



COMPENDIO

---

IV Jornada  
M  NETARIA

BANCO CENTRAL DE BOLIVIA

# **Banco Central de Bolivia**

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

### ***Consejo Editorial***

*Marcelo Zabalaga Estrada*

*Rafael Boyán Téllez*

*Raúl Mendoza Patiño*

*Pablo Mendieta Ossio*

### ***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

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: Bs. 30.- (*Precio no sujeto a plan de suscripción*)  
Mes y año de publicación: Diciembre de 2012  
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@becb.gob.bo](mailto:revistadeanalisis@becb.gob.bo)  
Página web: [www.bcb.gob.bo](http://www.bcb.gob.bo)  
Lugar de publicación: Ciudad de La Paz  
Estado Plurinacional de Bolivia  
Impreso en: Editorial Quatro Hnos.  
Derechos reservados: Banco Central de Bolivia  
Depósito legal: No. 4-1-378-12

*“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  
IV Jornada Monetaria**



# CONTENIDO

Agradecimiento a expositores, participantes y moderadores	iii
Prólogo	v
Palabras de inauguración	vii
Palabras de agradecimiento por video conferencia	xi
<b>PONENCIAS</b>	<b>1</b>
Ponencia 1	3
Lecciones de la crisis: la política monetaria en Bolivia Gabriel Loza Tellería	
Ponencia 2	17
Respuesta de política económica a la crisis y estrategias de salida Klaus Schmidt-Hebbel	
Ponencia 3	53
Lecciones de la crisis global para la regulación y supervisión financiera en ALC Luis Felipe Jiménez	
Preguntas y Respuestas a Ponencias 1, 2 y 3	77
Ponencia 4	81
Repasando la política y re-normalizando la política fiscal y monetaria Julio Escolano	
Preguntas y Respuestas a Ponencia 4	103
Ponencia 5	105
América Latina y la crisis económica/financiera global Alejandro Neut	
Ponencia 6	127
La política monetaria en Estados Unidos: antes, durante y después de la crisis Myriam Quispe Agnoli	

Ponencia 7 La crisis actual y el futuro de la banca central Roberto Chang	145
Preguntas y Respuestas a Ponencias 5, 6 y 7	171
<b>MESAS REDONDAS</b>	179
Ponencia 1 – Mesa Redonda La respuesta del BCRA frente a la crisis financiera internacional Arnaldo Bocco	181
Ponencia 2 – Mesa Redonda Estrategia de política monetaria del Banco Central de Chile durante la crisis Enrique Marshall	197
Ponencia 3 - Mesa Redonda Situación actual, pronósticos y estrategias de salida Myriam Quispe Agnoli	209
Ponencia 4 - Mesa Redonda Alberto Torres	215
Ponencia 5 – Mesa Redonda Jorge Estrella	221
Ponencia 6 – Mesa Redonda Acciones de política monetaria en Venezuela ante la crisis financiera internacional Roberto Perez	225
Palabras de clausura	233

# AGRADECIMIENTO A EXPOSITORES, PARTICIPANTES Y MODERADORES

El Consejo Editorial del Banco Central de Bolivia desea expresar su reconocimiento a los siguientes académicos, autoridades nacionales, y delegados de bancos centrales de otros países, 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 IV Jornada Monetaria del Banco Central de Bolivia, llevada a cabo en la ciudad de La Paz, Bolivia, el 19 de julio de 2010, cuyas intervenciones conforman el contenido del presente texto:

## **Arnaldo Bocco**

*Director, Miembro de la Junta  
de Gobierno, Banco Central  
de la República Argentina*

## **Gabriel Loza Tellería**

*Presidente a.i. del Banco  
Central de Bolivia  
Periodo noviembre 2008 -  
noviembre 2010*

## **Rafael Boyán Téllez**

*Director, Banco Central de Bolivia*

## **Enrique Marshall R.**

*Miembro del Consejo,  
Banco Central de Chile*

## **Luis Arce Catacora**

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

## **Alejandro Neut**

*Economista del Centro de Desarrollo  
de la OCDE, mesa de América  
Latina y el Caribe*

## **Roberto Chang**

*Profesor de la Universidad de Rutgers,  
New Jersey, e investigador asociado  
de la National Bureau of  
Economic Research*

## **Roberto Perez**

*Delegado del Banco Central  
de Venezuela*

**Hugo Dorado Aranibar**

*Director, Banco Central de Bolivia*

**Myriam Quispe Agnoli**

*Economista investigadora y Asesora de política en el Grupo de investigación sobre América Latina del Banco de la Reserva Federal en Atlanta*

**Julio Escolano**

*Asesor del Departamento de Asuntos Fiscales del Fondo Monetario Internacional*

**Klaus Schmidt-Hebbel**

*Profesor de la Universidad Católica de Chile, Consultor Internacional y Consejero*

**Jorge Estrella**

*Delegado del Banco Central de Reserva del Perú*

**Alberto Torres**

*Delegado del Banco de México*

**Luis Felipe Jiménez**

*Experto en las División de Desarrollo Económico de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), Naciones Unidas*

**Nota del Editor Académico.** *Los cargos de los expositores, participantes de la mesa redonda, y moderadores así como de las entidades mencionadas, están referidos a la fecha de realización de la IV Jornada Monetaria.*

# PRÓLOGO

En ocasión de celebrarse el LXXXII aniversario de creación del Banco Central de Bolivia (BCB), en julio de 2010 se llevó a cabo la IV Jornada Monetaria, un espacio de análisis de políticas económicas de la banca central o estrechamente asociadas.

Este acontecimiento tiene especial realce para el BCB y está abierto a toda la comunidad académica y público en general. En él participan reconocidos investigadores, académicos, representantes de organismos internacionales y de los bancos centrales, con ponencias que permiten al auditorio conocer, analizar, reflexionar y cuestionar tópicos vinculados a la teoría y práctica económica, particularmente monetaria, cambiaria y financiera.

En ocasión de la IV Jornada Monetaria, se contó con la presencia de Klaus Schmidt-Hebbel (Profesor de la Universidad Católica de Chile, Consultor Internacional y Consejero), Myriam Quispe (Economista investigadora y Asesora de política en el Grupo de investigación sobre América Latina del Banco de la Reserva Federal en Atlanta), Roberto Chang (Profesor de la Universidad de Rutgers, New Jersey, e investigador asociado de la National Bureau of Economic Research), Julio Escolano (Asesor del Departamento de Asuntos Fiscales del Fondo Monetario Internacional - FMI), Alejandro Neut (Economista del Centro de Desarrollo de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico - OCDE, mesa de América Latina y el Caribe), Luis Felipe Jiménez (Comisión Económica para América Latina y el Caribe - CEPAL), así como también de representantes de bancos centrales como Enrique Marshall (Miembro del Consejo, Banco Central de Chile), Arnaldo Bocco (Director, Miembro de la Junta de Gobierno, Banco Central de la República Argentina), Alberto Torres (Delegado del Banco de México), Jorge Estrella (Delegado del Banco Central de Reserva del Perú) y Roberto Pérez (Delegado del Banco Central de Venezuela). El tema que congregó a estos especialistas fue ***“La política económica después de la crisis financiera-económica internacional: Estrategias de salida”***.

Las disertaciones trataron temas importantes de actualidad tales como un diagnóstico exploratorio de las causas de la crisis, previsiones de las repercusiones, las acciones de política que distintos bancos centrales llevaron a cabo y aún ejecutan. Además, incluyó un balance crítico acerca del rol reciente de la supervisión financiera como agente mitigador de riesgos, la implementación de políticas no ortodoxas que fueron necesarias para moderar el impacto de la crisis, la coordinación de la política monetaria y la fiscal como punto de apoyo de los planes de contingencia, entre otros aspectos.

También se realizaron exposiciones acerca de las experiencias de países desarrollados como Estados Unidos y otros en desarrollo de Centro y Sudamérica. De igual forma,

se obtuvo la visión de organismos internacionales, centros de investigación y universidades. En un contexto globalizado como el actual, las repercusiones de las decisiones y acciones de agentes de la economía internacional afecta en el resto. No se trató únicamente de una transmisión de experiencias al público asistente, sino de un intercambio de conocimientos y puntos de vista entre los propios expositores, acerca de prácticas de política monetaria en respuesta a una pronunciada crisis económica.

El BCB desea que estas experiencias sean transmitidas al mayor número de personas, motivo por el cual da inicio a la Serie de Compendios de la Jornada Monetaria.

Esta primera publicación, que rememora el 82° aniversario del Banco Central de Bolivia, contiene las ponencias *in extenso*, tanto centrales como de la Mesa Redonda, y las preguntas que fueron formuladas por el auditorio y las respuestas brindadas por los disertantes.

El formato de este Compendio ha sido concebido manteniendo el lenguaje coloquial utilizado por los disertantes, acompañado de gráficas que provienen de las ponencias efectuadas, por lo que se espera que el lector pueda realizar una lectura tan amena como académica.

El Consejo Editorial del BCB pone a disposición este texto en formato impreso y digital a través del portal del BCB, con el deseo de que se constituya en un importante material de consulta en materia económica.

**Raúl Mendoza Patiño**

**Asesor Principal de Política Económica**

# Palabras de inauguración

Luis Arce Catacora

## Ministro de Economía y Finanzas Públicas del Estado Plurinacional de Bolivia

Buenos días a todos los presentes. Un saludo especial a nuestro Presidente del Banco Central, al Directorio que está acá en el Auditorio, al Asesor Principal de Política Económica, a los invitados especiales, a los funcionarios y planta ejecutiva de esta importante institución que tiene el país.

Para quien habla es un grato placer una vez más, estar presente esta vez en la Cuarta Jornada. Ya son cuatro años consecutivos que el Banco Central está llevando a cabo este tipo de eventos que tienen una importancia significativa para la discusión de temas económicos de todo orden. El tema que nos reúne ahora es para hablar de las salidas post-crisis que tiene un país, luego de una situación delicada a nivel internacional donde los *coletajes* se dejan sentir y por lo tanto la incertidumbre sobre la resolución de esta crisis financiera está todavía con todos los elementos para poder discutirse. En concepción nuestra hay cuatro crisis que se presentan en el mundo en este momento: la crisis financiera que se manifiesta y se agudiza hacia el año 2009; la crisis climatológica, que se traduce en modificaciones en el ciclo agrícola, en modificaciones en el comportamiento productivo en muchos países por el recalentamiento global; la crisis energética donde hay la disparidad, la asimetría en la producción y el consumo de energías lo cual se manifiesta en crisis de precios y de producción de los energéticos en el mundo; y la crisis alimenticia cuyo riesgo aun persiste. El 2006 planteamos políticas claras en el gobierno nacional para enfrentar este tipo de crisis. La FAO ha oficializado este problema alimenticio que involucra al mundo. En ese contexto económico, en ese contexto internacional Bolivia no está al margen de los efectos potenciales que tienen estas cuatro crisis sobre el manejo de la economía boliviana y creemos que el país ha respondido adecuadamente a la crisis. Desde el año 2008 tuvimos la preocupación por enfrentar una burbuja que luego reventó en los Estados Unidos. Resurge entonces nuevamente la participación del Estado como una alternativa para dirigir los caminos de las economías, esas economías que han buscado, -especialmente la nuestra por mucho tiempo-, una salida a la crisis permanente que ha vivido el país en el neoliberalismo, y especialmente una salida de la pobreza en Bolivia. El Estado ha sido nuestra respuesta ya el año 2006. El pueblo boliviano con la sabiduría que le ha caracterizado no ha errado en pedir un cambio en el modelo neoliberal para implementar nuevas políticas económicas que nos han dado la fortaleza desde el año 2006, año de su aplicación, y con ello dar los resultados macroeconómicos del 2009 que demuestran que el modelo económico implementado oportunamente nos ha

salvado de una crisis que de otra manera nos hubiera llevado a una recesión profunda en la economía tal como sucedió el año 2000-2001 en el país. Estas medidas han sido fundamentalmente de tipo fiscal, pero repito que se implementaron desde el año 2006 y no desde el año 2008-2009, como muchos países que empezaron a aplicar esfuerzos y estrategias de impulsos fiscales. Hemos visto que varios países han aplicado ese tipo de políticas en la lógica que el gobierno nacional ha empleado desde el año 2006 con relativo éxito. Es importante destacar que hubo una coordinación muy acertada entre la política monetaria y la política fiscal y conjuntamente por supuesto con el resto de las políticas económicas para obtener los resultados alcanzados en la gestión 2009. Este proceso ha llevado a muchos países, a muchas universidades a analizar e investigar qué está pasando en Bolivia. Estas jornadas van a ser desde nuestro punto de vista un intercambio de conocimientos, de realidades, de vivencias entre los expositores del extranjero que nos visitan hoy y que tienen la oportunidad de ver el modelo boliviano muy de cerca, un modelo por el que hemos recibido elogios por parte de organismos internacionales, de la academia internacional, de la propia Comisión Económica para América Latina en varias reuniones en las que me ha tocado participar en representación de nuestro país. Los resultados de la economía boliviana han sido muy satisfactorios el año 2009. Como nunca y por primera vez Bolivia ha ocupado el primer puesto en crecimiento económico en Sudamérica. Tenemos una inflación absolutamente bajo control luego de haber experimentado presiones inflacionarias bastante fuertes el año 2008 e inclusive el 2007. Ahora estamos empeñados en el salto cualitativo hacia el incremento de la producción en base al impulso fiscal. Como lo hemos dicho en reiteradas oportunidades en este mismo foro, en este mismo lugar, en contraposición a la idea de que los impulsos fiscales deberían desaparecer en la región luego de haber cumplido su misión, en nuestra visión el impulso fiscal, la participación del Estado en la economía como principal actor de desarrollo y crecimiento en las economías no puede desaparecer. Discrepábamos por lo tanto con la visión del Fondo Monetario Internacional. Luego, éste organismo nos ha ido dando la razón al verificar que la crisis no ha pasado del todo. Aún hay resabios, *coletazos* de la crisis financiera que se viven y esto va a recrudecer con las otras tres crisis que mencionamos anteriormente. Por tanto, las estrategias de salida que muchos países ya están emprendiendo son para nosotros un gran motivo de debate. Nuestra estrategia no es de salida porque nosotros seguimos con un impulso fiscal para poder generar empleo, crecimiento económico y sobre todo redistribución del ingreso. Es una de las principales herramientas que Bolivia ha utilizado para fortalecer la demanda interna y generar alternativas de crecimiento al modelo neoliberal.

Son varios los temas que se van a abordar. El Presidente del Banco Central se referirá a las lecciones aprendidas de la crisis para el caso boliviano, particularmente en esta ocasión de las experiencias más ajenas que las nuestras. Otro tema importante serán las respuestas de política económica a la crisis y estrategias de salida que muchos países ya han emprendido y que pueden ser importantes para emprender en nuestro país algunos ajustes a nuestras medidas, tomando en cuenta lo anteriormente mencionado

acerca de que el Estado todavía tiene que permanecer en la economía de una manera robusta. El papel de la regulación y la supervisión financiera es un tema relevante pese a los resultados de la crisis de América Latina. Hemos demostrado al mundo entero que América Latina ha sabido hacer la tarea en la casa cuando han sido otros los países los que no han sabido hacer la tarea. Y justamente aquí todavía hay muchísimo por discutir en tema de regulación financiera. Bolivia mantiene observaciones a todo lo que se hace en el aspecto internacional en materia normativa, y esfuerzos para que no se repita la crisis financiera que hemos vivido en los últimos años. Por lo tanto el tema de regulación sigue siendo importante. Bolivia tuvo la gran ventaja de ser una economía pequeña y poco desarrollada en el ámbito financiero. Por lo tanto no hubo el efecto, como en otros países, en los que hemos visto que los gobiernos de turno tuvieron que adoptar diferentes medidas para contrarrestar ese efecto de la crisis que venía por el lado financiero.

Un tema que todavía tiene que debatirse porque aun no ha sido resuelto en el mundo, es el papel de la coordinación entre la política fiscal y la política monetaria. Tal vez la experiencia boliviana es una de las pocas donde la coordinación ha sido excepcional. Esta coordinación realizada por el Banco Central y el Ministerio de Economía para adoptar las políticas monetarias, fiscales, cambiarias, ha sido una de las experiencias más rescatables a nivel latinoamericano. Usualmente hay contradicciones y conflictos entre objetivos que buscan la política fiscal y la política monetaria, usualmente los instrumentos con los que conviven la política fiscal y la política monetaria pueden tener contradicciones y por tanto hay potenciales peligros entre la compatibilización y la coordinación de políticas monetarias y fiscales. Creo entonces que es un tema inquietante, interesante para encarar hacia adelante una mejora de coordinación en estas políticas.

La comparación de lo que hicimos en América Latina y lo que se hizo en el mundo, especialmente entre los países desarrollados también es una comparación interesante hoy por hoy. América Latina se ha convertido en un potencial sector o región de atracción de capitales extranjeros, de inversión extranjera, fundamentalmente por esa fortaleza en el manejo macroeconómico que hemos mostrado. Como decía hace un momento atrás, los países latinoamericanos incluida Bolivia, hemos demostrado que hemos hecho muy bien la tarea macroeconómica de mantener una economía estable, una economía que cuide los fundamentos más importantes. Pero otros países se han sobre endeudado y continúan con sobre endeudamiento con enormes déficits fiscales y enormes déficits comerciales, y a quienes las calificadoras de riesgo han tardado demasiado en revisar sus calificaciones. Hay inclusive algunos países a los que ni siquiera se les ha reducido su calificación de riesgo. Si nuestras economías hubiesen siquiera tambaleado un poco, ya las calificadoras de riesgo internacionales hubieran rebajado grandemente nuestras expectativas de calificación de riesgo. Hay una asimetría enorme entre quienes tienen el mal manejo macroeconómico en sus economías y quienes hicimos bien la tarea, y los premios no han estado acordes con

ese trabajo, no se ha reconocido el esfuerzo que se ha hecho en América Latina y es importante la comparación por lo tanto con aquellos países donde han incurrido en malos manejos. Es un tema que me imagino también hay que discutirlo a nivel de América Latina, porque América Latina ha demostrado que está mejor preparada que muchas regiones, que muchos otros países.

Esos son los elementos creo yo, para inaugurar esta Cuarta Jornada que el Banco Central acertadamente dirige en nuestro país. Desearles éxito a todos quienes van a participar como expositores, como moderadores y también por supuesto como participantes, para sacarle el mayor provecho posible a este seminario. Muchísimas gracias y muchas felicidades a todos los que van a participar.

## **Palabras de agradecimiento por video conferencia**

**Lic. Daniel Cortez**

**Director de la Carrera de Economía de la Universidad Pública de El Alto**

Gracias por la comunicación. Estamos en el auditorio de la Carrera de Ingeniería de Sistemas en la Universidad Pública de El Alto, con mucha atención siguiendo estas conferencias. Todos vamos a seguir con interés estas conferencias. Entonces les agradecemos por el contacto y retornamos a La Paz. Gracias.

**Lic. Crescencio Alba**

**Director del Instituto de Investigaciones Socio Económicas (IIESE) de la Universidad Mayor de San Simón de Cochabamba**

Muchas gracias. Nuestro saludo a las autoridades del Banco Central de Bolivia, a las autoridades de la Universidad de El Alto, la Universidad Gabriel René Moreno y la Cámara de Industria y Comercio, CAINCO de Santa Cruz, y un saludo especial a los docentes y alumnos de la Universidad Mayor de San Simón. Creo que el conjunto de reflexiones analíticas que vamos a tener hoy por parte de académicos reconocidos, personalidades, presidentes de bancos centrales de países latinoamericanos, va a ser un conjunto de lecciones con bases teóricas y evidencias empíricas. Estas experiencias consideramos que van a ser valiosas para todos los participantes. El Banco Central de Bolivia ha hecho posible que el IIESE de la Facultad de Ciencias Económicas pueda hacer retransmisión a través de ésta video conferencia. Nuestro reconocimiento, nuestro agradecimiento al Banco Central de Bolivia. Muchas gracias.

