centrales, a los ministerios de economía o hacienda- como es el de transparentar nuestro programa financiero a la opinión pública con las metas acordadas entre el BCB y el Ministerio de Economía y Finanzas Públicas. Nuestro programa se cuelga anualmente en la página web del Banco Central, en la propia web del Ministerio de Economía, porque es la manera de transparentar lo que antes era secreto de Estado. Eso nos ha permitido tener mucha más soltura en la política fiscal, en la política monetaria, en la política cambiaria, nos ha permitido incorporar nuestros elementos, nuestras visiones como bolivianos para la ejecución de las políticas monetarias, fiscales y cambiarias de nuestro país. Creo que esa es una gran ventaja que no se la ha discutido nunca.

Ha sido un gran logro el retomar la política monetaria y recuperar la política fiscal como instrumentos de política económica. Hacia el año 2005, como recordarán todos los economistas acá presentes, estudiosos, investigadores de ese momento, Bolivia no

tenía política monetaria porque respondía al *Federal Reserve Bank*<sup>1</sup> a través de una economía dolarizada. La liquidez no la definía el Banco Central porque la economía estaba altamente dolarizada. Teníamos una economía con un tremendo déficit fiscal, y por lo tanto los ministros de economía estaban más preocupados en buscar la forma de financiar el déficit fiscal que en hacer política fiscal, y lo único que le quedaba al BCB en ese momento era determinar el tipo de cambio. Hoy la política monetaria ya es una política en la que la bolivianización<sup>2</sup> ha alcanzado niveles impresionantes, más del 72% - 75%, que antes no llegaba ni al 5%. Los depósitos y los créditos en la economía nacional se realizan en Bolivianos, y esto es debido a que las políticas que se han venido ejecutando desde el año 2006 han dado resultado.

En el viejo modelo neoliberal hubieron esfuerzos, intentos de bolivianizar la economía sin ningún resultado positivo. No fue sino a partir del año 2006 que las políticas que hemos implementado han dado el resultado que hoy vemos y que le permiten recuperar al Banco Central la política monetaria para hacer política económica. Lo mismo ha ocurrido con la parte fiscal donde hemos recuperado la política fiscal. Nos hemos liberado del problema del déficit fiscal y ahora sí hacemos política fiscal activamente. Y por lo tanto, teniendo los clásicos instrumentos de política monetaria, política fiscal y política cambiaria que la teoría indica, hemos logrado obtener los indicadores macroeconómicos que hoy estamos observando en la economía boliviana. Ha sido la CEPAL la que ha puesto en contexto las estadísticas acerca de dónde nos encontramos con respecto a América Latina. [Cepal, 2012]. Este aspecto es fundamental, al cual se añade una serie de instrumentos relacionados con la implantación de un nuevo modelo económico social comunitario productivo y que lo venimos haciendo desde el año 2006.

En ese marco, hablar pues de los temas que se han discutido acá, resulta sumamente interesante.

**Efectividad de la política económica para mitigar los ciclos.** Desde el año 2006 hemos empezado a reactivar un motor en la economía, proscrito en el modelo neoliberal, como es la demanda interna. La demanda interna para nosotros ha sido el secreto a voces de por qué la economía el año 2009 genera el mayor crecimiento en la región por primera vez en la historia de nuestro país. La demanda interna está resolviendo también los problemas sociales a través de la redistribución del ingreso que realizamos desde la implementación de las políticas fiscales del gobierno nacional, a las cuales por supuesto el Banco Central se adscribe para poder coadyuvar en el logro de estos objetivos.

Es importante también mencionar la coordinación de políticas para hacer frente a la mayor volatilidad macroeconómica. Sin temor a equivocarme, en Bolivia se realiza la máxima coordinación entre la política monetaria y la política fiscal. Todos los viernes nos pasamos horas con el Presidente y el equipo del BCB, en el Ministerio de Economía

y Finanzas Públicas discutiendo, evaluando, diagnosticando y proponiendo políticas que al final son las que está llevando adelante nuestro gobierno nacional para enfrentar las crisis para recuperar el crecimiento económico, redistribuir el ingreso, y todo lo que está enmarcado en el modelo económico, social, comunitario y productivo. Por lo tanto consideramos que en estos pocos años de gobierno hemos adquirido una vasta experiencia acerca de coordinar las políticas y de transparentarlas, como había mencionado anteriormente.