**Eduardo Paz**

**Presidente de la Cámara de Industria, Comercio, Servicios y Turismo de Santa Cruz (CAINCO)**

Al señor Luis Arce Catacora, Ministro de Economía y Finanzas Públicas de Bolivia, al Sr. Gabriel Loza, Presidente del Banco Central de Bolivia, a la Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero, ASFI, a los representantes de los distintos bancos centrales presentes en Bolivia, a delegados del Fondo Monetario Internacional, de la CEPAL y de la OCDE. Me encuentro en esta oportunidad con el Presidente de los Economistas de Bolivia, el Sr. Waldo López. Queremos darles el saludo a todos los presentes, desde la CAINCO, desde Santa Cruz. Creemos que estas Jornadas van a tener un impacto muy grande en la economía de nuestro país y en las economías de Latinoamérica. Es cierto, vemos hoy día que las economías emergentes especialmente las asiáticas, tienen una

influencia mucho mayor en la economía mundial. También podemos ver cómo la política monetaria en los distintos países juega un rol fundamental. Queremos destacar cómo en América Latina las medidas anti-cíclicas llevadas adelante especialmente durante el 2009 dieron resultados muy positivos. En Bolivia particularmente hemos visto que en el 2009, el año más duro para la economía mundial, nuestro país creció a un ritmo superior al 3,5%. Nosotros esperamos que en las próximas décadas saquen otros 50 millones de pobres en todo Latinoamérica. En Bolivia en particular en los últimos años hemos visto una importante reducción de la pobreza. Estamos seguros que las lecciones sacadas de estas jornadas permitirán a las economías latinoamericanas construir sociedades pujantes, cada vez más equilibradas, sociedades con desarrollo económico y social sostenible. Muchas gracias y esperamos que estas jornadas sean todo un éxito.

# PONENCIAS

**COMPENDIO**

---

IV Jornada  
MONETARIA



# Ponencia 1

## Lecciones de la crisis: la política monetaria en Bolivia

Gabriel Loza Tellería

Presidente a.i. del Banco Central de Bolivia (periodo noviembre 2008 - noviembre 2010)



Saludo la presencia de nuestro Ministro de Economía y Finanzas Públicas, licenciado Luis Alberto Arce Catacora, que nos honra en este 82° Aniversario. Saludo a la Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero (ASFI), al Directorio del Banco Central, a representantes de organismos internacionales y a las personas del mundo académico, estudiantes, funcionarios del Banco que están presentes en estas jornadas.

El tema que me toca exponer se refiere a las lecciones de la crisis en materia de política monetaria en Bolivia. Hoy en día hay un alto grado de interrelación entre las economías del mundo. Cuando vino la crisis financiera, había bastantes probabilidades de que luego correspondería hacer políticas post-crisis de salida. Después de la crisis financiera vino una crisis de la deuda, en medio de la cual nos encontramos. El profesor Kenneth Rogoff decía que tal vez esta manifestación de la crisis de la deuda es una



expresión de la crisis financiera global. Otros enfoques señalan que la crisis de la deuda es otro ciclo, es otra fase de la crisis del capitalismo. Los bancos centrales entonces tenemos que hacer nuestra política monetaria en un contexto de crisis, y en este contexto de crisis quiero hacer algunas reflexiones.

Deseo compartir la experiencia boliviana acerca de cómo una pequeña economía ha logrado resultados satisfactorios en medio de una crisis y lo importante es que lo hemos logrado en un proceso de cambios estructurales. Es decir, no solamente es un buen manejo de política macroeconómica, sino que se ha realizado en medio de un profundo proceso de cambios estructurales, políticos, económicos y sociales.

Bolivia se caracteriza por ser una pequeña economía abierta, exportadora de *commodities*, con dolarización parcial, -el dólar y el Boliviano ambos fluyen en la economía aunque hoy el Boliviano es la moneda más importante, proceso al que llamamos “Bolivianización”-, y baja integración al mercado financiero mundial.

La economía boliviana presenta distintas interconexiones o canales cuando suceden estos *shocks* externos fuertes: tenemos los movimientos de precios mundiales especialmente de *commodities*, flujo de remesas, movimientos cambiarios de las principales divisas, y de las monedas de los países vecinos, políticas de tasas de interés de las principales economías y de los bancos centrales de la región que influyen en los flujos de capital de corto plazo.



En el gráfico (*Gráfico 1*) quiero mostrar un proceso de alza de los precios en Bolivia que llegó a una tasa anualizada de 17,3% de inflación, activado por un *shock* externo y un aumento de los precios de combustibles y de los alimentos. El gobierno en coordinación con el Banco Central aplicó las políticas correspondientes. Posteriormente se observaron menores presiones inflacionarias al disminuir los precios internacionales lo cual sitúa a la economía en una situación como en la que nos encontramos, con una tasa anualizada de 1,3% en lo que va del primer semestre de este año.

Este proceso de desinflación lo medimos con distintos indicadores: de inflación subyacente, inflación núcleo y también inflación sin el efecto de alimentos. La convergencia de estos distintos indicadores señala que estamos en una etapa en la que se ha estabilizado la variación de precios y estamos por debajo del histórico de 4%, un promedio de un periodo largo. En este contexto ¿qué es lo que hemos hecho en coordinación con el Órgano Ejecutivo?

Se aplicó una política contra-cíclica. En la primera etapa justamente de aumento de precios y de exceso de liquidez sobre todo por el fuerte crecimiento de las reservas internacionales, la política fue contractiva. Aplicamos mini apreciaciones y una política de acumulación de reservas que después nos dio los resultados que hoy tenemos, que es el nivel excepcional de reservas internacionales.

Cuando viene la crisis viene la caída en los precios internacionales. La política monetaria aplicada entonces más bien fue gradualmente expansiva, y se aplicó una política de estabilidad cambiaria. La política cambiaria fue muy cuestionada: *¿por qué estabilizábamos el tipo de cambio, cuando subía el Real, cuando subía el Peso chileno, cuando el Perú subía su moneda, así como los países vecinos?* Explicamos que nuestra política de estabilidad estaba de acuerdo a nuestras características, a nuestro bajo grado de vulnerabilidad, y a la naturaleza de la economía boliviana. (*Gráfico 2*).

**Gráfico 2**

**Políticas contracíclicas**

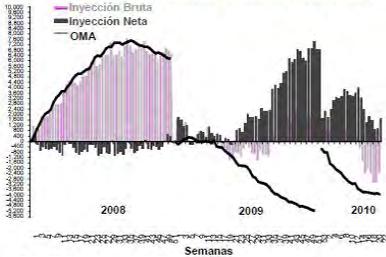
- En el primer *shock* externo, la política monetaria fue contractiva en el periodo de mayor inflación con el fin de absorber la liquidez en la economía. La política cambiaria, basada en mini apreciaciones y en la compra de divisas para acumular reservas internacionales, atenuó las presiones externas en el nivel de precios.
- En el segundo *shock* externo, la política monetaria fue expansiva con objeto de estimular la demanda interna y devolver a la economía la liquidez absorbida anteriormente. La posterior política de estabilidad cambiaria atenuó la transmisión de las volatilidades cambiarias.

**Cotizaciones internacionales de petróleo y alimentos (Variación anual, en porcentajes)**



FUENTE: Banco Mundial

**Inyección bruta y neta de liquidez (Millones de bolivianos acumulados en el año)**



FUENTE: Banco Central de Bolivia

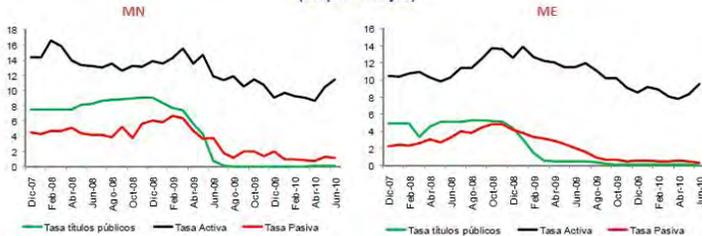
La política que aplicamos fue la de inyección. Lo primero fue contraer la liquidez a través de operaciones de mercado abierto. Después ¿cómo devolvimos esa liquidez? A través de este mismo instrumento de política monetaria que tiene el Banco Central. (Gráfico 3). Esta política monetaria contra-cíclica la trabajamos en el mercado

**Gráfico 3**

**Política monetaria contracíclica**

- La orientación expansiva de la política monetaria, desde fines de 2008, indujo una reducción sustancial de las tasas de los títulos de regulación monetaria, comportamiento que se reflejó en las tasas interbancarias y en las de intermediación financiera.
- Las tasas activas y pasivas, tanto en MN como en ME, continuaron disminuyendo en la mayoría de los plazos; los descensos más pronunciados se observaron en las operaciones en MN.

**Tasa efectiva anualizada de títulos públicos de regulación monetaria y tasas de intermediación financiera (En porcentajes)**



FUENTE: Banco Central de Bolivia

monetario, a través de operaciones de mercado abierto. Es una subasta de cantidad pero se asigna ya sea a la mejor tasa o al menor tipo de interés. El mercado monetario a través de los canales de transmisión propaga después los efectos al mercado financiero, aunque con rezagos ya que no es inmediato. Se ha observado la disminución de las tasas tanto en moneda nacional como en moneda extranjera en distintos plazos, -de las tasas activas y pasivas-, en el sistema financiero. (Gráfico 4).



Es decir logramos el objetivo de incidir en la disminución de tasas en el mercado financiero, y contribuimos, -porque hay un conjunto de instrumentos que aplica el Órgano Ejecutivo y la ASFI-, para poder revitalizar el crédito al sector privado, alcanzándose dicha tasa, -que después del bajón que tuvo la expansión del crédito privado se recuperó-, para contribuir al crecimiento de la economía.

Cuando aplicamos el encaje legal, nos preguntaban “¿qué tipo de política va a aplicar Bolivia?” Bolivia subió la tasa de encaje legal para moneda extranjera, pero para moneda nacional la disminuimos de acuerdo a la asignación de cartera.

Esa política de tasa de encaje en una economía con dolarización parcial fue la adecuada. Subir la tasa marginal en moneda extranjera y disminuir la tasa en moneda nacional. (Gráfico 5).

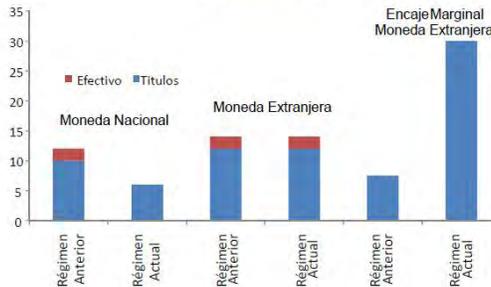
Acerca de la estabilidad cambiaria: es difícil que un tipo de cambio en un contexto de alta globalización pueda mantenerse. Sin embargo el propio Fondo Monetario

Gráfico 5

### Política de encaje legal

- En el caso boliviano, la política de tasa de encaje fue diferente a la del resto de la región e incluso a la de las economías dolarizadas. La tasa de encaje en moneda extranjera fue incrementada, en tanto que se redujo la tasa de encaje en moneda nacional.

Bolivia : Tasas de encaje para depósitos  
(En porcentajes)



FUENTE: Banco Central de Bolivia

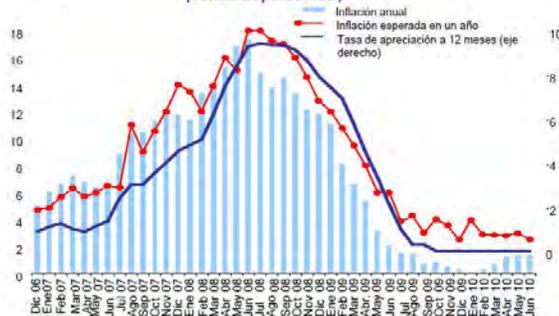
Internacional después reconoció que luego de la crisis ya no se aplica la aseveración acerca de que los regímenes flexibles son los que mejor se acomodan en tiempos de crisis. Países con estabilidad cambiaria también han respondido adecuadamente. Bolivia es un ejemplo porque inicialmente se ha aplicado un régimen del tipo *crawling-peg*, y luego la tasa de variación del tipo de cambio la hicimos cero, (Gráfico 6), dadas las características y condiciones de la economía boliviana y su alto nivel de reservas. Esta política fue coherente con la disminución de la inflación, es decir, no podíamos mantener una estabilidad cambiaria si los precios se hubieran trepado, por lo que fue convergente la baja tasa de inflación con la estabilidad cambiaria. Y como referencia y no como crítica, las políticas de los países vecinos fueron distintas de acuerdo a sus informes de inserción. (Gráfico 7).

Gráfico 6

### Estabilidad cambiaria

- La política cambiaria aplicada por Bolivia fue diferente a la mayoría de las economías de la región. A fin de anclar las expectativas en el mercado de divisas, la política fue una de estabilidad cambiaria, lo que implicó una tasa nula de variación de la paridad (*zero rate of crawl*). Esta política fue coincidente con la estabilidad de precios desde septiembre de 2009.

Apresiasión nominal e inflaci3n observada y esperada (Variaci3n porcentual)



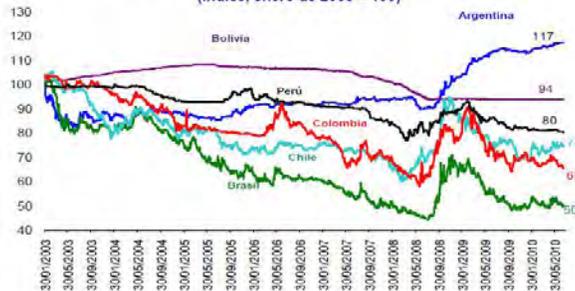
FUENTE: Banco Central de Bolivia

Gráfico 7

### Estabilidad cambiaria

- El caso boliviano es ilustrativo por su baja volatilidad registrada durante la crisis, en un contexto en el que las monedas de otros pa3ses se depreciaron y apreciaron abruptamente. Ello evit3 costos econ3micos importantes asociados al descalce de monedas y potenciales problemas en la intermediaci3n financiera y en la actividad productiva.

Tipo de cambio en econom3as seleccionadas (3ndice, enero de 2003 = 100)



FUENTE: Bloomberg - Banco Central de Bolivia

Considerando el 3ndice de la tasa nominal del tipo de cambio igual a 100 en enero del 2003, nos preguntamos ¿c3mo se han movido los tipos de cambio de las otras econom3as? Se muestra la trayectoria del tipo de cambio de Bolivia, (*Gr3fico 8*)

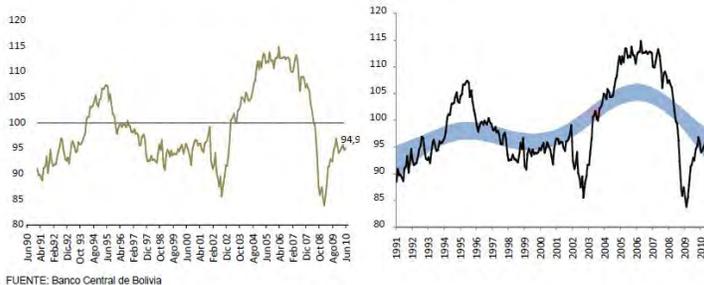
**Gráfico 8**

### Estabilidad cambiaria

- La política cambiaria permitió preservar el poder adquisitivo de la moneda nacional respecto a los principales socios comerciales. En efecto, el índice de Tipo de Cambio Efectivo y Real (ITCER), a partir de septiembre de 2009 ha convergido gradualmente al promedio histórico y a las estimaciones de su nivel de equilibrio.

**Evolución del ITCER, 1991-2010**  
(índice, agosto de 2003 = 100)

**Tipo de cambio real y observado de equilibrio**  
(índice, agosto de 2003 = 100)



FUENTE: Banco Central de Bolivia

primero de depreciación, luego de apreciación y después de estabilidad. Los otros tipos de cambio primero se apreciaron fuertemente, se depreciaron fuertemente con motivo de la crisis y se volvieron a apreciar. Al final con excepción de Argentina por sus características propias y su régimen de tipo de cambio, el caso del tipo de cambio boliviano fue de baja volatilidad en un contexto de fuertes turbulencias financieras internacionales.

Pero esta estabilidad del tipo de cambio nominal, tiene relación con el tipo de cambio real en el sentido de que el índice del tipo de cambio real multilateral de Bolivia está en un nivel aproximado a nuestro tipo de cambio de largo plazo. Por lo tanto la política de estabilidad nominal fue coherente también con los fundamentos económicos y también con las políticas, el comportamiento de la inflación y los precios de los países vecinos. Y la fundamentación de esta política está en que nuestro tipo de cambio nominal está en torno al tipo de cambio de equilibrio. Éste tiene que ver con los fundamentos económicos de tal manera que la política aplicada, consideramos objetivamente, fue una política correcta.

Obviamente que se ha hecho en un conjunto de medidas coordinadas con el Órgano Ejecutivo y la autoridad del sistema financiero: el reglamento de tasas de interés para disminuir la tasa de referencia, -el TRE-, con un cambio en la metodología de cálculo al ampliar el rango de plazos (no solamente un plazo); reglamento del límite de inversión de activos en el exterior de entidades financieras; modificación del régimen de provisiones e impulso a la creación de mecanismos de fondo de garantía;

implementación de normas con entidades financieras que solo cobrasen intereses penales por el monto adeudado durante los periodos de incumplimiento que fue una reciente medida impulsada por el Ministerio de Economía y Finanzas Públicas.

Y al final el efecto de las medidas aplicadas por el Banco Central, reflejado en la tasa de inflación fue la de disminución aunque con rezagos de 12 a 18 meses. (Gráfico 9).



Los logros ya los ha señalado el Ministro de Economía, pero yo quisiera resaltar la tasa de crecimiento en un contexto difícil. Las reservas internacionales están en 50% del Producto Interno Bruto (para nuestros visitantes estamos en USD8.600 millones) equivalente a la mitad del PIB; tenemos una posición neta internacional

### Diapositiva 3

#### Medidas adicionales aplicadas

Las políticas anteriores fueron coadyuvadas por medidas adicionales que fueron implementadas y/o coordinadas por el BCB, junto con el Organismo Ejecutivo y la Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero (ASF):

- Modificación del Reglamento de Tasas de Interés para el cálculo de la Tasa de Referencia ó Tre.
- Reglamento de Límites a la inversión de activos en el exterior para las entidades financieras.
- Modificación al régimen de provisiones e impulso a la creación de mecanismos de fondos de garantía.
- Implementación de normas para que las entidades financieras sólo cobren intereses penales por el monto adeudado durante los periodos de incumplimiento y no por el monto total de crédito en similar periodo.

acreedora, -antes era deudora-, con más activos que pasivos; tenemos superávit mellizos (superávit fiscal y superávit en cuenta corriente de la balanza de pagos) que todavía se mantienen; y los niveles de depósitos y cartera están cercanos al 50% en cuanto al grado de Bolivianización. Para nosotros es un indicador importante. Crecen los depósitos en la cartera especialmente en moneda nacional lo cual da mejor margen a la política monetaria.

#### Diapositiva 4

##### Logros alcanzados en la economía boliviana

- Bolivia fue el país con mayor crecimiento en Sudamérica en medio de la crisis (3,4% en 2009) luego de un año de crecimiento excepcional en su historia económica (6,2% en 2008).
- Las reservas internacionales continuaron creciendo en un entorno de turbulencia económica, de tal forma que nuestro país posee el saldo más alto de la región como porcentaje del PIB.
- Como no había ocurrido en su historia económica, desde 2008 Bolivia tuvo una posición neta acreedora respecto del resto del mundo. Lo más destacable es que esta situación se mantiene en tiempos de crisis.
- Se observaron superávits fiscales, como producto de la nacionalización de hidrocarburos y la austeridad fiscal. De igual forma, desde 2004 se han observado saldos positivos en la cuenta corriente de la balanza de pagos. En resumen, Bolivia fue uno de los pocos países que mantuvo superávits gemelos en un entorno de crisis global.
- En el campo financiero, los depósitos y los créditos continuaron bolivianizándose: actualmente se sitúa en torno a 50%.
- Todo lo anterior ha sido avalado con la mejora en la calificación de riesgo por parte de las agencias especializadas. Asimismo, estas políticas fueron ponderadas por los organismos internacionales.

Estas medidas fueron ponderadas por organismos internacionales y se reflejó también en la mejora de la calificación de riesgo por parte de las agencias especializadas.

Para terminar quiero mencionar a nuestros visitantes, al público, a nuestros académicos, algunas reflexiones acerca de

la política aplicada en el marco de lo que se ha llamado la “nueva macroeconomía”. A nivel internacional hay reflexiones sobre el papel de los bancos centrales, su rol, sus políticas y también sobre la macroeconomía. De la macroeconomía de los treinta, keynesiana, vino luego el olvido de esa macroeconomía, y posteriormente su retorno. Eso nos lleva a que veamos nuestra experiencia también en un contexto más amplio de la nueva macroeconomía.

La primera reflexión de la lámina es el principio de estabilidad consagrado en la Nueva Constitución Política del Estado Plurinacional: mantener y preservar el poder adquisitivo de la moneda nacional y su contribución al desarrollo económico social.

La discusión sobre el tema de metas cuantitativas de inflación está en torno a cuán baja debería ser la inflación, (la inflación no es una finalidad en sí misma) y la medida en que estas metas deben dar margen a la política monetaria.

Hoy las tasas de interés ya están en nivel cero, ya no tienen donde moverse en el ámbito internacional. Nosotros hemos aplicado medidas cuantitativas, una política con agregados monetarios que muchos bancos centrales a nivel mundial también han aplicado, considerando que la inflación baja no es suficiente para la estabilidad

financiera. Los bancos centrales incluyen la estabilidad cambiaria como parte de su función objetivo, según las características de sus economías. En el caso boliviano el mayor uso de la moneda nacional nos da mayor campo de acción para la política monetaria.

Acercas de la política de acumulación de Reservas, se ha visto lo ocurrido en algunos bancos como el de Colombia, el incremento de Brasil (aumento de sus Reservas con una política específica). Ello permite enfrentar justamente situaciones difíciles, situaciones de crisis.

Los bancos centrales contribuyen a la supervisión. Aquí está presente nuestra autoridad de supervisión con la cual la coordinación es muy importante, tiene que ser estrecha y tenemos que ver la parte macroprudencial que es un tema de coordinación y comunicación.

Los bancos centrales también deben evaluar la naturaleza del riesgo social ante el aumento de los precios de los activos, y la aparición de burbujas como las inmobiliarias. Estamos construyendo un indicador de seguimiento ya que es importante mantener el monitoreo de esta situación.

En estas reflexiones, para ir terminando, la idea es tener objetivos más amplios, pero siempre teniendo cuidado de que más objetivos tienen que estar acompañados por el mismo número de instrumentos. Y esa es una discusión de los bancos centrales. En el caso de Bolivia, tanto nuestra Nueva Constitución así como la experiencia, nos han señalado la importancia de la coordinación con el Órgano Ejecutivo y con la Autoridad de Supervisión Financiera, -una coordinación que en la práctica ha sido adecuada-, y sobre todo, que esa mayor coordinación de políticas también implica una mayor credibilidad.

La baja inflación no se debe solamente a la política monetaria sino también a la política fiscal y si esa coordinación se hace estrecha genera a la población mayores grados de confianza siempre y cuando haya estabilidad de precios, que es patrimonio de todos los bolivianos. El Presidente de Bolivia ha puesto especial énfasis en la estabilidad de precios pero también en su contribución al desarrollo económico-social, al Vivir Bien.

Muchas gracias por compartir con nosotros este evento: a la Universidad de El Alto, la Universidad de Cochabamba San Simón, a la Universidad René Moreno que está en la Cámara de Industria, Comercio, Servicios y Turismo de Santa Cruz - CAINCO- desde donde nos están siguiendo con esta video conferencia, y quienes podrán comunicar las experiencias no solamente de Bolivia, sino de otros bancos centrales y de organismos internacionales.

### Diapositiva 5

## Reflexiones sobre la nueva macroeconomía y las lecciones de la crisis

1. La estabilidad de precios debe ir acompañada del crecimiento económico, siendo importante tanto el nivel como la composición del producto. La estabilidad debe contribuir al desarrollo económico y social, como estipula la Constitución Política del Estado.
2. La discusión económica reciente reconoce que las metas cuantitativas de inflación deben replantearse en función a los nuevos shocks que experimenta la economía mundial y para dar un mayor espacio de acción a la política monetaria. También se ha reconocido que una inflación baja no es suficiente para la estabilidad financiera.
3. Los bancos centrales deberían incluir la estabilidad cambiaria como parte de su función objetivo, según las características y vulnerabilidad externa de cada economía; y que el mayor uso de la moneda nacional da un campo de acción más amplio a la política monetaria. También se deriva que la acumulación de reservas promueve mayor eficacia a la política cambiaria para enfrentar choques externos.
4. Es importante que los bancos centrales participen de la supervisión macro prudencial y que exista una alta coordinación y comunicación con los supervisores.
5. Los bancos centrales deben evaluar la naturaleza del riesgo asociado el aumento excesivo del precio de los activos.

### Diapositiva 6

## Reflexiones sobre la nueva macroeconomía y las lecciones de la crisis

- Esta ampliación de objetivos, más allá del fin estrecho de mantener la inflación baja, ha generado una discusión en todo el mundo sobre el rol y mandatos apropiados para los bancos centrales.
- En el caso de Bolivia, no sólo en cumplimiento de la Constitución Política del Estado sino de la experiencia práctica en plena crisis mundial, es muy importante la coordinación de la política monetaria y cambiaria con la política económica del Órgano Ejecutivo y la política de desarrollo del país.
- La mayor coordinación de políticas implica más credibilidad para mantener una baja inflación y el equilibrio macroeconómico, porque es justamente la base para lograr un mayor crecimiento, aumentar el empleo, reducir la pobreza y encaminarse en la senda del desarrollo económico y social.

Les doy entonces la bienvenida a estas cuartas jornadas de economía, de política monetaria, en el marco de nuestro aniversario. Una vela más para el Banco Central. Qué mejor forma de apagar esta velita en medio de una discusión técnica económica que contribuya al desarrollo de nuestro país. Muchas gracias por su presencia.





## Ponencia 2

# Respuesta de política económica a la crisis y estrategias de salida

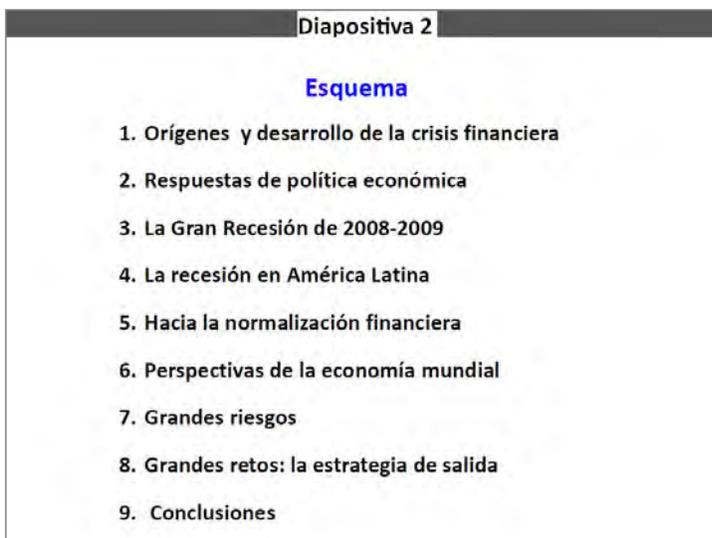
Klaus Schmidt-Hebbel

Profesor de Economía, Pontificia Universidad Católica de Chile



Muy buenos días. Quiero en primer lugar agradecer muy sincera y muy cálidamente al Banco Central de Bolivia, por estar nuevamente aquí y participar de esta magnífica *IV Jornada Monetaria*. Déjenme también decir que es un placer enorme reunirme nuevamente con mis colegas del Banco Central de Bolivia, con economistas bolivianos, con ciudadanos de este país que quiero mucho. Así que nuevamente reitero mi alegría por estar acá.

El tema sobre el cual voy a exponer es “Respuestas de política económica a la crisis y estrategias de salida” y fundamentalmente me voy a concentrar en forma selectiva en algunos de estos puntos del esquema de mi presentación completa. Voy a partir con una pequeña revisión de los orígenes y el desarrollo de la crisis financiera global para luego centrarme en una respuesta de política económica que se ha dado a esta crisis en forma rápida, coordinada e intensa, para luego pasar revista a la gran recesión 2008-2009, que afectó al mundo en general y particularmente al mundo desarrollado,



con una mirada posterior a la recesión en América Latina, porque ciertamente nos tocó como región las repercusiones de la crisis nacida en el mundo desarrollado. Hoy día estamos en una etapa de dolarización financiera aunque sí interrumpida por turbulencias o segundas fases, como se las han llamado también, por la crisis de la deuda y sus repercusiones financieras en Europa desde abril de este año.

Las perspectivas de la economía mundial, muy brevemente muy selectivamente, las quiero también mencionar. Pero ciertamente el escenario base de recuperación de la economía mundial puede cumplirse aunque pueden haber desviaciones significativas de él, y eso plantea grandes riesgos. Quiero hablar de 5 grandes riesgos que enfrenta la economía mundial. Y donde hay grandes riesgos siempre hay grandes retos para enfrentar dichos riesgos, y eso plantea la estrategia de salida. ¿Qué es lo mejor que se puede esperar y realizar en materia de políticas tanto preventivas como también ejecutorias de una estrategia de salida óptima que permita la vuelta a la estabilidad y

la vuelta al crecimiento? Concluiré muy brevemente si el tiempo lo permite.

**Diapositiva 3**

**Crisis financiera y recesión en perspectiva**

- Peor crisis financiera global desde la Gran Depresión
- Peor recesión mundial desde la Gran Depresión
- Intensificada por sincronía internacional y caída libre del comercio internacional
- Atenuada por las respuestas de política más masivas y radicales de la historia económica mundial

**Orígenes y desarrollo de la crisis.** Debemos partir repitiendo que esta es la peor crisis financiera global desde la gran recesión, también es la peor recesión mundial desde la gran depresión. Ha sido intensificada

por la sincronía internacional, la simultaneidad de un mundo globalizado internacional y la correspondiente caída libre del comercio internacional de bienes y productos a nivel global. Sin embargo a diferencia de la Gran Depresión, ésta no ha sido una gran depresión porque ha sido muy efectivamente atenuada tanto la crisis financiera como sus repercusiones reales. Esto se ha producido por las respuestas de política más masivas, más radicales, más rápidas y más coordinadas en la historia económica mundial, después de la caída de Lehman Brothers en septiembre del 2008.

**Grandes Causas de la crisis.** Se mencionan tres. Si ustedes preguntan a un economista, leen la literatura, leen la prensa, son tres las grandes causas que se identifican típicamente en un análisis: número uno, un elevado ahorro en Asia y consiguientes

bajas tasas de interés en el mundo habrían empujado a que ese exceso de ahorro de Asia especialmente de China, se volcase hacia países demandantes de estos recursos, y esto habría llevado a un sobre gasto, un *boom* en dichos países, de alguna forma víctimas del exceso de ahorro en Asia.

#### Diapositiva 4

### Grandes causas de la crisis

1. Elevado ahorro en Asia y bajas tasas de interés mundiales
2. Masivas fallas de mercado y de políticas de regulación y supervisión en mercados financieros
3. Políticas macroeconómicas insuficientemente contracíclicas
  - Causa 1 es global pero secundaria
  - Causas 2 y 3 son locales pero centrales para explicar la crisis financiera en los países industriales que constituyen el epicentro de la crisis (EE.UU., Gran Bretaña, otros europeos)
  - EE.UU. es el ejemplo de libro texto del país que lo hizo mal en casi todo (fallas de mercados y de políticas)

Segunda hipótesis bien distinta es que fue una combinación de las masivas fallas de mercado y masivas fallas de políticas en regulación y supervisión de mercados financieros en los países principales, yo diría centrales de los mercados financieros, especialmente Estados Unidos y algunos países europeos.

Y tercera causa que se menciona son políticas macroeconómicas insuficientemente contracíclicas o incluso procíclicas en épocas de años de vacas gordas; en vez de ahorrarse se desahorraba, en vez de aplicar políticas monetarias restrictivas eran políticas monetarias expansivas.

En mi opinión la causa uno, que es una causa global, -porque lo que está detrás son los desbalances globales-, es secundaria no es principal. En mi opinión las causas principales son las causas número dos y tres que son locales. Estas reflejan fallas de políticas en países individuales con repercusiones internacionales de dichas fallas porque ocurren en los países importantes, y son centrales para explicar la crisis financiera en los países industriales que constituyen el epicentro de la crisis que son Estados Unidos, Gran Bretaña y algunos otros europeos. Estados Unidos, en esta vuelta es el ejemplo de libros de texto acerca del país que lo hizo mal en casi todo, en lo financiero, fallas en el mercado, regulatorio, supervisor, y también políticas macroeconómicas fiscales y monetarias procíclicas intensificadoras del *boom* entre el 2002 y el 2007. El desarrollo de la crisis entonces, dice relación con estas fallas y la crisis misma se manifestó en cuatro fases. Esas cuatro fases simplemente para identificarlas, (va a ser importante para luego identificar las fallas de política y cómo salir de la crisis) son: una primera fase que fue el reventón de la burbuja *subprime*, de los créditos *subprime* hipotecarios de Estados Unidos y las turbulencias financieras

en Estados Unidos, y sus repercusiones para instituciones financieras, especialmente en Europa que fue el 2007 hasta septiembre 2008.

La segunda fase, explotó el fatídico fin de semana del 13-14 de septiembre de 2008 durante el cual se dejó quebrar al banco de inversión Lehman Brothers, lo que arrastró

**Diapositiva 5**

**Desarrollo de la crisis financiera**

- Fallas de mercado en los mercados financieros
- Fallas de política en la regulación y supervisión financiera
- Políticas macroeconómicas procíclicas
- Boom de crédito, gasto y crecimiento
- Euforia y burbujas

**Cuatro fases de la crisis**

a los mercados financieros en el mundo por el pánico generalizado, a una huida a siete últimos refugios de valor, que eran tres monedas, tres papeles de Tesoro de países desarrollados y el oro. Luego el derrumbe generalizado de precios de otros activos, de todos los demás activos del mundo: hubo un derrumbe de precios

generalizado y un cese de transacciones fundamentalmente una seca de liquidez y de transacciones en muchos mercados financieros.

La caída de bancos e instituciones financieras significativamente importantes se

**Diapositiva 6**

**Fase 1: Reventón de burbuja sub-prime y turbulencias financieras (2007 – sep. 2008)**

- Empeoramiento cartera sub-prime y pérdidas en derivados de préstamos sub-prime llevan a colapso e intervención de instituciones financieras (bancos EEUU, Bear Stearns, bancos europeos, intervención GSEs)
- Aumento desconfianza y premios riesgo interbancario, con intervenciones de liquidez de bancos centrales
- Comienzan a caer precios de viviendas y acciones
- Peaks de precios de commodities a mediados de 2008
- EE.UU. entra en recesión, pero no el resto del mundo

evitó después de Lehman Brothers; se evitó con pasivas intervenciones hasta las horas posteriores en las que se rescató a AIG, compañías de seguros y a varios otros bancos europeos y norteamericanos; se evita con estas pasivas intervenciones y con el establecimiento de garantías gubernamentales

a activos y pasivos de bancos e instituciones financieras importantes. La demanda agregada se contrae violentamente: consumo de durables y la inversión se contraen muy fuertemente, eso provoca la caída del comercio y del PIB mundial en el cuarto trimestre de 2008 y primero de 2009.

#### Diapositiva 7

### **Fase 2: Pánico, crisis financiera declarada y recesión profunda (sep. 2008 – marzo 2009)**

- 12-13 septiembre: se deja quebrar Lehman Brothers
- Se caen los mercados financieros del mundo: pánico generalizado, huida a 7 últimos refugios de valor, derrumbe generalizado de precios otros activos, cesan transacciones en muchos mercados financieros
- Caída masiva de intermediarios financieros sistémicamente importantes se evita con masivas intervenciones y garantías gubernamentales
- Contracción de demanda agregada (consumo durables e inversión) provoca caída libre del comercio y del PIB mundial
- Crisis bancarias en países industriales; melliza en algunos este-europeos, trilliza en Islandia
- Transmisión financiera y comercial a PEDs (y LAC)

Las crisis bancarias en países industriales se manifiestan y se generalizan; se evitan sus consecuencias peores que es quiebra y cierre de instituciones financieras y desintermediación financiera correspondiente con consecuencias reales enormes a través de los programas de rescate. Son crisis mellizas en algunos países del este europeo, son trillizas en Islandia, y ciertamente hay transmisión financiera y comercial a países en desarrollo como fue destacado por ejemplo por el Presidente don Gabriel Loza esta mañana, en el caso de Bolivia.

**Diapositiva 8**

**Fase 3: Gradual normalización financiera y recuperación: marzo 2009 – marzo 2010**

- Masivas intervenciones gubernamentales y políticas macroeconómicas hiperexpansivas revierten pánico financiero y colapso de demanda agregada privada
- Gradual vuelta a la confianza en mercados financieros y rally en renta variable
- Recuperación del comercio mundial y de precios de commodities
- Recesión en países OCDE y mundial continúa hasta mediados de 2009
- Empleo OCDE sigue cayendo hasta 2010
- China (y Asia): locomotora del crecimiento mundial

**Diapositiva 9**

**Fase 4: Intensas turbulencias financieras en la zona euro: desde abril 2010**

- Casi default de Grecia es evitado por rescate de UE y FMI
- Contagio a otros miembros de la UE (Hungria) y de la zona euro (España, Portugal, Irlanda, ...) lleva a anunciar crédito contingente de rescate de última instancia por la UE y compra de deuda soberana por el BCE
- Mayor test de stress para la zona euro y el euro desde su inicio hace 12 años
- Significativas turbulencias financieras en Europa y ajustes en renta variable a nivel mundial
- Continúa recuperación economías desarrolladas, pero a menor velocidad y mayor incertidumbre

La fase tres, empieza por marzo de 2009 y se extiende por un año, que es una gradual normalización financiera y una recuperación económica en materia de producto y empleo. Algunos países más tarde otros más temprano, pero es fundamentalmente 12 meses de recuperación. Incluso en lo financiero mucho más rápido de lo anticipado, y también lo real algo más rápido de lo anticipado. La fase cuatro sin embargo, llegó como una especie de “coletazo” muy fuerte, que es crisis de deuda, que se inicia en Grecia con el casi *default* de Grecia que es evitado por el

rescate de la Unión Europea y el Fondo Monetario Internacional, por el contagio de otros miembros de la Unión Europea, como Hungría o miembros de la Zona Euro, y de la Unión Europea, como España, Portugal e Irlanda, que llevan a anunciar un crédito contingente sin precedentes de última instancia, de rescate de última instancia por la Unión Europea, y compra de deuda soberana por el Banco Central Europeo. Este es el mayor *test de stress* para la zona euro y de su moneda desde su inicio hace dos años atrás. Implica significativas turbulencias financieras en Europa, y ajustes en renta variable, el precio de las acciones caen, y muestran enormes turbulencias a

nivel mundial. Continúa la recuperación económica en los países desarrollados pero a menor velocidad y mayor incertidumbre especialmente en la zona euro y en el área de la Unión Europea.

Frente a esta crisis, ¿cuál ha sido la respuesta de política económica? Ya lo dije, han sido las más masivas, radicales, rápidas y sincrónicas de toda la historia económica

**Diapositiva 10**

**Respuestas de política económica**

- Las respuestas de emergencia de las políticas económicas a la crisis financiera y a la recesión mundial han sido las más masivas, radicales, rápidas y sincrónicas de toda la historia económica mundial, combinando:
  - (1) Políticas de apoyo y rescate de mercados, instrumentos e instituciones financieras de importancia sistémica
  - (2) Políticas expansivas monetarias convencionales y no convencionales (*quantitative and credit easing*)
  - (3) Políticas expansivas discrecionales fiscales, por encima de la acción de estabilizadores automáticos

mundial y nos salvaron de la gran depresión, de una repetición de la Gran Depresión. ¿Que hubo una recesión? Sí, moderada en América Latina, un poco más fuerte en los países desarrollados; se escaparon de la recesión los asiáticos, sin ninguna duda, pero sin duda esto fue producto de

esta tríada de medidas: número uno, políticas de apoyo y rescate de mercados de instrumentos individuales, de instituciones financieras de importancia sistémica, masiva, rápida, sincrónica en los países desarrollados donde fue el epicentro de la crisis, complementadas por políticas expansivas monetarias convencionales y cuando se llegaron a tasa cero, complementadas con políticas no convencionales de facilitamiento cuantitativo y del crédito por parte de los bancos centrales, especialmente el FED y el Banco Central Europeo.

Y tercero, la tercera pata de esta silla de tres pies, son las políticas expansivas discrecionales fiscales, también sin mucho precedente en la historia económica mundial, por encima de la acción de estabilizadores automáticos que ya estaban operando.