### **Aproximaciones a la estabilidad macroeconómica y el rol de los bancos centrales.**

Ese es un tema que a nosotros sí nos interesa discutir porque en nuestro concepto nunca hubo un banco central completamente independiente en el planeta. Pese a que constitucionalmente, legalmente, pudiera establecerse la independencia del banco central, desde nuestro punto de vista cuestionamos el hecho de que un banco central independiente pueda garantizar la estabilidad económica de un país. Lo que garantiza una estabilidad macroeconómica no es la independencia del banco central sino la coordinación de las políticas monetarias y fiscales entre los entes, y sobre todo el cumplimiento de los acuerdos que están plasmados en documentos, como en el caso boliviano, donde efectivamente se cumplen. Por eso es interesante para nosotros el debate sobre la independencia o no del banco central. No nos olvidemos que la corriente que ha planteado la independencia del banco central es la misma corriente que planteó la desregulación financiera y que ocasionó la crisis que reventó el año 2008 en los mercados financieros norteamericanos. Entonces creemos, desde América Latina, que tenemos la moral para cuestionar las políticas económicas que vinieron en su momento del Norte, y que no supieron dar respuestas a las realidades económicas de nuestros países.

Asimismo, ha sido interesante poder discutir en esta ronda de bancos centrales, las acciones que pudieran estar efectuando ante momentos de crisis internacional y por la cual algunos países están siendo afectados en América Latina, unos más que otros. ¿Cómo reacciona un banco central?, ¿cómo debe reaccionar la política monetaria?, ¿debiera ser una política contracíclica, acomodaticia?, o definitivamente yendo más allá del debate que se plantea tradicionalmente en la academia ¿debiera ser una política monetaria que se dirija al crecimiento?

Creemos desde el gobierno nacional, que la política monetaria no solamente debe destinarse al crecimiento económico. Lo más importante de una política monetaria es el desarrollo económico en el que se incorporen las variables sociales. En un país como el nuestro especialmente, donde si bien hemos bajado la pobreza, la misma todavía persiste y debemos centrar nuestros esfuerzos para disminuirla y eliminarla. Tanto la política monetaria como la fiscal y las otras políticas que acompañan una gestión de política económica de un gobierno, tienen necesariamente que apuntar no solamente al crecimiento económico sino fundamentalmente al desarrollo económico. Hay ya datos interesantes sobre este desarrollo. Este año, por primera vez dos municipios

van a tener el 100% de cobertura de agua potable para sus poblaciones. Eso se ha hecho gracias al programa que nuestro Presidente Evo Morales viene ejecutando y al que hemos denominado “Mi Agua”<sup>3</sup>, que se refiere a más inversión para el agua. Para resolver el problema del agua en el país, el gobierno nacional efectúa transferencias de recursos tanto para riego como para agua potable. Esa es una muestra de los muchos programas sociales que venimos aplicando con los resultados que ya son conocidos y que de seguro que la CEPAL ha ahondado en esta Jornada.

De la política monetaria emprendida por nuestro Banco Central, deseo resaltar en primer término el tema de la bolivianización que ya les mencionaba. Hemos superado inclusive los niveles de desdolarización de Perú y de Uruguay, que aunque tienen altos niveles, son menores a los nuestros. Creo que la buena coordinación de políticas monetarias y de regulación financiera ha generado todo este ambiente favorable para la bolivianización.

El segundo aspecto a destacar es la estabilidad de precios, y no porque sea un fin como fue en el periodo neoliberal, en el que el objetivo último, ulterior era la estabilidad. Nosotros consideramos que la estabilidad macroeconómica es un patrimonio social porque la inestabilidad es la que ha afectado fundamentalmente a los pobres. Los pobres son los que no se pueden defender de la inflación y por lo tanto hay que precautelar la estabilidad, no como un objetivo ulterior de la política económica y monetaria en particular, sino como un punto de partida para conformar el nuevo Estado, la nueva política y con los resultados de política económica que se esperan.

Otro elemento que es importante destacar es la de la administración de la liquidez en un contexto de auge de precios internacionales y su incidencia en la economía boliviana, en un periodo en el que ya se aplicó la bolivianización y por lo tanto hubo una mayor inyección debido a la emisión monetaria por este concepto, respecto de lo cual el Banco Central ha sabido administrar la liquidez en el sistema para no generar presiones inflacionarias, las mismas que se debieron más a la inflación importada en el 2007-2008 y a expectativas que se generaron infundadamente en los medios de comunicación, que a problemas reales, a una base económica que estuviera generando inflación en nuestro país. Creo que el Banco Central ha interpretado muy bien las señales de la economía y ha sabido administrar la liquidez en el sistema.

En resumen, creo yo que el comportamiento del Banco Central en los momentos de crisis del año 2009 fundamentalmente, fue y sigue siendo el adecuado. No se puede ralentizar la economía, no puede ser que los bolivianos paguen las facturas de la crisis de los países desarrollados, no puede ser que esa carga sea pagada por nuestros pueblos. Y es por eso es que la misión del Banco Central debe ser precautelar ese patrimonio social, pero sobre todo contribuir al desarrollo y al crecimiento de nuestra economía en los términos que hemos manifestado.