En la tabla (*Tabla 1*) se muestran las medidas de emergencia financiera en todos los países miembros de la OECD, para ayudar a garantizar los pasivos de los bancos, ayudar incluso a garantizar los activos o créditos de los bancos, con intervenciones en materia de compras de papeles comerciales, financieros o *asset-backed securities*, con prohibiciones a las transacciones de ventas cortas y también con nacionalización de algunos bancos. Se identifican las distintas medidas realizadas por los 30 países, -en esa época 30 países miembros de la OECD-, complementado con tasas iguales a cero,

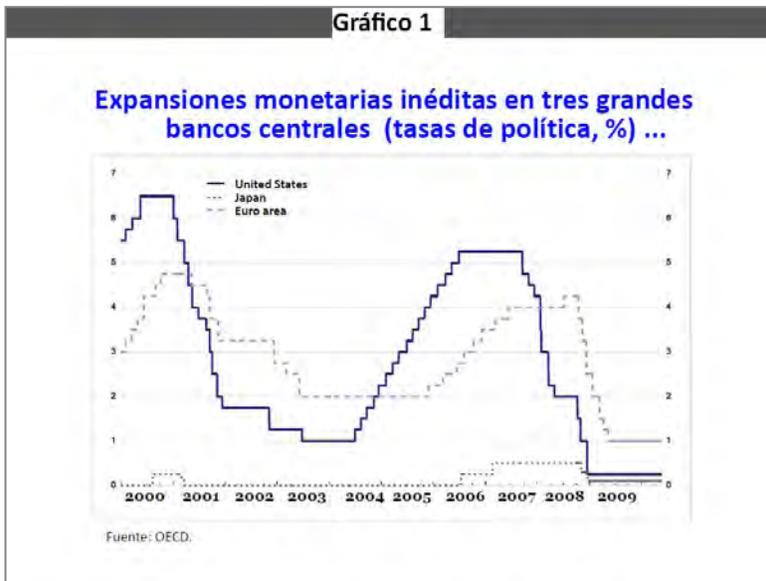
Tabla 1

# Medidas de emergencia financiera en países OCDE, 2008-2009

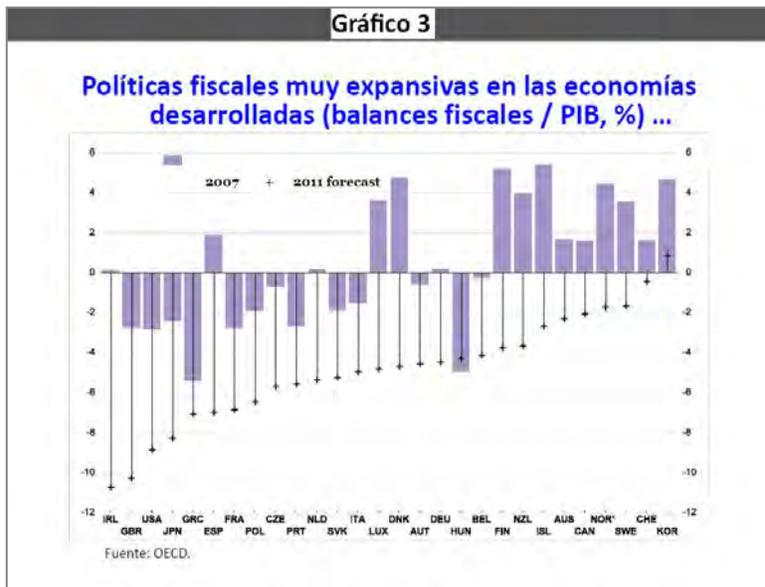
	Increase deposit insurance	Bank liabilities Guarantee or buy bank debt	Inject capital <sup>1</sup>	Nationalise <sup>2</sup>	Ring-fence assets	Bank assets Plan to purchase toxic assets	Fund commercial paper	Fund asset-backed securities	Ban or restrict short-selling
United States	X	X	X	X	X	X	X	X	X
Japan	X	X	X	X	X	X	X	X	X
Euro area	X	X	X	X	X	X	X	X	X
Germany	X	X	X	X	X	X	X	X	X
France	already high	X	X	X	X	X	X	X	X
Italy	X	X	X	X	X	X	X	X	X
United Kingdom	X	X	X	X	X	X	X	X	X
Canada	X	X	X	X	X	X	X	X	X
Australia	X	X	X	X	X	X	X	X	X
Austria	X	X	X	X	X	X	X	X	X
Belgium	X	X	X	X	X	X	X	X	X
Czech Republic	X	X	X	X	X	X	X	X	X
Denmark	X	X	X	X	X	X	X	X	X
Finland	X	X	X	X	X	X	X	X	X
Greece	X	X	X	X	X	X	X	X	X
Hungary	X	X	X	X	X	X	X	X	X
Ireland	X	X	X	X	X	X	X	X	X
Iceland	X	X	X	X	X	X	X	X	X
Israel	X	X	X	X	X	X	X	X	X
Italy	X	X	X	X	X	X	X	X	X
Japan	X	X	X	X	X	X	X	X	X
Korea	X	X	X	X	X	X	X	X	X
Luxembourg	X	X	X	X	X	X	X	X	X
Netherlands	X	X	X	X	X	X	X	X	X
New Zealand	X	X	X	X	X	X	X	X	X
Norway	already high	X	X	X	X	X	X	X	X
Slovak Republic	X	X	X	X	X	X	X	X	X
Poland	X	X	X	X	X	X	X	X	X
Portugal	X	X	X	X	X	X	X	X	X
Sweden	X	X	X	X	X	X	X	X	X
Spain	X	X	X	X	X	X	X	X	X
Switzerland	X	X	X	X	X	X	X	X	X
Mexico	X	X	X	X	X	X	X	X	X
Turkey	X	X	X	X	X	X	X	X	X

Note: the coverage of nationalisations and measures to ring-fence bad assets is incomplete.  
 1. Capital has already been injected in banks, or funds have been allocated for future capital injections. The law allows the Japanese government to inject capital into financial corporations, but so far this option has not been used.  
 2. Nationalisation is defined as the government taking control of a substantial share of banking activities (defined in a broad sense). The cell for the United States is ticked to acknowledge the actions taken by the authorities to take control of Fannie Mae and Freddie Mac and unwind Washington Mutual.  
 Source: OECD.

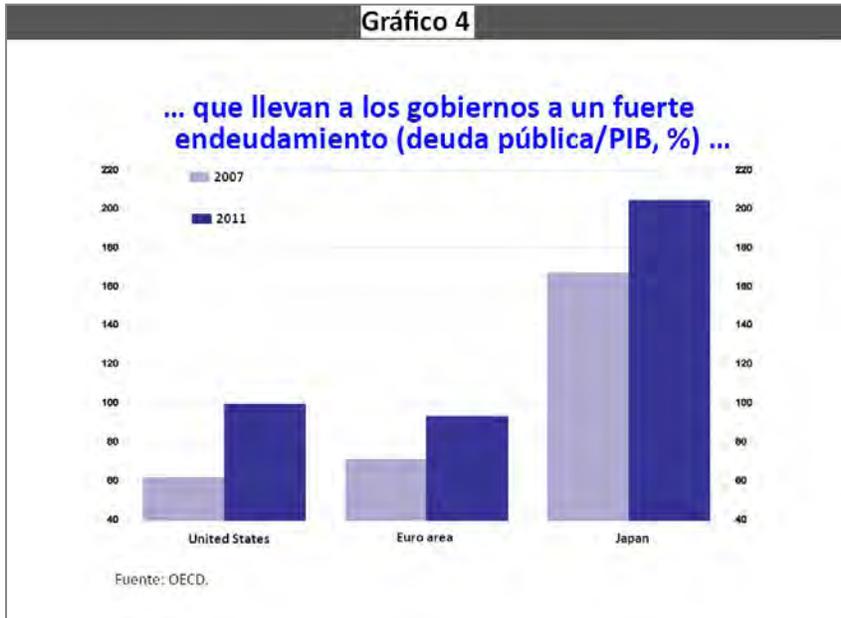
muy cercanas a cero -el caso de Japón y Estados Unidos-, y el 1%, desde hace un año y medio y un poco más incluso, y que van a seguir pegadas, de acá hasta fin de año por lo menos, en niveles históricamente bajos en 350 o 320. Hay dos bancos que son muy antiguos en Europa, el Banco Sueco, y el Banco de Inglaterra. Nunca en toda su historia de tres siglos y medio habían bajado las tasas a niveles cercanos a cero como lo tienen esos dos bancos hoy en día todavía. Estados Unidos ya ha ido subiendo sus tasas, también Inglaterra pero todavía están muy bajas. Pero eso no alcanza, las tasas cerca de cero, o de 1% todavía no alcanzan. (Gráfico 1). Tienen que complementarse con la expansión enorme de liquidez de dinero, a través de intervenciones de compra de



papeles por parte del FED americano fundamentalmente, y del Banco Central Europeo, y en menor grado en el caso de los japoneses, que es esa enorme expansión de la liquidez que implica casi duplicar, en el caso de Estados Unidos, los activos y pasivos del Banco de Reserva Federal, interviniendo directamente en mercados secos, y comprando tanto papeles públicos como privados. (Gráfico 2). Las políticas fiscales súper expansivas se notan en el gráfico (Gráfico 3) que indica cómo desde situaciones de déficit bajo o de superávit, pasamos a déficits masivos, en el curso de 4 años, entre el 2007 y el 2011, en los países de la OECD. Políticas fiscales en general súper expansivas producto de estabilizadores automáticos y de medidas discrecionales adicionales. Eso lleva sin duda a aumentar los niveles de endeudamiento a niveles en algunos casos históricos. En Estados Unidos, la OECD estima que la relación deuda pública/PIB va a llegar al 100% el próximo año, en la zona euro va a llegar al 90% en promedio con grandes diferencias entre unos miembros y otros miembros de la Zona Euro, y en Japón, van a sobrepasar el 200% del PIB de Japón el



año 2011. (*Gráfico 4*). Niveles sin precedentes en la historia, no en la historia económica, porque Estados Unidos incluso históricamente por las guerras que tuvo, -la segunda guerra mundial, Corea, etc.-, tuvo mayores niveles de deuda, pero al menos sin precedentes en los últimos 30 o 40 años. Ahora la gran recesión del 2008-2009, a diferencia de crisis previas, tiene como epicentro de la crisis financiera a Estados Unidos y algunos otros países industriales como España, Irlanda y también Francia, Bélgica, Holanda, Alemania,



en mucho menor grado Japón. La crisis arrastra a todos, por los históricamente elevados grados de integración comercial y financiera que el mundo hoy día exhibe. Globalización ciertamente implica más sincronía cíclica entre todos los miembros, los 200 países del mundo y territorios que existen en el mundo y esto puede ser costoso. Significa que cuando se hunde el mundo nos hundimos todos un poco con él y cuando se recupera nos recuperamos todos con él en forma mucho más intensa, mucho más sincrónica que hace

20 años o hace 30 años, simplemente porque somos todos mucho más abiertos lo que está muy bien; y segundo por el avance tecnológico. Ahora este potencial costo de la globalización que se menciona a veces, que es un costo en épocas de vacas flacas o recesiones, es mucho más que compensado por los beneficios de

### Diapositiva 11

#### Difusión global

- A diferencia de crisis previas:
  - epicentro de la crisis financiera en EE.UU. y algunos otros países industriales
  - crisis arrastra a todos por los históricamente elevados grados de integración comercial y financiera
- La globalización implica más sincronía cíclica (lo que puede ser costoso)
- Pero: este potencial costo de la globalización es más que compensado por sus beneficios: mayor crecimiento y bienestar mundial en el largo plazo. Crisis es gran prueba de la globalización, bastante bien aprobada.

la globalización, que son: mayor crecimiento, mayor bienestar mundial, menor pobreza, mayor nivel de consumo para toda la población mundial en el largo plazo. La crisis es una gran prueba, es una prueba de fuego a la globalización, bastante bien aprobada porque las restricciones al comercio de bienes y servicios, la

restricción a los capitales que los países colocaron durante o después de la crisis han sido casos excepcionales, incluso revertidos recientemente en muchos casos.

**La recesión en América Latina.** ¿Cómo ha sido la recesión en América Latina? ¿Cómo

afectó la crisis a América Latina? La región fue afectada tanto por la crisis asiática en el 98-99 como por la crisis financiera global 2008-2009, pero durante esta década después del año 2000 muchos países de la región, no todos, pero muchos países, la mayoría, han implementado r e f o r m a s estructurales en

sus políticas macro-financieras. La pregunta es, ¿cuáles han sido los efectos de estas reformas sobre el crecimiento y la capacidad de enfrentar los *shocks* externos?, ¿cómo afectó esta crisis a América Latina, en comparación por ejemplo, con la crisis asiática del 98-99? Y con un gran colega y amigo, Vittorio Corbo, acabamos de terminar un trabajo de

#### Diapositiva 12

##### Crisis financiera y recesión global

- Contracción global de la demanda privada causada por:
  - Crisis financiera y contracción de condiciones crediticias
  - Pérdidas de riqueza por reventón de burbujas – disminuciones de precios de activos inmobiliarios y de acciones
  - Menores niveles de ingreso y empleo
  - Alta volatilidad y alta incertidumbre “knightiana”
  - (PEDs) Caída en precios de materias primas
- Que ha llevado a:
  - Intensa caída de la producción industrial
  - Desplome del comercio mundial
  - Peor recesión mundial desde la segunda guerra mundial

#### Diapositiva 13

##### ¿Cómo afectó la crisis a América Latina?

- La región fue afectada tanto por la Crisis Asiática de 1998-99 como por la Crisis Financiera Global de 2008-09
- Pero en esta década muchos países de la región han implementado reformas estructurales y de sus políticas macrofinancieras
- ¿Cuáles han sido los efectos de estas reformas sobre el crecimiento y la capacidad de enfrentar crisis externas? Cómo afectó esta crisis a AmLat?
- Estas preguntas son respondidas por Corbo y Schmidt-Hebbel

## Diapositiva 14

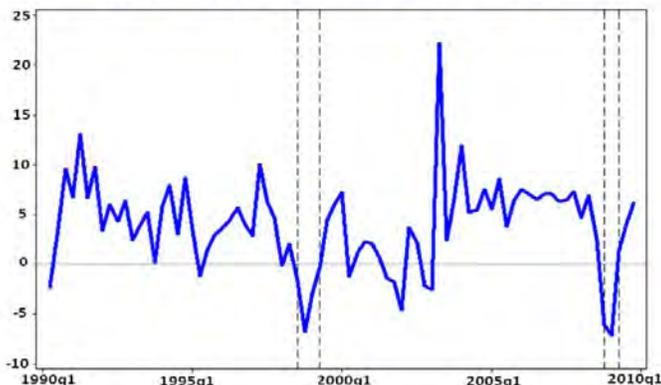
## Corbo y Schmidt-Hebbel (2010)

- Estudio en cuatro etapas:
  - (1) Medición del crecimiento e identificación de recesiones en 7 países de AmLat durante 1990-2009
  - (2) Estimación de panel del comportamiento del crecimiento del PIB a base de factores de corto y largo plazo
  - (3) Descomposición de la amplitud de las recesiones de 1998-99 y 2008-09 a partir de la contribución de los factores determinantes – shocks internacionales, condiciones estructurales y respuestas de política económica
  - (4) Principales conclusiones sobre los cambios en la región y los retos futuros

investigación donde respondemos a estas preguntas en un estudio de 4 etapas: medimos el crecimiento, identificamos la recesión en 7 países de América Latina entre el 90 y el 2009 con datos de alta frecuencia trimestral, estimamos el comportamiento del crecimiento del PIB a partir de factores de corto y

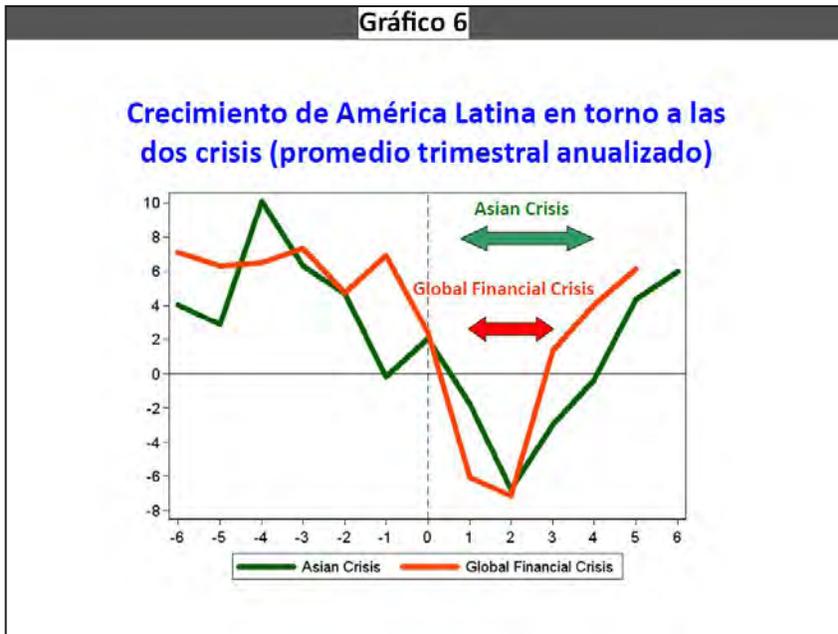
largo plazo, y descompusimos la amplitud de las recesiones 98-99 y luego de 2008-2009. Las descompusimos a partir de la contribución de los factores determinantes: *shocks* internacionales, condiciones estructurales, respuestas de políticas económicas a dichos *shocks* en esta década. Concluimos finalmente y brevemente sobre los cambios. (Gráfico 5).

## Gráfico 5

Crecimiento de América Latina, 1990-2009  
(promedio trimestral anualizado)

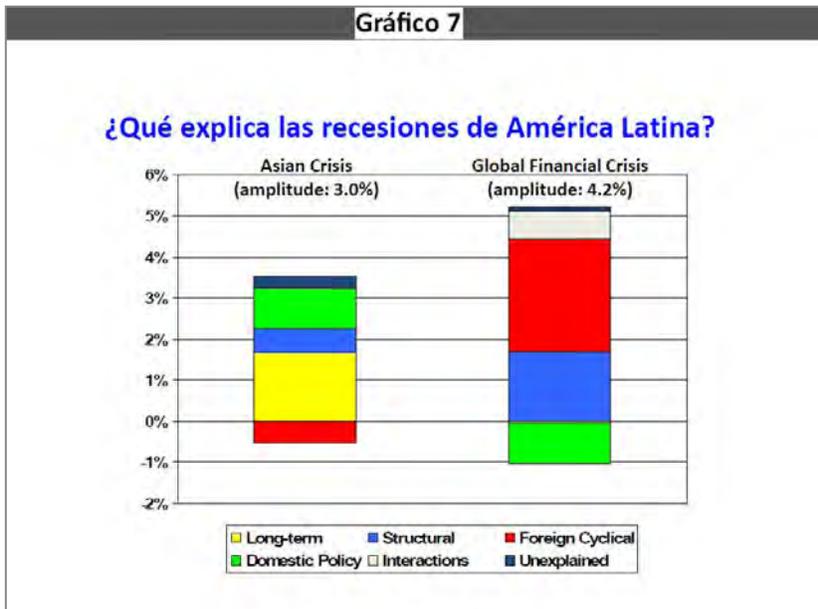
•Simple average of annualized quarterly GDP growth rates of seven major Latin American countries, based on official GDP series that are seasonally adjusted by national authorities.

Se tiene el crecimiento de América Latina, no de América Latina completa pero del promedio no ponderado de las siete mayores economías de Latinoamérica. (Gráfico 6). Concentramos esto en siete países de América Latina, en las siete mayores economías latinoamericanas. Se observan dos recesiones, la recesión de la crisis asiática 98-99, y la recesión ahora el 2008-2009. Se observa cómo de crecimiento positivo pre-crisis en el periodo 0, -el último trimestre pre-crisis-, pasa al periodo 1 que es de crisis. La crisis financiera global, que en nuestra medida implica tres trimestres de recesión y la crisis asiática que fue de 4 trimestres (del 1 hasta el 4 en el Gráfico 6).



Identificamos cinco conjuntos de determinantes del crecimiento: determinantes del crecimiento de largo plazo, variables estructurales adicionales con cobertura comercial y financiera, variables externas cíclicas que son cinco canales de transmisión de *shocks* internacionales hacia nuestras economías locales domésticas en América Latina, políticas macroeconómicas domésticas fiscal y monetaria, y cinco variables de interacción entre variables estructurales y externas cíclicas. La interacción entre estas variables es muy importante. Cubrimos a siete países, con datos trimestrales desde 1990 hasta 2009, la estimación es multivariable, dinámica, de paneles no balanceados bajo efectos fijos. Los resultados de las estimaciones y conclusiones están en el estudio. Solo quiero compartir con ustedes qué explica las recesiones en América Latina.

Observando los factores externos cíclicos, *foreign cyclical* (Gráfico 7), los mismos no explican la profundidad de la recesión de 3% que es la amplitud de la recesión en el 98-99 (columna izquierda del Gráfico 7). No fueron los factores externos sino que esa



fue una crisis “*made in Latin America*”. Fue hecha por nosotros, porque empeoraron nuestras condiciones de largo plazo, que es el área amarilla, y empeoraron nuestras políticas domésticas. Nosotros intensificamos la recesión del 98-99 a partir de políticas, por ejemplo, de defensa de paridades monetarias, y luego de alza de tasas de interés en lo monetario, a través de políticas fiscales contractivas en vez de expansivas. Y eso cambió radicalmente diez años después con un marco de políticas muy distinto (*columna derecha del Gráfico 7*). Tenemos en primer lugar un *shock* externo. Este sí fue un verdadero *shock* externo, el área roja es más del 50% de la amplitud de la crisis, de la recesión durante la crisis financiera global que es del 4,2%. Más de 2 puntos porcentuales están explicados por el área roja que es el *shock*. La combinación de los cinco *shocks* externos adversos que sufrió la crisis, explican 2% de caída

**Diapositiva 15**

**Determinantes del Crecimiento**

**(1) Determinantes del crecimiento de largo plazo**

- Crédito privado, matrícula secundaria, inflación, balance fiscal e incertidumbre política

**(2) Variables estructurales**

- Apertura comercial y financiera, activos externos netos, reservas internacionales y régimen cambiario

**(3) Variables externas cíclicas (shocks)**

- Variación de términos de intercambio, crecimiento de socios comerciales, crecimiento de exportaciones mundiales, entradas de capitales a AmLat y primas de riesgo soberano

**(4) Políticas macroeconómicas domésticas**

- Consumo de gobierno y tasa de interés real ex ante

**(5) Interacciones entre variables estructurales y externas cíclicas**

100

**Diapositiva 16**

**Datos y estimación de modelo de crecimiento**

**Cobertura de países**

- Siete países más grandes de la región: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela (91% del PIB regional)

**Cobertura temporal**

- Datos trimestrales para 1990.1–2009.4

**Método de estimación**

- Estimación multivariada dinámica de paneles no balanceados bajo efectos

**Resultados de estimaciones y descomposición:** en el estudio

del producto. Lo fiscal y lo macroeconómico, el área verde, contrarresta (tiene signo negativo) los efectos del *shock* externo, y por tanto ayudan a estabilizar la región. Esta vez lo hicimos mejor porque aplicamos medidas contracíclicas, vale decir, expansivas en lo monetario y en lo fiscal.

**Lecciones.** Mientras

la recesión de América Latina 98-99 fue auto infligida por nosotros en gran medida, no exclusivamente, pero en gran medida, la recesión 2008-2009 fue importada porque fue causa directa de la crisis mundial. El 98-99 las políticas macro profundizaron la recesión. En 2008-2009 aliviarnos la recesión con las políticas macroeconómicas. Además después de 1999, América Latina adoptó políticas fiscales mucho más sustentables que antes, más responsables, acumulamos fondos soberanos, pagamos deuda pública,

**Diapositiva 17**

**Lecciones de política**

- Mientras que la recesión de AmLat en 1998-99 fue autoinfligida, la recesión de 2008-09 fue causa directa de la crisis mundial
- Mientras en 1998-99 las políticas macro profundizaron la recesión, en 2008-09 la aliviaron
- Después de 1999, AmLat adoptó políticas fiscales sustentables (regla fiscal en Chile), convergió a inflación de un dígito (con metas de inflación) y flexibilizó sus regímenes cambiarios (con acumulación de reservas) – todo ello reforzó su capacidad de adoptar políticas anticíclicas
- Intensificó integración comercial (uni, bi, multilateral) y financiera (apertura virtualmente total, sin controles capitales)
- Saneó y fortaleció sus sistemas financieros.
- **Pero: la agenda de reformas por realizar es aún muy grande.**

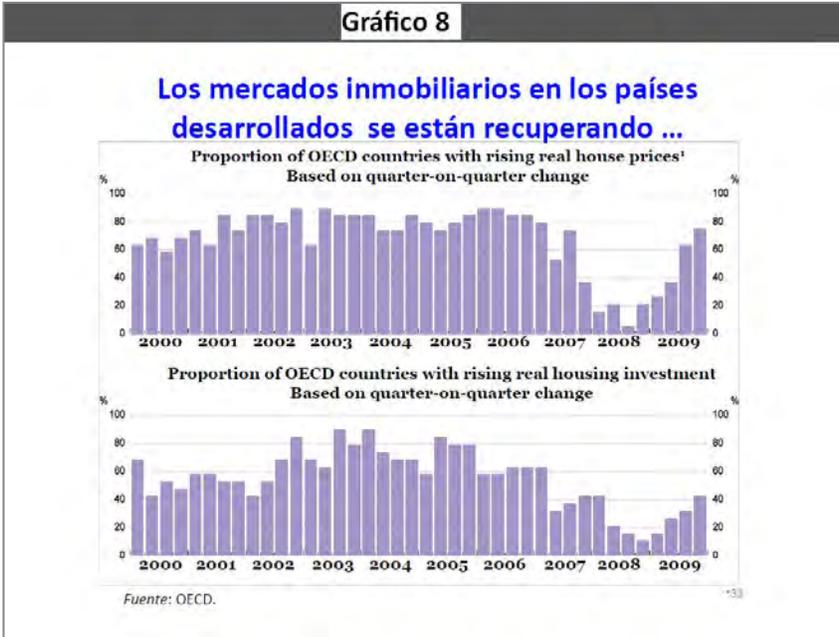
aplicamos una regla fiscal (en el caso de Chile, otros países todavía no). América Latina convergió a una inflación de un solo dígito, que es una cosa casi histórica para la región que tenía 2, 3 y 4 dígitos de inflación en los años 80 y 90 y flexibilizó sus regímenes cambiarios, combinado con la acumulación de

reservas. Pero en promedio América Latina hoy en día tiene regímenes cambiarios mucho más flexibles que antes y con eso tiene una válvula de escape, una variable de ajuste frente a *shocks* externos permitiendo por tanto durante la crisis, intervenir con

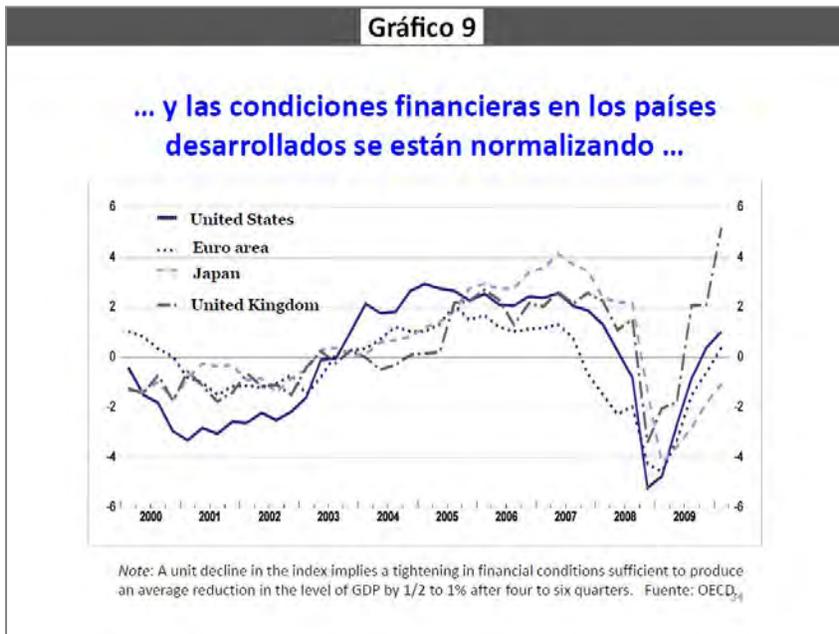
una venta de divisas, pero también permitiendo una cierta depreciación de las monedas en promedio. Muy importante: la región también intensificó la integración comercial, a través de reducciones arancelarias y acuerdos de comercio en acuerdos bilaterales, multilaterales o reducciones unilaterales también de tarifas y restricciones no tarifarias, y también intensificó la integración financiera. La integración financiera nos pilló en algún momento durante la crisis, y también después de la crisis, virtualmente sin control alguno de entrada y salida de capitales en la gran mayoría de los países y esto creo que es una fortaleza. También saneamos y fortalecimos los sistemas financieros que estaban en la casi quiebra en muchos países desde los años 90, aprovechamos en el 2000 para fortalecer y sanear las bancas y los sistemas financieros en general. Pero no todo es color rosa. La agenda de reformas por realizar todavía es muy amplia. La heterogeneidad de políticas entre países es muy alta todavía; en algunos países ha sido más exitosa en su avance de estabilización macroeconómica y reformas estructurales, y en otros menos, y por tanto todavía queda mucho por realizar en materia de reformas y de estabilización macro.

Vuelvo al punto de globalización financiera. Saliendo de la crisis estamos observando una significativa normalización de muchos premios al riesgo y de precios de activos. Se ha normalizado también la liquidez en los mercados financieros que se habían secado a fines del 2008. Se han normalizado las covarianzas de pánico, pero cuando cundió el pánico entre septiembre del 2008 y marzo del 2009, todos los inversionistas huyeron hacia ciertos activos. Eso se deshizo luego a partir de abril del 2009, y hoy día las covarianzas entre activos financieros están nuevamente más determinadas por las covarianzas entre las variables fundamentales de retorno que están detrás de esos activos. La causa principal de esto es la globalización financiera, como ya lo dije, y la mayor intervención estabilizadora de la historia. Pero la crisis de Grecia, la incertidumbre en la zona Euro ha inaugurado una nueva fase de alta volatilidad de la cual aun no salimos y que tiene visos todavía de continuar por un tiempo.

Los mercados inmobiliarios se están recuperando, las condiciones financieras se están recuperando también en general, las medidas de riesgo interbancario han vuelto a niveles de turbulencia financiera y ya no de pánico. En cambio el crecimiento extraordinario de China, India y otros emergentes ha llevado a los precios de *commodities* nuevamente a niveles socialmente altos. Y el prudente manejo fiscal y financiero en los emergentes ha pavimentado la globalización de sus premios soberanos. Esto se ve en las siguientes gráficas que muestran la recuperación de los mercados inmobiliarios de vivienda especialmente en los países de la OECD tanto en precios como en inversión. (Gráfico 8).



En el gráfico (*Gráfico 9*) se aprecia la normalización de un índice de condiciones financieras que construye la OECD para los países desarrollados que muestra que después de la crisis este índice pasa de muy negativo hacia cero incluso hacia bastante



**Diapositiva 18****Saliendo de la crisis financiera**

- Del pánico (sep. 2008 – marzo 2009) al nerviosismo (abril 2009 – marzo 2010) y a las turbulencias en Europa (desde abril)
- Hacia significativa normalización de (muchos) premios al riesgo, precios de activos
- Normalización de liquidez en mercados financieros “secos”
- Normalización de “covarianzas de pánico” entre retornos de activos financieros
- Causa principal de normalización financiera: mayor intervención estabilizadora gubernamental de la historia
- Pero: crisis de Grecia e incertidumbres de la zona euro han inaugurado una nueva fase de alta volatilidad

positivo en el caso del Reino Unido indicando que las condiciones financieras son más favorables para la toma de crédito por parte de la banca. Sin embargo, después de la crisis, esto es un indicador muy claro y muy nítido de la crisis-, las primas de riesgo interbancarias medidas por las tasas de *credit*

*swaps* (que son derivados financieros que aseguran contra un *default* de deuda de bonos bancarios a cinco años) de bancos comerciales del mundo llegaron hasta algo así como a 600 puntos base; después de Lehman Brothers bajaron, volvieron a subir a comienzos del 2009. Luego bajaron muchísimo a niveles casi normales -normales son así como 10

puntos base-, pero volvieron a subir con la crisis en la zona Euro a partir de abril y mayo de este año. Están hoy día en 200 puntos base, 150 en el caso de los bancos europeos, lo cual todavía es relativamente alto. Es época de nerviosismo, de turbulencia, de alta volatilidad como la que tuvimos en el año 2008 antes

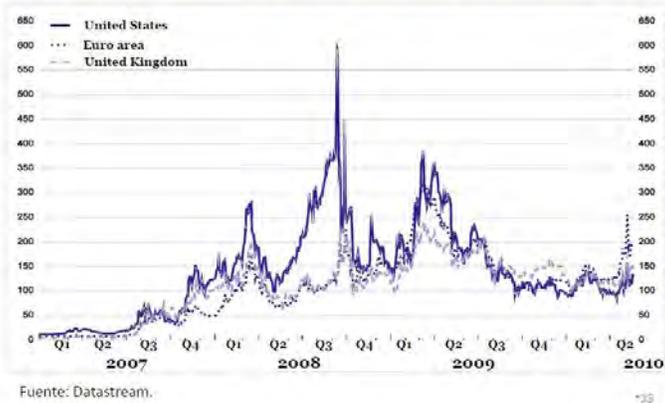
**Diapositiva 19****Mercados globales**

- Los mercados inmobiliarios se están recuperando .....
- ... y las condiciones financieras se están recuperando ...
- ... pero las medidas de riesgo interbancario, después de una virtual normalización , han vuelto a niveles de “turbulencia financiera”, especialmente en la zona euro ...
- En cambio, el crecimiento extraordinario den China, India y otros emergentes ha llevado a los precios de commodities nuevamente a niveles excepcionales ...
- ... y el prudente manejo fiscal y financiero en los emergentes ha pavimentado la normalización de sus premios soberanos.

de Lehman Brothers, más o menos en esta época, muy lejos todavía de los 10, 20 puntos base que se observan en tiempos absolutamente normales. (*Gráfico 10*). Los resultados de los famosos *tests* de *stress* a los cuales se están sometiendo 91 bancos en la zona Euro -se van a publicar este viernes 23 de julio, y ahí vamos a saber realmente

**Gráfico 10**

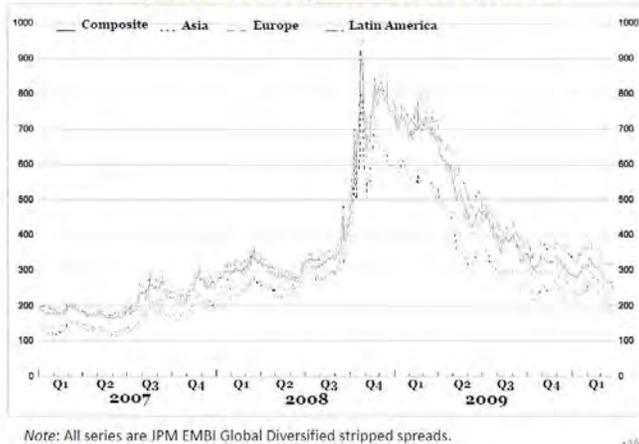
**... pero las tasas de CDS a 5 años de bancos han vuelto a niveles de turbulencia financiera**



el estado de salud de los 91 bancos más importantes de Europa y eso quizás despeje alguna incertidumbre-, va a implicar que los *spreads* de algunos bancos van a subir 200 puntos y otros van a bajar. Esperemos que en promedio esa menor incertidumbre incida en el sistema financiero europeo en su conjunto.

**Gráfico 11**

**En cambio, los spreads de bonos soberanos de países emergentes han caído ...**



Los *spreads* de bonos soberanos en cambio, de países emergentes como América Latina han caído desde casi 1000 puntos base en épocas de Lehman Brothers a niveles en torno a 200, 300 puntos base, que todavía distan de épocas más normales como 2006-2007, pero ya son bastante más aceptables. (Gráfico 11).

Y los precios de materias primas que previo a Lehman Brothers se habían elevado como es el caso del petróleo, los minerales, agropecuarios, cayeron violentamente hasta marzo de 2009 y se han recuperado a niveles yo diría más bien “normales”, como en los años 90 y de ahí para atrás. Buena noticia para América Latina, buena noticia para Bolivia, mala noticia para los importadores de materias primas. (Gráfico 12).

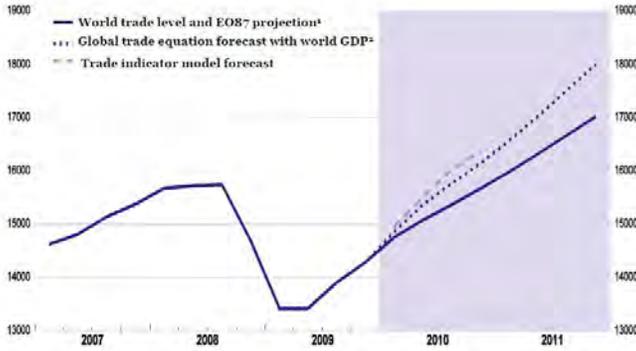


**Las perspectivas globales.** Ciertamente hace tiempo que habíamos pasado el punto de inflexión a mediados del 2009. Y el escenario central para el PIB, al menos en mi visión, es una recuperación lenta: una V corta plana, con desempleo todavía creciente hasta el año 2010 en los países más afectados por la crisis, significativa caída del crecimiento potencial y con muy bajas presiones inflacionarias. (Gráfico 13).

El comercio mundial después del mayor colapso desde la Gran Depresión, cayó algo así como un 15%. (Gráfico 14). Se está recuperando. Hoy día estamos parados a mediados del 2010. Más o menos estamos cerca ya del previo histórico y se va a seguir recuperando el escenario base. El escenario base: recuperación de una V plana. Eso viene de la mano de la recuperación del crecimiento mundial. Se observa la contracción del crecimiento mundial, debido a los países desarrollados, (los miembros

**Gráfico 13**

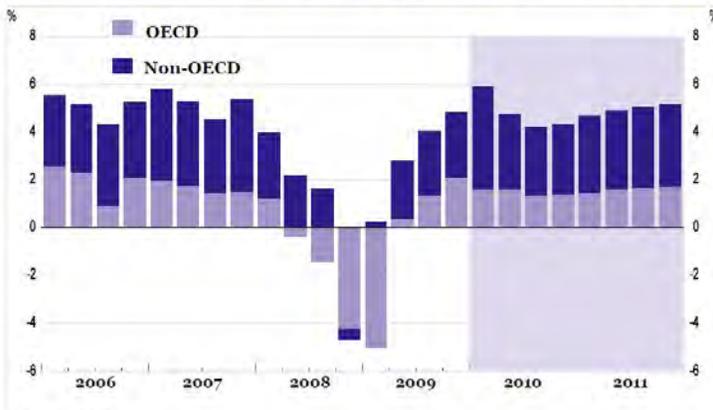
**Comercio mundial: después del mayor colapso desde la Gran Depresión, una fuerte recuperación ...**



Fuente: OECD.