Creemos por lo tanto, en este festejo del BCB, que merece por supuesto una gran felicitación por parte del Gobierno, no solamente por los años que viene cumpliendo, sino sobre todo por la labor que viene haciendo desde el plantel ejecutivo hasta el último de los funcionarios que trabaja en esta institución. Ya lo recordaba el Presidente, en mi corazón está el Banco Central, fueron más de 19 años que estuve trabajando acá, conozco los recursos humanos y conozco el sacrificio de trabajar en esta entidad. Por lo tanto aprovecho la oportunidad para manifestar a todo este equipo mis felicitaciones por todo el esfuerzo y la contribución que viene haciendo al pueblo boliviano y felicitar una vez más a los organizadores de esta Sexta Jornada que hoy concluye. Muchísimas gracias.

## APÉNDICES

### APÉNDICE A

#### Notas

1. *Federal Reserve Bank* es el nombre con el que también se suele denominar al sistema que conforma la autoridad monetaria de Estados Unidos de Norteamérica.
2. La definición del término ‘bolivianización’ se encuentra en el Compendio de la V Jornada Monetaria del Banco Central de Bolivia (Banco Central de Bolivia, 2013, p. 200). Los indicadores de bolivianización se refieren a los porcentajes de depósitos y créditos en el sistema financiero boliviano que están denominados en moneda nacional, en Bolivianos.
3. Información acerca del programa “Mi Agua” se encuentra en el sitio web del Fondo Nacional de Inversión Productiva y Social (FPS), [www.fps.gob.bo](http://www.fps.gob.bo).

## APÉNDICE B

### Referencias Bibliográficas

Banco Central de Bolivia, (2013). *Compendio de la V Jornada Monetaria*. Transcripción y edición de las exposiciones realizadas en el evento “V Jornada Monetaria - Crisis alimentaria, inflación y respuestas de política” del Banco Central de Bolivia, llevado a cabo el 18 de julio de 2011, La Paz, Bolivia.

Comisión Económica para América Latina y el Caribe, (2012). “Informe macroeconómico de América Latina y el Caribe. Junio de 2012”, junio.



## **RESEÑA ACADÉMICA DE DISERTANTES INVITADOS**

**(En orden alfabético)**

### **VÍCTOR BLANCO**

**Asesor Ejecutivo de la Presidencia, Banco Central de Venezuela.**

El Sr. Víctor Blanco ha participado en diferentes eventos organizados por organismos internacionales como el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), la Corporación Interamericana de Inversiones, así como en eventos académicos relacionados con las finanzas públicas y la política monetaria.

---

### **JUAN ALBERTO FUENTES**

**Director de la División de Desarrollo Económico, Comisión Económica para América Latina y el Caribe**

Es economista, con estudios de maestría en la Universidad de Toronto y doctorado en la Universidad de Sussex (Inglaterra). Ha sido fundador y director del Instituto Centroamericano de Estudios Fiscales (ICEFI), ha pertenecido a entidades como la Secretaría de Integración Económica Centroamericana (SIECA), y la Secretaría de Planificación y Programación de la Presidencia de Guatemala (SEGEPLAN).

Es ex Ministro de Finanzas Públicas del Gobierno de Guatemala.

Al presente asume el cargo de Director de la División de Desarrollo Económico en la Comisión Económica para América Latina (CEPAL).

---

### **GABRIEL LOZA TELLERÍA**

**Ex Presidente, Banco Central de Bolivia**

Es economista con maestría en Administración de Empresas del Instituto de Estudios Superiores en Administración (IESA), Programa BID – Instituto de Integración de América Latina.

En su carrera profesional se destacan los siguientes cargos desempeñados:

Presidente del Banco Central de Bolivia entre noviembre de 2008 y noviembre de 2009.

Ministro de Planificación de enero de 2007 a enero de 2008.

Director en la Unidad de Análisis de Políticas Económicas y Sociales, de febrero de 2006 a enero de 2007 y entre noviembre de 2004 a julio de 2005.

Consultor internacional en la Organización Internacional del Trabajo (OIT), PNUD, Banco Mundial, Cooperación Técnica Alemana-GTZ, Centro de Comercio Internacional, ILDIS, Fundación Milenio y CEDLA.