**Gráfico 14**

**..de la mano de la recuperación del crecimiento mundial (contribución al crecimiento anualizado del PIB a PPC)**

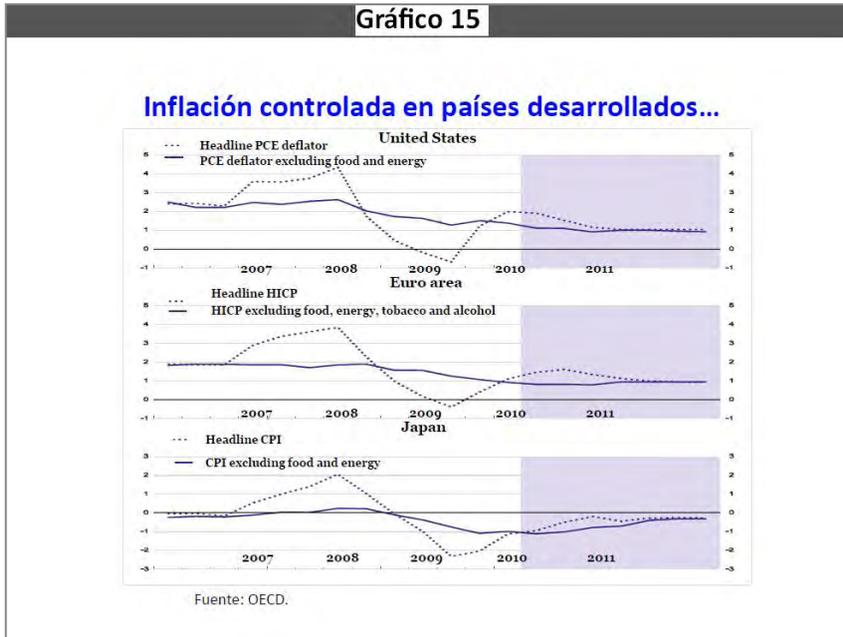


Fuente: OECD

de la OECD contribuyeron ahí fundamentalmente a la recesión en el cuarto trimestre del 2008 y mucho menos los países en desarrollo). Los países en desarrollo tuvieron crecimiento positivo el primer semestre del 2009, mientras que la OECD todavía se

estaba contrayendo a una tasa altísima, y luego ahora los países en desarrollo son los que aportan al crecimiento del 4% a 5% que es el que se proyecta para 2010-2011 para la economía mundial.

La inflación está muy controlada, muy baja en países desarrollados, dando pie a que todavía se mantengan las tasas de interés muy bajas. (Gráfico 15).



**El crecimiento del PIB por regiones:** para este año se proyecta para la economía mundial una contracción. La economía mundial que tuvo una contracción de 0,6% el año 2009 a paridad de poder de compra, este año va a crecer más del 4,5% empujada por los países en desarrollo. Los

**Diapositiva 20**

**Perspectivas globales**

- La economía mundial – y la de los países industriales – ha pasado su punto de inflexión a mediados de 2009, *pari passu* con la recuperación del comercio mundial
- Escenario central para el PIB: recuperación lenta, en “V plana” (excepción: Asia) ...
- ... con desempleo creciente hasta 2010 ...
- ... y significativa caída del crecimiento potencial
- Con bajas presiones inflacionarias en el corto a mediano plazo ...
- ... que justifican deshacer sólo gradualmente las políticas expansivas ...
- ... aunque ello acarrea riesgos importantes.

países desarrollados van a crecer apenas al 2,2% ni siquiera compensando la caída en la recesión del año pasado; los países en desarrollo 7,8%, fundamentalmente por las economías emergentes que crecen al 9%, con China al 11%, India al 9%, incluso Rusia que se contrajo al 9% y ya está creciendo al 4,1%. (Tabla 2). América Latina no le fue tan bien en la recesión. América Latina a diferencia de Asia tuvo una recesión moderadamente importante de 2,3%. Bolivia es una excepción notable y muy

**Tabla 2**

**Crecimiento del PIB por Regiones, 2007-2010 (%)**

	2007	2008	2009	2010f
Mundo (tipo cambio de mercado)	3.8	1.9	-1.7	3.8
Mundo (a PPC)	5.0	3.0	-0.6	4.6
<b>Países Desarrollados</b>	<b>2.7</b>	<b>0.6</b>	<b>-3.3</b>	<b>2.2</b>
Estados Unidos	2.1	0.4	-2.4	3.3
Área Euro	2.7	0.7	-4.1	1.0
Japón	2.3	-0.7	-5.2	2.4
<b>Países en Desarrollo</b>	<b>8.3</b>	<b>6.0</b>	<b>2.3</b>	<b>7.8</b>
Asia Emergente	10.6	6.2 — 7.6	6.5	9.0
China	13.0	9.0	8.9	10.5
India	9.4	7.3	6.0	9.4
Rusia	8.1	5.6	-9.0	4.3
<b>América Latina y el Caribe</b>	<b>5.8</b>	<b>4.0</b>	<b>-2.3</b>	<b>5.1</b>

Fuentes: FMI, OECD.

destacable con el crecimiento del 3,4%-3,5% que tuvieron ustedes el año pasado. Mientras el resto de la región se contraía al 2,3% ustedes crecían al 3,4%, muy notable es un gran éxito. Este año la región crece al 5% en las previsiones últimas de la OECD y el Fondo Monetario. (Tabla 3).

Tabla 3

## Proyecciones Crecimiento PIB en América Latina

	2009	2010f
Argentina	-2,7	4,6
Brasil	-1,2	7,1
Chile	-1,9	4,5
Colombia	0,2	3,3
México	-6,9	4,4
Perú	0,8	6,1
Venezuela	-3,5	-2,5
<b>América Latina</b>	<b>-2,3</b>	<b>5,1</b>

Fuentes: FMI, Latin America Consensus Forecast, OECD.

País por país se ve que hay bastante heterogeneidad. En México fue muy profunda la recesión, no solamente por vivir tan cerca de Estados Unidos y tan lejos de Dios, como dicen a veces los amigos mejicanos, sino también porque les afectó sin duda la fiebre, el virus H1N1 el año pasado. Salieron bastante incólumes Perú y en menor grado Brasil. Este año crece Perú al 6,1% y Brasil quizás al 7,1% en pleno *boom* de recuperación muy intensa.

Quiero identificar, cinco grandes riesgos que enfrenta la economía mundial en este momento.

Un riesgo que algunos premio nobel, Stiglitz y Krugman -mi profesor guía de tesis Paul Krugman, premio Nobel de economía 2008-, subrayan j u n t a m e n t e

## Diapositiva 21

## Cinco riesgos

- (1) **Quitar demasiado temprano los superexpansivos estímulos macroeconómicos, arriesga la recuperación económica**

Krugman – Shiller – The Economist, entre otros:

Probabilidad de segunda recesión puede ser mayor a 50%

- (2) **Por otra parte, si los estímulos no son revertidos a tiempo, se arriesgan aumentos de primas de riesgo en deuda pública, mayores tasas de inflación y devaluaciones cambiarias (EE.UU., Zona Euro, otros europeos)**

Barro – Taylor – OECD, entre otros:

Se requieren pronto ajustes fiscales y monetarios para corregir desequilibrios profundos y ataques de mercados

41

con Bob Shiller, y también la revista “The Economist”, que la probabilidad de una segunda recesión puede ser mayor a 50% en los países industriales, y por tanto hay un riesgo de quitar demasiado temprano, demasiado pronto los súper expansivos estímulos macroeconómicos, arriesgando por tanto una segunda recesión en el mundo desarrollado. Ese riesgo tiene exactamente un riesgo en la otra cara de la medalla, hay un riesgo contrario, que es: si los estímulos no se revierten a tiempo se arriesgan aumentos de primas de riesgo en deuda pública, se arriesgan mayores tasas de inflación, devaluaciones cambiarias importantes y eso se aplica especialmente a Estados Unidos, a la zona Euro, a Gran Bretaña y otros países europeos.

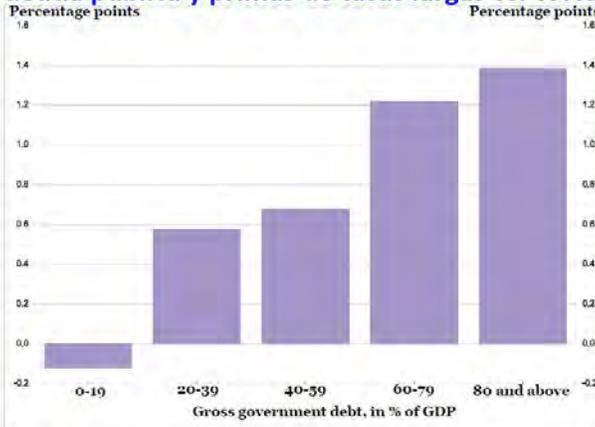
En esa visión están economistas como por ejemplo Robert Barro, está John Taylor en el caso americano, y como organización la OECD, y por tanto ellos proponen que se requieren pronto ajustes fiscales y monetarios para corregir los desequilibrios profundos y posibles ataques de mercados como ya se han manifestado en el caso de Grecia y se corre peligro en otros países miembros de la zona Euro y países del sur Mediterráneo, del sur de la zona Euro, que también se contagien y sean atacados por los mercados. Por tanto, sin duda que se han visto anuncios muy importantes de ajustes fiscales, incluso en países que están en recesiones profundas como el caso de España, obligados por los mercados; Portugal, Irlanda, también en el norte, para qué decir Grecia, también Italia, incluso Alemania con ajustes, y Francia con ajustes fiscales nuevos que no se habían anticipado que tenían que realizarse hace dos o tres meses atrás por esta gran volatilidad financiera y cuasi ataque a Grecia.

La fragilidad fiscal ¿cómo es reflejada? Fundamentalmente por una correlación positiva entre los niveles de deuda y las primas de tasas largas sobre las cortas. Este estudio de la OECD muestra la relación que hay. Por ejemplo, si la deuda pasa de 80% del PIB, hay una prima de tasas largas sobre tasas cortas para el país correspondiente de 140 puntos base, 1,4%. En cambio, en países con muy baja deuda de 0%, 20%, 30%, esas primas son mucho más bajas. (*Gráfico 16*). Este estudio econométrico fue anticipatorio de lo que pasó con los aumentos de premios soberanos en mayo, abril y junio de este año en algunos países de la zona Euro. En Grecia, las primas soberanas llegaron a 600 puntos base. Hoy día han bajado 400-500 puntos base, esto después de los paquetes anunciados y después de que Grecia pavimentó el camino político para la aceptación política en su muy fuerte programa de ajuste fiscal, pero aun así son altísimos, son mucho más altos que las primas de riesgo a deuda soberana promedio en América Latina. De forma similar, Portugal, Irlanda, España, Italia y Bélgica muestran una mayor fragilidad fiscal. Uno ve primas que han ido creciendo fuertemente en los últimos meses y años. (*Gráfico 17*).

Tercer gran riesgo. Si las extraordinarias, excepcionales y súper bien justificadas medidas financieras de emergencia no son revertidas a tiempo y suplantadas por una profunda reforma financiera global, se arriesga un nuevo *boom* que va a ser más intenso que el que tuvimos entre el 2002 y 2007 y una crisis global financiera mucho más profunda con

**Gráfico 16**

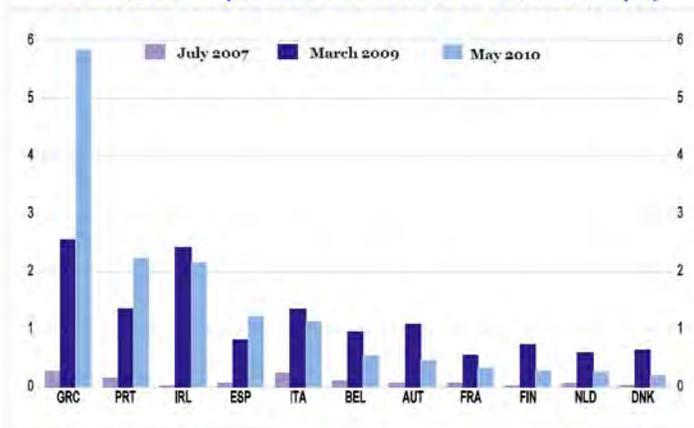
**Fragilidad fiscal reflejada en significativa relación entre deuda pública y primas de tasas largas vs. cortas (%)**



Fuente: OECD

**Gráfico 17**

**Fragilidad fiscal manifestada en aumentos de premios soberanos respecto de bonos tesoro alemán (%)**



Fuente: OECD.

repercusiones reales mayores que las que tuvimos. Déjenme ponerles una ecuación: si a la exuberancia irracional, como lo dice Bob Shiller, en los mercados financieros pre-crisis le agregamos las fallas de regulación pre-crisis y le agregamos el riesgo

**Diapositiva 22**

**Cinco riesgos**

**(3) Si las extraordinarias medidas financieras de emergencia no son revertidas y suplantadas por una profunda reforma financiera global, se arriesga un nuevo boom, aún más intenso que el actual y una crisis aún más severa**

Exuberancia irracional de mercados precrisis  
 +  
 Fallas de regulación precrisis  
 +  
 Riesgo moral multiplicado por medidas de emergencia financiera  
 =  
 Certeza de Gran Crisis Financiera Global futura y cierta, en ausencia de profundas reformas financieras globales

moral multiplicado por las medidas de emergencia financiera, esto nos da una situación de certeza de gran crisis financiera global y gran recesión mundial futura en la ausencia de profundas reformas financieras globales que son de la mayor urgencia. Entonces es un gran riesgo el no hacer esas reformas. Ahora yo

creo que de eso tienen conciencia las autoridades económicas y políticas del mundo entero y están trabajando fríamente en eso. A modo de ejemplo, hace pocos días atrás en Estados Unidos se aprobó un paquete de reformas parciales pero importantes, que van en la dirección correcta al menos en buena parte.

Cuarto riesgo, un retorno de los desbalances globales. Este riesgo es condicional a la ausencia de ajustes fiscales y la ausencia de reforma financiera en Estados Unidos y países más frágiles de la zona del Euro, como Grecia, Portugal, España, Irlanda incluso el escenario base de la OECD. Se tiene que el déficit en cuenta corriente de Estados Unidos, va a aumentar desde un 3 - 3,5% a un 4%. (Gráfico 18). Este escenario es central. El escenario de riesgo es que debido al peor desbalance de Estados Unidos, compensado por un desbalance aun mayor de países superavitarios en cuenta corriente acumuladores de activos internacionales especialmente de pasivos del Tesoro

**Diapositiva 23**

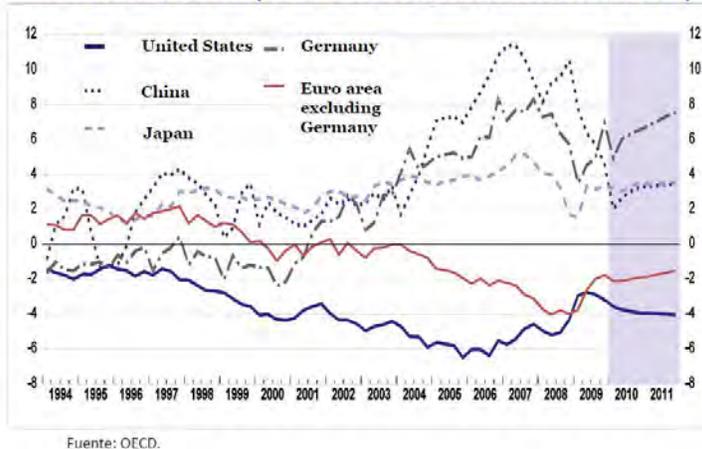
**Riesgos**

**(4) Retorno a los desbalances globales**

Riesgo condicional a la ausencia de ajuste fiscal y reformas financieras en EE.UU. y países más frágiles de la zona euro (Grecia, Portugal, España, Irlanda)

Gráfico 18

### Escenario central: desbalances globales se ampliarán moderadamente (saldos cuenta corriente, % del PIB)



americano, como son el caso de China, o de Alemania, donde se ven crecientes los superávits, incluso en el escenario base, volvamos en dos o tres años más, a los mismos desbalances globales que ya tuvimos en el 2004-2005-2006 con déficit en cuenta corriente en Estados Unidos, que sobrepasaban el 6% del PIB americano.

Un desarrollo y reventón de burbuja. No en los países desarrollados, sino en los países en desarrollo de muy alto crecimiento, países que crecen al 7% como Brasil este año, China al 10, India al 9 quizá. (Gráfico 19). Ciertamente los países en desarrollo son la locomotora del crecimiento mundial en este momento. Pero debido a que nada garantiza que las fallas de mercado y de políticas y de mercados financieros sean menos intensas en las economías emergentes que en las economías

Diapositiva 24

### Riesgos

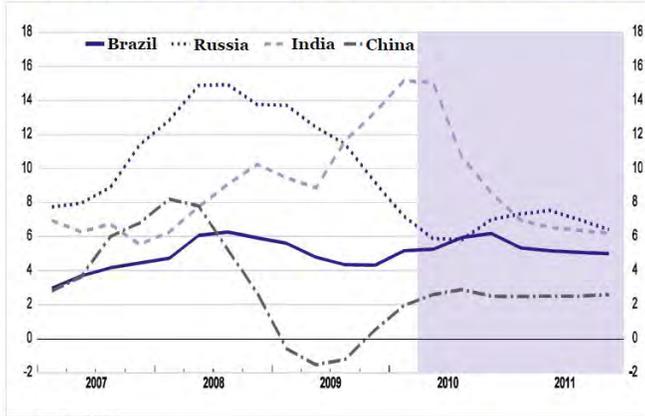
#### (4) Desarrollo y reventón de burbujas en países en desarrollo de alto crecimiento

- Porque los países en desarrollo son la locomotora del crecimiento mundial, y porque nada garantiza que las fallas de mercado y de políticas y de mercados financieros sean menos intensas que en las economías desarrolladas, es posible que las siguientes grandes crisis se estén incubando en los emergentes

45

**Gráfico 19**

**Crecientes presiones inflacionarias (var. IPC 12 meses) en BRIC reflejan riesgos de sobrecalentamiento**



Fuente: OECD.

desarrolladas, es posible que las siguientes grandes crisis financieras se estén incubando en los países emergentes y hay que trabajar por tanto duro también en nuestros países por prevenir eso, mejorando fuertemente nuestra regulación y supervisión financieras y haciendo las reformas que estamos concordando.

Quinto y último riesgo, la caída del crecimiento potencial en países más afectados por la crisis financiera y la recesión. Y acá hay una investigación del Fondo Monetario Internacional que muestra que la trayectoria del PIB permanece deprimida en el mediano plazo después de grandes crisis financieras. (Véase Apéndice A).

**Grandes retos.** El tema de fondo es: la estrategia de salida. ¿Cómo salimos de esto?

**Diapositiva 25**

**Cinco riesgos**

**(5) Caída del crecimiento potencial en países más afectados por la crisis financiera y la recesión**

Investigación del FMI (2009) muestra que:

- Trayectoria del PIB permanece deprimida en el mediano plazo (hasta el año 7) después de una crisis bancaria. Se recupera tasa de crecimiento, pero no nivel del PIB.
- Después del comienzo de la crisis, la pérdida de PIB de MP disminuye con:
  - (i) Estímulo fiscal y monetario contracíclico (políticas macroeconómicas expansivas)
  - (ii) Reformas estructurales
  - (iii) Condiciones externas favorables

Fundamentalmente creo que enfrentamos como economía mundial, además del aspecto ambiental y también de los precios de los alimentos que fueron dos elementos mencionados por el Ministro de Hacienda (*Ministro de Economía y Finanzas Públicas*) esta mañana y que son muy importantes, a 4 retos fundamentales:

#### Diapositiva 26

### Grandes retos de política económica

- El mundo en general – no sólo las economías desarrolladas – enfrentan enormes retos para salir de la crisis y fortalecer sus economías para hacer menos probable una repetición de esta crisis.
- Son cuatro los retos fundamentales:
  1. Acordar e implementar una agenda de profundas reformas financieras
  2. Reforzar regímenes y políticas macroeconómicas
  3. Intensificar integración comercial y financiera internacional
  4. Profundizar reformas estructurales que eleven el crecimiento potencial y la fortaleza de los países para resistir futuras crisis.

**1°)** Acordar e implementar una agenda profunda de reformas financieras.

**2°)** Reforzar los regímenes y las políticas macroeconómicas contra-cíclicas en el mundo entero, desarrollado y en desarrollo.

**3°)** Intensificar aun más nuestra

integración comercial y financiera con el resto del mundo, porque los beneficios dominan mucho más a los posibles costos -que son mayor sincronía en épocas de vacas flacas o de recesiones-; y

**4°)** Profundizar reformas estructurales en pro del crecimiento potencial y en pro de la fortaleza de los países y predecir futuras crisis.

#### Diapositiva 27

### Hacia mejor regulación y supervisión financiera

- Notable consenso de diagnósticos y compromisos de políticas de emergencia y reformas de largo plazo
- Exponentes principales de consenso: análisis y recomendaciones de principales instituciones internacionales: G-20, FMI, OECD, Banco Mundial, BIS – Comité de Basilea, Financial Stability Forum, bancos de desarrollo regionales
- Recientes propuestas de reformas financieras también reflejan importante consenso en diagnosticar y remediar principales fallas de mercado y de políticas

En lo financiero yo planteo un decálogo, -que no es muy original porque muchas instituciones financieras están trabajando en exámenes de estos diez temas-, un decálogo de grandes reformas financieras (*Véase Apéndice B*).

**Diapositiva 28**

**Cinco reformas de regímenes y políticas macroeconómicas**

1. Mantener políticas macroeconómicas expansivas y revertirlas rápidamente cuando la recuperación se afiance
2. Fortalecer capacidad contracíclica (o estabilizadora) de las políticas fiscal, monetaria y macroprudencial
3. Fortalecer los regímenes fiscales a través de la adopción de reglas fiscales y de consejos fiscales independientes
4. En aquellos países en que la independencia monetaria es beneficiosa, perfeccionar la flotación cambiaria e institucionalizar/transparentar las intervenciones cambiarias en períodos excepcionales
5. Perfeccionar regímenes monetarios basados en metas de inflación (o de nivel de precios) y sistematizar operaciones monetarias heterodoxas en períodos excepcionales

En lo macroeconómico, quiero mencionar y ahí termino, 5 reformas de regímenes de políticas macroeconómicas que son importantes:

Número uno, en el ínterin actual en la emergencia aun, mantener las políticas macroeconómicas

expansivas y revertirlas rápidamente para que la recuperación se afiance. Mi posición ante el riesgo uno, que es el más keynesiano, y ante el riesgo dos que es más neoclásico, es intermedia. Yo creo que depende del país, con qué velocidad y con qué intensidad hay que revertir estas políticas macroeconómicas tan expansivas para prevenir un ataque en los mercados.

Segundo gran reto, fortalecer la capacidad contra-cíclica o estabilizadora de las políticas fiscal, monetaria y macroprudencial, siguiendo en lo macroprudencial el ejemplo que ha dado el Banco de España con la regulación macroprudencial durante los últimos diez años de su banca.

Tercero, fortalecer los regímenes fiscales a través de la adopción de reglas fiscales, -en eso estamos todos a más años luz, el mundo en general-; y de Consejos fiscales independientes para arrancar una buena auditoría del diseño de la política fiscal: no que hagan política sino que hagan auditoría del diseño, sus defectos, estudios y auditoría luego de la ejecución fiscal.

Cuarto. En aquellos países en que la independencia monetaria es beneficiosa, perfeccionar la flotación cambiaria; sí, lo repito, perfeccionar la flotación cambiaria e institucionalizar y transparentar las intervenciones cambiarias que son justificadas en períodos excepcionales.

Quinto y último. Perfeccionar regímenes monetarios basados en metas de inflación, o quizá en el futuro, basados en metas de niveles de precios, y sistematizar las operaciones monetarias heterodoxas en periodos excepcionales que son un tema que ciertamente algunos de mis colegas en esta audiencia van a presentar en el futuro.

## ¿Conclusiones?

Brevísimas: el elevado ahorro asiático y las bajas tasas mundiales de interés, en mi opinión, no son causas centrales sino que muy secundarias. La crisis financiera fue gatillada por la potente interacción entre fallas de mercado, fallas de políticas financieras y fallas macroeconómicas

que derivaron en políticas procíclicas en vez de contracíclicas, que exacerbaban las clásicas fallas de mercado financiero, que son información asimétrica y riesgo moral.

La agenda de reformas financieras implica mejorar radicalmente la regulación de las instituciones financieras. La prioridad de políticas macroeconómicas es reforzar regímenes basados en reglas y en políticas contracíclicas en lo fiscal, en lo monetario y en lo cambiario. Respecto del sistema cambiario, es deseable que las intervenciones sean anunciadas y conocidas con transparencia ex ante y ex post. Y en lo macroprudencial, la banca tiene que adoptar una política prudencial contracíclica basada en colchones de capital o provisiones procíclicas, aumentando el capital en épocas de vacas gordas para tener las reservas requeridas en años de vacas flacas.

Por último, para los países en desarrollo, un reto central es intensificar nuestra integración global en lo financiero, en lo comercial y adoptar las necesarias reformas estructurales de pro-crecimiento y pro-empleo.

Les agradezco su atención. Muchas gracias.

### Diapositiva 29

#### Conclusiones generales

1. Elevado ahorro asiático y bajas tasas mundiales de interés **no** son causas centrales de la crisis
2. Crisis financiera fue gatillada por potente interacción entre factores macroeconómicos y fallas de mercado y de políticas financieras, que exacerbaban las clásicas fallas de mercados financieros – información asimétrica y riesgo moral
3. Reinhart & Rogoff (2009): “This time is **(not)** different”
4. Agenda de reformas financieras: mejorar radicalmente la regulación y supervisión financiera
5. Prioridad en políticas macroeconómicas: reforzar regímenes basados en reglas y en políticas contracíclicas
6. Complementar con nueva política macroprudencial
7. Países en desarrollo: intensificar integración global y reforzar reformas estructurales pro crecimiento y empleo.

### Diapositiva 30

#### Respuestas de política económica a la crisis y estrategias de salida

Kaus Schmidt-Hebbel 

IV Jornada Monetaria  
Banco Central de Bolivia  
19 julio 2010  
La Paz, Bolivia

kschmidt-hebbel@uc.cl

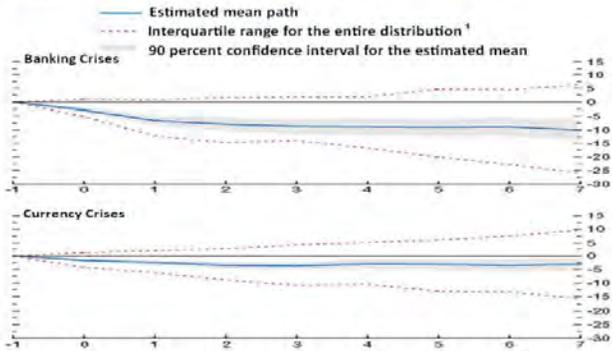
...

**APÉNDICE A. EVOLUCIÓN DEL PIB LUEGO DE CRISIS BANCARIAS Y CRISIS CAMBIARIAS.**

**Gráfico A-1**

**Evolución del PIB después de crisis bancarias y crisis cambiarias**

**Figure 4.4. Output Evolution after Banking and Currency Crises**  
(Percent of precrisis trend; mean difference from year  $t = -1$ ; first year of crisis at  $t = 0$ ; years on x-axis)



Fuente: FMI, WEO, Oct. 2009.

**APÉNDICE B. DECÁLOGO DE REFORMAS FINANCIERAS.****Diapositiva B-1****Decálogo de grandes reformas financieras (1)**

1. Transparentar instrumentos, transacciones y hojas de balance de toda corporación financiera
2. Regular y supervisar toda corporación financiera sistémicamente importante
3. Reformar subsidios a la vivienda (EE.UU.!).
4. Regular mejor la medición y el manejo del riesgo
5. Reducir problemas de agente en corporaciones financieras (información, incentivos, etc.)

**Diapositiva B-2****Decálogo de grandes reformas financieras (2)**

6. Promover regulación financiera integrada (no por segmentos de mercados)
7. Incrementar requerimientos de capital
8. Requerir provisionamiento y capitalización procíclicos
9. Reemplazar mercados de transacciones OTC para derivados por mercados centralizados
10. Regular la industria de clasificación de riesgo



## Ponencia 3

# Lecciones de la crisis global para la regulación y supervisión financiera en ALC

Luis Felipe Jiménez

Experto de la División de Desarrollo Económico de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe – CEPAL

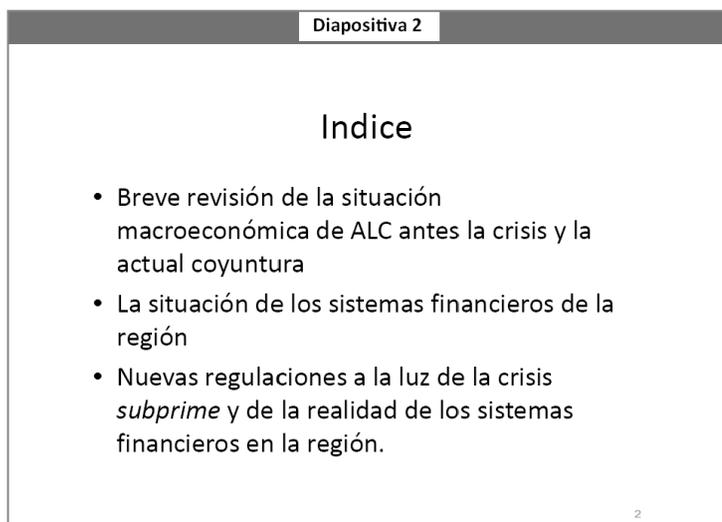
Buenas tardes. Muchas gracias a nombre de la CEPAL por invitarnos a participar en esta maravillosa Jornada.

El tema que voy a abordar son los desafíos para la reforma a la regulación y supervisión financiera en general en la región.

La región está en una mucha mejor condición financiera para soportar choques externos. Esta condición parte de un reducido nivel de endeudamiento externo en general posiciones fiscales mucho más sostenibles, y niveles de acumulación de reservas récord en términos históricos. Por ejemplo, Bolivia tiene más de un año de importaciones equivalentes acumuladas en reservas y eso también se repite en varios otros países de la región. Cerrando la parte macroeconómica en general

esperamos para este año que la región tenga un crecimiento positivo luego de una retracción del año previo. En general todos los países van a ser parte de ese movimiento positivo. (Véase Apéndice A).

Bueno entonces, voy a entrar derechamente a las características de los sistemas financieros de la



región en orden a discutir cuáles de las lecciones que se desprenden de la crisis financiera que acabamos de pasar y de la cual estamos saliendo, se aplican y en qué medida deben ser aplicadas y tomadas en la región.

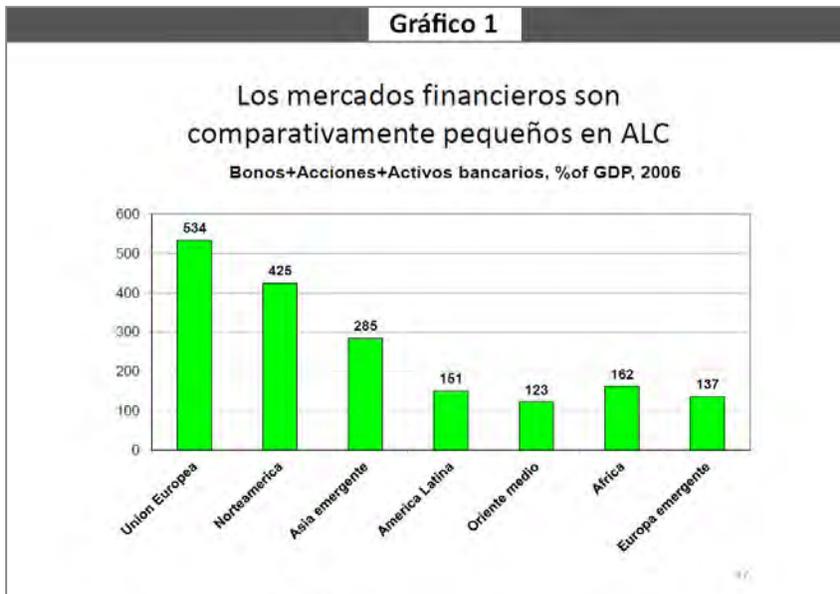
Para tener una perspectiva del sistema financiero de la región conformado no solo por la banca sino también por los mercados de capitales y de deuda traigo algunas láminas. En primer lugar los hechos que destacan son: en general la banca, con algunas excepciones, tiene una baja

**Diapositiva 3**

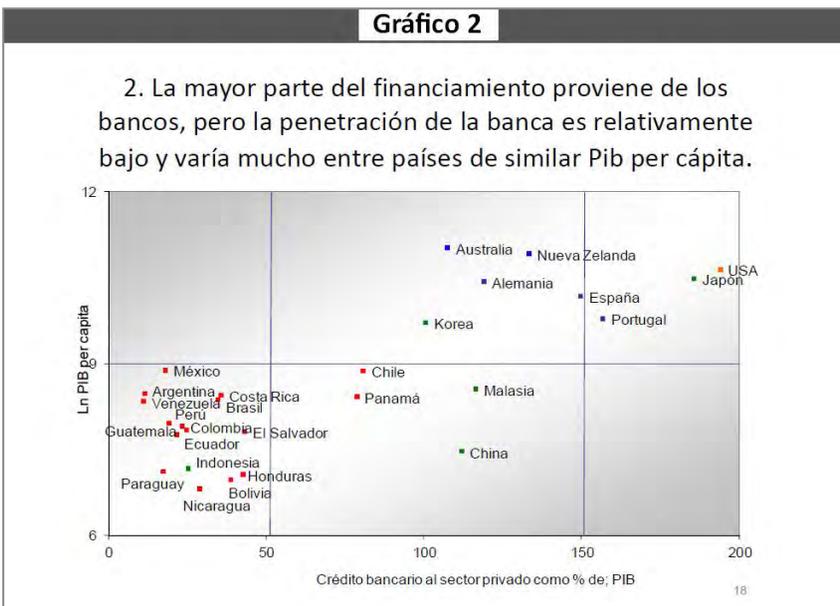
**2. La situación de los sistemas financieros de la región**

- En general los sistemas financieros de la región están dominados por la banca comercial y baja presencia del mercado de capitales.
  - Baja penetración de la banca
  - Fondeo basado en depósitos locales y baja exposición a líneas de crédito externo
  - Bajo desarrollo del mercado accionario
  - Mercado de bonos dominado por bonos públicos

penetración en la región; el fondeo de los bancos a su vez está más dominado por la captación de depósitos que por la colocación de recursos en el mercado de capitales o en líneas de crédito externo, lo cual en cierta medida lo hace más resistente a fluctuaciones externas; el mercado accionario está bastante poco desarrollado en la región y también lo está el mercado de bonos, que a su vez está dominado más por la presencia de bonos públicos. Eso es lo que se ilustra a continuación (*Gráfico 1*): si sumamos la totalidad de los activos de los sistemas bancarios, de las bolsas de valores y de los mercados de deuda, es decir bonos, vemos que la región está en términos comparativos subdesarrollada respecto al resto del mundo y respecto de otros países emergentes.



Entonces si sumamos los activos de esos tres mercados, América Latina tiene en promedio un 151% de su PIB como acumulación de activos comparado con otras regiones emergentes donde esa cantidad es mucho mayor. Es decir, el grado de intermediación financiera en la región es comparativamente bastante más reducido que en otros mercados.



En el gráfico (*Gráfico 2*) se tiene los préstamos bancarios como porcentaje del PIB, en el eje vertical se mide el logaritmo del PIB. Ésta es una medida de la profundización del sistema financiero de América Latina. Y en general la región se ubica en la parte baja del gráfico, en cambio el resto del mundo más desarrollado está en la parte alta del gráfico, es decir, hay una mucha mayor penetración del sistema bancario en los otros países. Hay países que tienen niveles de ingreso per cápita bastante similares, como México y Chile, y sin embargo el grado de penetración es mucho mayor en el caso de Chile. Hay que decir que los mercados financieros más grandes de la región en términos comparativos en relación a su economía son los de Chile, Brasil, México, y en su tiempo, -antes de la crisis, del *default* de 2002-, lo era también el sistema financiero de Argentina. Pero en general lo que tenemos es un bajo grado de bancarización.

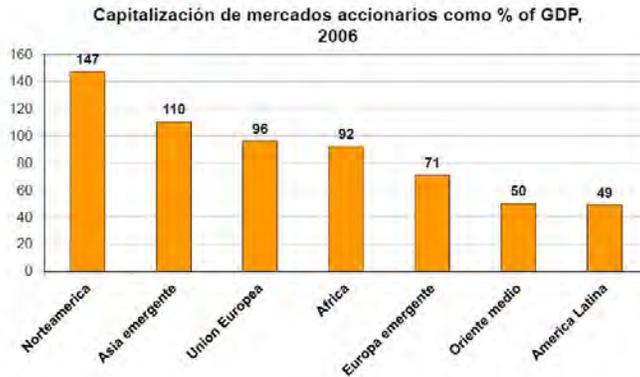
Si nos preguntamos acerca de la importancia de los préstamos hipotecarios, uno de los factores esenciales de la crisis que estamos viviendo: ¿cuál es la importancia de estos préstamos *vis à vis* dentro de la región? Tenemos que en general es bastante baja. Chile exhibe un desarrollo alto comparado con el resto de la región, pero en general la penetración de los préstamos hipotecarios y su *securitización* es bastante baja en la región. (*Gráfico 3*).



La cartera bancaria de países de la región, se muestra en la tabla siguiente (*Tabla 1*) y en general se observa que está bastante más orientada a hacer colocaciones en empresas antes que en los mercados hipotecarios. Es decir, se trata en general de una banca bastante tradicional. Después están los mercados accionarios como fuente de financiamiento. En el caso de América Latina, está en el último lugar de las regiones

Gráfico 4

## 2. Los mercados accionarios están subdesarrollados en ALC



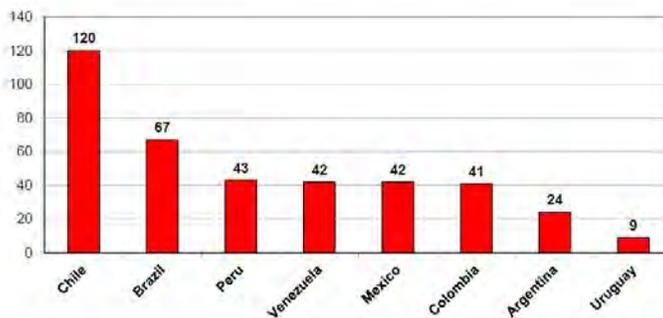
71

incluidas en el gráfico. (Gráfico 4). El grado de capitalización, es decir, el valor de los activos que han sido emitidos en la bolsa en relación al producto de cada región se muestra en el gráfico y vemos que en el caso de América Latina eso alcanza al 49%; en cambio en otras partes eso es bastante más elevado. Inclusive en Asia emergente tenemos que el grado de capitalización de las bolsas es más del doble que América Latina.

Gráfico 5

## ...al interior de ALC

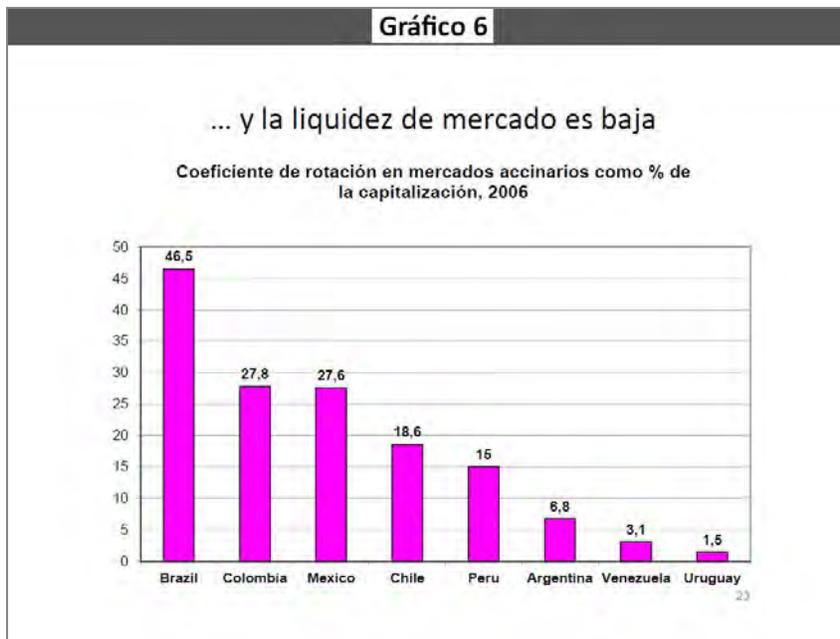
Capitalización de mercados accionarios como % of GDP, 2006



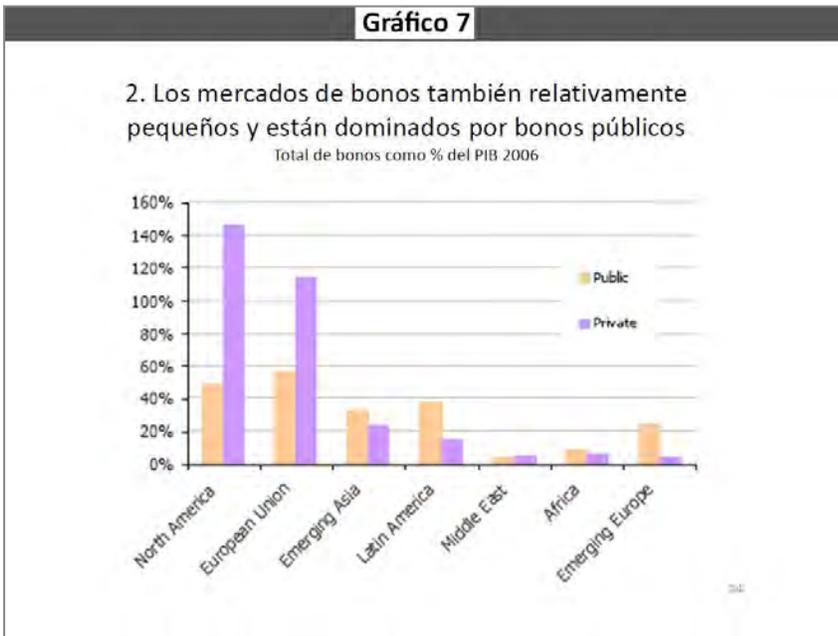
22

Al interior de América Latina también hay muchas diferencias. Nuevamente Chile exhibe un alto grado de capitalización y en contraste Argentina y Uruguay exhiben un grado de capitalización menor. Entre medio está Brasil que es probablemente el mercado accionario más grande de la región seguido de México. (Gráfico 5).