---

## **RAÚL MENDOZA PATIÑO**

### **Asesor Principal de Política Económica, Banco Central de Bolivia**

Es Asesor Principal de Política Económica del Banco Central de Bolivia desde el año 2006. Entre sus estudios de postgrado destacan: Maestría en Macroeconomía Aplicada en la Universidad Católica de Chile, Maestría en Finanzas y Dirección de Empresas en la Universidad de Santiago de Chile – Universidad Privada Boliviana, Diplomado en Macroeconomía en la Universidad de Sao Paulo. Sus áreas de especialización están relacionadas con banca central y macroeconomía: política monetaria, política cambiaria, políticas del sector externo, análisis de sostenibilidad de deuda pública, programación y políticas financieras, gestión de políticas macroeconómicas, planificación estratégica y compilación de estadísticas macroeconómicas.

Es autor de documentos de investigación desarrollados y publicados por el Banco Central de Bolivia y el Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA) en relación a metas de inflación, comportamiento del nivel de precios, mecanismos de transmisión de la política monetaria, instrumentación de políticas monetaria y cambiaria y otros.

---

## **ROLANDO MORALES ANAYA**

### **Director Ejecutivo, Centro de Estudios Económicos y Sociales (CIESS – Econométrica)**

Reconocido economista, con especialización doctoral en econometría, habiendo obtenido su título de formación académica en la Universidad de Ginebra.

Desde 1976 hasta la fecha se desempeña como catedrático en estadística y econometría de cursos de pregrado y ha sido coordinador de distintos cursos de posgrado en universidades bolivianas.

Ha realizado cursos taller en países como Honduras, Colombia y Ecuador.

Asimismo ha desempeñado cargos de consultoría tanto pública como privada en

coordinación con entidades nacionales y organismos internacionales como el Programa de Naciones Unidas para el Desarrollo (PNUD) y el Banco Mundial.

Es autor de varios libros, documentos de investigación y artículos de análisis y opinión.

---

## **ELOÍSA ORTEGA**

### **Directora del Departamento de Coyuntura y Previsión Económica, Banco de España**

Además de desempeñarse como funcionaria del Banco de España, es investigadora académica, cuyos trabajos iniciales los realizó en la Fundación SEPI de España.

Actualmente se desempeña como Directora del Departamento de Coyuntura y Previsión Económica del Banco de España.

En el transcurso de su actividad académica sus principales áreas de investigación son la política industrial en España, los movimientos de flujos de capitales en la economía de España, y recientemente la crisis económica española.

Cuenta con varios reconocimientos por su coordinación en distintos documentos de trabajo, principalmente en el Banco de España, así como por sus aportes y comentarios.

---

## **ADRIÁN RAVIER**

### **Profesor titular de Economía, Universidad Francisco Marroquín (Guatemala)**

Es economista, especializado en teoría monetaria, ciclos económicos e historia del pensamiento económico. Es doctor en economía aplicada de la Universidad Rey Juan Carlos de Madrid (2009) y Master de la Maestría en Economía y Administración de Empresas (2004).

Es profesor de diversas universidades de la Argentina como la misma Universidad de Buenos Aires (UBA), la Escuela Superior de Economía y Administración de Empresas (ESEADE), la Universidad de Ciencias Empresariales y Sociales (UCES), la Universidad del Salvador (USAL) y la Universidad Católica Argentina (UCA).

En un esfuerzo por expandir las ideas de la Escuela Escocesa, la Escuela Austriaca, la Escuela de la Elección Pública y la Nueva Economía Institucional, en la actualidad es profesor titular de "Economía", "Dinero y Banca" y de las "Teorías de los Ciclos Económicos" en la Escuela de Negocios de la Universidad Francisco Marroquín (UFM, Guatemala), en los cursos de posgrado del *Swiss Management Center University* (SMC,

Suiza) y en la Facultad de Ciencias Económicas y Jurídicas de la Universidad Nacional de La Pampa (UNLPAM, Argentina).

En 2005 recibió una beca del *Ludwig von Mises Institute* para trabajar algunos meses junto a los economistas más renombrados de la Escuela Austriaca como Joseph Salerno o Roger W. Garrison, entre otros.

Su trabajo “La globalización y la paz” (también traducido y publicado en inglés) fue galardonado en 2006 con el primer premio del *Hayek Essay Contest* de la *Mont Pelerin Society* (MPS).

En 2008 recibió una beca del *Institute for Humane Studies* (IHS) que le permitió completar sus estudios de posgrado en España.

Este libro se terminó de imprimir durante el  
mes de noviembre de 2013 en la Artes Gráficas  
Sagitario S.R.L., Av. Jaime Zudañes N°1431,  
La Paz, Bolivia. 300 ejemplares



Ayacucho esq. Mercado  
Tel: (591-2) 2409090  
Fax: (591-2) 2406614  
Línea gratuita: 800-10-2023  
Casilla 3118  
[www.bcb.gob.bo](http://www.bcb.gob.bo)  
La Paz - Bolivia

ISBN: 978-99954-2-914-0



9 789995 429140