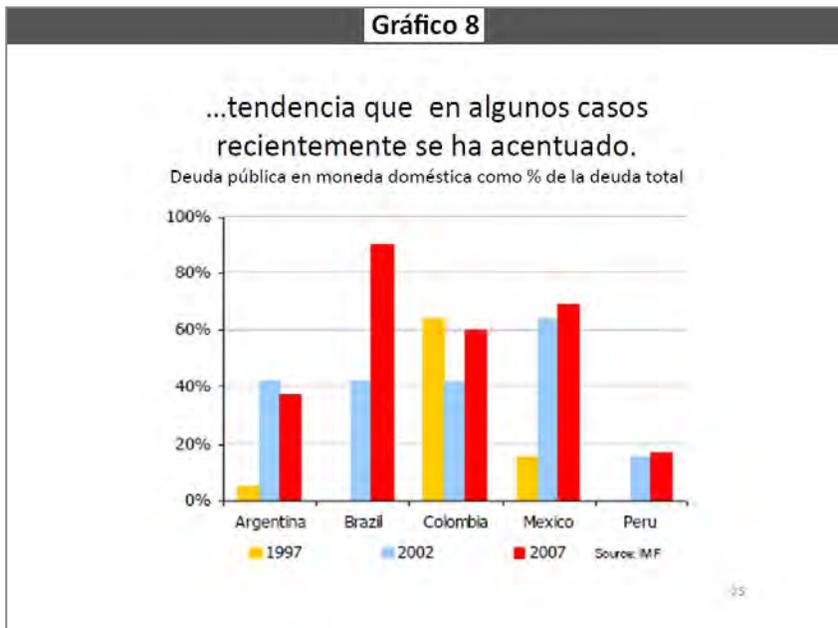
Además la liquidez de estos mercados es medida a través del coeficiente de rotación, es decir, qué porcentaje del total de acciones está siendo transado. La liquidez, en general, es bastante baja en la región y todos saben que la liquidez es uno de los atributos principales de los mercados financieros por cuanto mide la facilidad con la cual es posible desprenderse de un activo sin sacrificar valor. En el caso de Brasil es el que exhibe la mayor liquidez siendo el mercado más grande de la región en términos absolutos, en cambio el resto de los mercados en general exhiben una liquidez relativamente baja. (Gráfico 6).



Luego pasando al mercado de bonos, nuevamente tenemos que Latinoamérica está bastante retrasada en el desarrollo de mercado de bonos en relación a regiones emergentes por ejemplo, y a otros países. Las otras regiones como la Unión Europea, son bastante más desarrolladas que nosotros, pero a diferencia de otras partes del mundo, el mercado de bonos en la región está dominado por los bonos públicos, muchos de ellos colocados en forma compulsiva, como una forma de encaje en los bancos. (Gráfico 7). Y la tendencia a la mayor presencia de los bonos públicos en los mercados domésticos ha sido acentuada recientemente por cuanto se ha producido



una sustitución de deuda externa por deuda interna. Entonces los países han preferido volcarse por razones de seguridad y razones de buena administración financiera hacia los mercados internos más que hacia los mercados de deuda externa. (Gráfico 8).



**Diapositiva 4**

**2. En síntesis...**

- En su mayoría los sistemas financieros de la región no exhiben la compleja estructura de fondeo y transferencia de riesgos que estuvo en la base del mecanismo de propagación de la crisis *subprime* en Estados Unidos y Europa.
- Dado que no existe gran difusión de los instrumentos de securitización, la mayor parte del riesgo de cartera permanece en la institución financiera originadora de los créditos.
- Si bien hay cierta presencia de instrumentos derivados (generalmente mediante transacciones directas y mercados *off-shore*) se trata de versiones no complejas
- Aunque ello signifique costos en términos de eficiencia y competitividad de los sistemas financieros locales, estos rasgos los hacen menos propensos a fenómenos de "burbujas especulativas".
- En la región las crisis financieras han estado originadas principalmente en políticas macro inconsistentes más que en auges financieros autoalimentados por expectativas no sostenibles.
- Ello implica que los desafíos para la regulación financiera son distintos en la región que para países con sistemas financieros complejos, si bien hay algunos elementos en común.

En síntesis tenemos que los sistemas financieros de la región que comprenden a los bancos, que son los dominantes, mercados accionario y de bonos, no exhiben la compleja estructura de fondeo ni desarrollo y transferencia de riesgos que existen en otras partes del mundo y en particular en los sistemas financieros desarrollados que formaron el núcleo

de la crisis *subprime*. Si no hubiera existido el complejo mecanismo de fondeo y transferencia de riesgos que existió en Estados Unidos y en los países desarrollados, probablemente la crisis no hubiera tenido la intensidad que tuvo. Ello por cuanto en la región no existe una gran difusión de los instrumentos de *securitización* que existe en el resto del mundo, porque en el fondo las instituciones financieras que originan los créditos no los externalizan, no los transfieren a otros, sino que retienen el crédito en parte dentro de su cartera y en esa misma medida están más estimuladas a efectuar una mejor selección de los créditos en lugar de incurrir en conductas excesivamente riesgosas (tomar los riesgos para luego vender esos riesgos a otros) que es el comportamiento que estuvo en la base de la crisis financiera.

Si bien en la región hay cierta presencia de instrumentos derivados, ello no se compara con el grado de difusión que existe en los sistemas financieros desarrollados. Además cuando existe algún desarrollo de instrumentos derivados generalmente se trata de derivados de tasas de interés o de tipo de cambio en sus formas más sencillas. Entonces la complejidad de la distribución de riesgos en nuestros sistemas es bastante menor que en los países desarrollados. Sin embargo ello no es gratis ya que indudablemente una mejor asignación de los riesgos entre los agentes que pueden soportar mejor los mismos, es beneficioso para el desarrollo económico porque baja el riesgo promedio de la economía. En esa medida nuestros sistemas son más ineficientes en el manejo del riesgo, pero al mismo tiempo los hace un poco más resistentes frente a posibles comportamientos especulativos porque los mecanismos de propagación de tales comportamientos no existen en el mismo grado que existen en los mercados más desarrollados. Entonces una buena parte del problema que originó la crisis de los países más desarrollados no está presente en nuestro sistema. En nuestra región las crisis financieras han estado ligadas a comportamientos macroeconómicos inconsistentes en el tiempo.

### Diapositiva 5

#### 2. En síntesis...

- Bancos
  - Sólo recientemente los países han adoptado prácticas regulatorias modernas que han reducido la probabilidad de crisis bancarias. Más progreso aún es necesario.
  - Avances alcanzados: a) mayor vínculo entre los requisitos de capital y las provisiones por pérdidas esperadas y el riesgo de cartera. b) límites más estrictos a préstamos a partes relacionadas, c) menor espacio para descalces de monedas y plazos.

Esto significa que los desafíos para la regulación financiera son distintos en la región respecto de lo que son en los países desarrollados, no obstante que hay algunos elementos en común. Hay que reconocer eso sí, que la región ha hecho gran progreso en mejorar la regulación financiera. En parte eso tiene que ver con la lección de las crisis

a partir del año 82, momento desde el cual se sucedieron varias crisis financieras, así como también a la significativa entrada de bancos extranjeros en la región que trajeron consigo mejores prácticas regulatorias por cuanto también están sujetos a la supervisión desde sus países de origen. Entonces en general, la regulación financiera en la región ha hecho un gran progreso y la solvencia de la banca en la región, el actor dominante del sector financiero, es mucho mejor de lo que era hace décadas atrás. Entre los avances alcanzados hay que destacar un mayor vínculo entre los requisitos de capitalización de los bancos y los riesgos incurridos. Lo mismo se refiere con respecto a una mejor relación entre las provisiones por pérdidas esperadas con los riesgos incurridos. Esos factores mejoran la capacidad de un sistema bancario en general, para resistir un *shock* externo. En ese sentido la región está en mejor pie que en el pasado. Además también hay límites más estrictos a los préstamos dirigidos a partes relacionadas con la administración o la propiedad del banco que fue uno de los factores que también generó crisis bancarias en el pasado. Y por último otro factor importante es que se ha reducido el espacio para que los bancos exhiban descalces de plazos y monedas entre sus activos y pasivos de forma tal que cuando sobreviene una devaluación, los efectos sobre el balance de los bancos y sobre el capital de los bancos, hoy día son menos graves que en el pasado, no obstante que en algunos países sigue siendo importante porque es posible que la dolarización todavía se mantenga en niveles muy elevados.

Esta crisis reveló algunas falencias en la arquitectura financiera de los países desarrollados. Hay muchos factores a los cuales atribuir el origen de la crisis pero una de las claves es que se dio una expansión sostenida del crédito lo cual estuvo acompañado por un deterioro del proceso crediticio, es decir, de los requisitos de calidad que se aplicaban a la concesión de créditos. Hubo una toma excesiva de riesgos. Al mismo tiempo hubo

una expansión no regulada y muy importante del mercado de derivados. Entonces esta expansión masiva del crédito nos lleva a la necesidad imperiosa de incluir dimensiones macroprudenciales en la regulación financiera. Otro punto importante como ya se señaló, es que en Estados Unidos y en otros mercados existía

**Diapositiva 6**

**3. La crisis *subprime* reveló ciertas falencias en la arquitectura financiera de países desarrollados**

Si hubiera que destacar sólo algunas:

- La crisis se originó en una expansión sostenida del crédito junto con un serio deterioro del proceso crediticio y un desarrollo no regulado del mercado de derivados. Ello, entre otras cosas, destaca la necesidad de incorporar análisis macroprudenciales para guiar la regulación
- La separación entre la originación y la mantención de los riesgos generó incentivos perversos
- La evaluación de riesgos se demostró más compleja de lo que parecía, en especial bajo situaciones de crisis en que la distribuciones probabilísticas bajo situaciones normales pierden validez. Lo mismo es válido para las necesidades de liquidez.
- Los riesgos fueron mal medidos y mal comunicados (y a veces ocultados mediante operaciones fuera de balance y con instituciones insuficientemente reguladas)
- El comportamiento de los mercados, antes y después de la crisis, ilustró la fuerza de los mecanismos procíclicos y su potencial destructivo.

una separación entre los agentes que originaban el crédito y quienes lo mantenían después, habían agentes bancarios, instituciones que originaban créditos pero que a través de la *securitización* transferían los riesgos completamente a otros, con lo cual el proceso de selección de créditos tendía a debilitarse por cuanto el agente que lo originaba no retenía los riesgos. Por otra parte la misma evaluación de los riesgos se demostró mucho más compleja de lo que parece. El recurso a métodos estadísticos que son válidos durante épocas de relativa calma, no resultó tan válido durante épocas de crisis. Es decir, las distribuciones estadísticas con las cuales se calculan las probabilidades de riesgo durante épocas normales no son las mismas que las que se deben usar durante momentos de crisis. Entonces los que parecían activos con riesgos no correlacionados resultaron estar muy correlacionados. En consecuencia el nivel de riesgo real que se había asumido era mucho más grande que el que nos decían las probabilidades de tiempos normales. Entonces los riesgos fueron, no solo mal medidos sino que sobre todo mal comunicados porque no fueron expuestos en buena manera a los agentes que iban a retener el riesgo posteriormente. Y más aun en muchos casos se recurrió a operaciones fuera de balance con instituciones de propósito especial y no reguladas para retener parte de los riesgos, con lo cual el riesgo que realmente tenía el conglomerado quedaba sub declarado.

Otro aspecto importante que develó el comportamiento de la crisis en los países desarrollados es que los mecanismos pro-cíclicos de los mercados actúan con mucha fuerza y son devastadores. Los mecanismos de pánico destruyeron en dos semanas banca de inversión que tenía más de 100 años de persistencia. Aun hasta el día de hoy los mecanismos pro-cíclicos actúan en la forma de contracción de crédito por lo cual los bancos tratan de disminuir su grado de apalancamiento acentuando la crisis en lugar de ayudar a amortiguarla como han tratado de hacer los gobiernos de la región.

Algunos desafíos para la nueva regulación se refieren a que hasta ahora la regulación financiera ha estado centrada en las características individuales de una determinada institución. ¿En qué medida sus indicadores financieros y sus prácticas internas

**Diapositiva 7**

**3. Algunos Desafíos para la nueva regulación**

- Regulación microprudencial centrada en el desempeño individual de las instituciones vs regulación macroprudencial orientada a la dinámica del sistema como un todo.
- Prepararse para crisis sistémicas y no sólo crisis individuales.
- La evaluación de los riesgos debe incorporar la ocurrencia de eventos poco frecuentes pero de alto costo

29

se adecúan a ciertos estándares establecidos? El enfoque ha estado siempre en la institución individual más que en su interrelación con otra institución y el resto del sistema. En general, los aspectos que se llaman macroprudenciales no han sido tomados en cuenta y en el análisis se ha dado

menos peso a las expansiones significativas del crédito. Eso se suponía que debía quedar más bien en el área del Banco Central o de la política fiscal. Muchos opinaban que realmente el Banco Central no tenía ninguna razón para intervenir. Pero bueno, la experiencia señala que los aspectos macroprudenciales son claves en la regulación financiera y que deben ser incorporados de alguna manera para tomar en cuenta los riesgos sistémicos. Al mismo tiempo se debe confesar que estamos bastante ignorantes respecto de la forma de hacerlo. Ese es un tema que aun está en gran discusión y sobre el cual no hay gran acuerdo.

Otro aspecto importante es que más que prepararse para las crisis bancarias individuales, lo cual es importante, hay que también prepararse para las crisis sistémicas. Durante

**Diapositiva 8**

**3. Los desafíos para la regulación en ALC a la luz de la crisis *subprime*: Sistema bancario**

- Promover una mejor calificación, cobertura y comunicación de los riesgos
- Incorporar las dimensiones macroprudenciales en la evaluación de los riesgos (otorgar mayor énfasis al riesgo sistémico)
- Ampliar el ámbito de la regulación y supervisión a toda institución significativa que realice intermediación de fondos directa o indirectamente
- Moderar ciertas tendencias procíclicas de las actuales regulaciones
- Regular conflictos de interés en la relación entre instituciones financieras y las empresas de auditoría externa

30

el desenvolvimiento de la crisis se apreciaron comportamientos masivos como por ejemplo, la eliminación de la cartera de ciertos papeles que se consideraban malos, con lo cual se agudizaba la crisis del mercado. Ello agudizaba las necesidades de liquidez de los bancos, con lo cual la crisis se hacía inmanejable. Cuando se analizaba los requisitos de liquidez de un banco en particular todo parecía indicar que estaban bien. Pero todo estaba bien siempre y cuando el resto del mercado se comportara como se esperaba. Sin embargo, bajo condiciones excepcionales ese no es el caso, ya que bajo estas condiciones domina el pánico y eso lleva a que los requisitos de liquidez del conjunto del sistema sean más elevados de lo que era la suma de los requisitos de liquidez de cada banco individual.

Para referirme a América Latina, las cinco áreas en las cuales la región, creo yo tiene que avanzar en temas de regulación son: 1) promover una mejor calificación, cobertura y comunicación de los riesgos; 2) incorporar las regulaciones macroprudenciales a las que ya me referí; 3) ampliar el ámbito de la regulación y supervisión a toda institución significativa que realice intermediación de fondos directa o indirectamente; 4) moderar ciertas tendencias pro-cíclicas de las actuales regulaciones; y 5) regular conflictos de interés en la relación entre las instituciones financieras y las empresas de auditoría externa. (*Véase Apéndice B*).

Dado que el sistema bancario es el agente principal, me voy a centrar en los bancos. Cada país tiene una diferente medición, tiene diferentes criterios para decir cuándo está vencida la cartera, tiene además diferentes criterios para decir cuándo se debe provisionar la cartera vencida y en cuánto provisionarla, de forma tal que no tenemos buenos criterios acerca de cuál es la calidad de nuestra cartera. Este es un tema probablemente para la asociación de supervisores de la región: es necesario ir hacia una revisión y estandarización de los criterios para calificar la calidad de la cartera crediticia, y establecer cuándo se hace una provisión por pérdidas esperadas sobre esa cartera. En segundo lugar, dentro de lo que se conoce como el Acuerdo de Basilea II, está la propuesta de que sean los bancos a través de sus propios métodos internos de riesgo los que califiquen cuáles son los riesgos esperados para su cartera sin sus operaciones. Me parece que la crisis demostró que los métodos internos de calificación de riesgo por parte de instituciones financieras adolecen de serios defectos, y en consecuencia no podemos dejar que los bancos realicen ese trabajo interno, es necesario fortalecer el trabajo de la superintendencia con una mayor calificación técnica de sus funcionarios.

Un tema que también es muy importante, es que, si la calificación de la cartera ya es deficiente, aun más deficiente es la comunicación de los riesgos de cartera al público. Casi ningún país de la región, -uno o dos solamente de los que conozco-, realiza una publicación periódica de cuál es el riesgo de la cartera de los bancos. Entonces si no conocemos el elemento básico del sistema financiero como es el nivel de riesgo en el que incurrimos, realmente no estamos haciendo gran progreso.

Indudablemente que hay parte del riesgo que se incorpora en nuestro análisis, pero hay otros riesgos que se quedan fuera. Está propuesto en el nuevo acuerdo de capital de Basilea, incorporar los riesgos operacionales para provisionarlos apropiadamente. Al respecto la región todavía exhibe un gran atraso, y entonces el nivel de seguridad que aparentemente nos dan nuestros indicadores financieros no es tal. Hay riesgos que no estamos cubriendo y que tenemos que seguir avanzando.

Para terminar la parte microprudencial, tradicionalmente existía, antes del actual acuerdo de Basilea I, una forma de controlar el nivel de apalancamiento de los bancos y que era calcular cuánto se endeudaba el banco, cuánto captaba en relación a su capital (por ejemplo en Chile el límite era 20 a 1 en el año 1980). Esa medida de control del apalancamiento se reemplazó luego por otras medidas más sofisticadas. Actualmente hay un gran movimiento para volver nuevamente a establecer algún tipo de límite al apalancamiento bruto, es decir, sin corregirlo por riesgo.

En cuanto a los riesgos macroprudenciales, creo que tenemos que incorporar el hecho que en nuestra región, los sistemas son pequeños, y en consecuencia tiende a existir cierta concentración del crédito en algunos bancos grandes. ¿Qué pasaría si uno de esos bancos grandes fallara? Es un nivel de riesgo que tenemos que pensar en cómo incorporarlo en los temas de regulación bancaria. Lo mismo se aplica a la concentración excesiva en ciertas áreas económicas. El caso evidente es el hipotecario porque es el que acabamos de pasar. No obstante algunos sistemas exhiben concentración en otras áreas y si ocurriera un ciclo negativo en esa actividad puede afectar al conjunto de la banca.

Asimismo en la parte macroprudencial, lo menos que podemos hacer es monitorear posibles ciclos expansivos de créditos y analizar ciertas advertencias respecto de su sostenibilidad antes que tomar alguna medida como incrementar los requisitos de capital en forma dinámica según se incremente el nivel de crédito, tal como se está tratando de hacer en estos momentos en la Unión Europea. Creo que estamos aun por detrás del nivel de riesgo y de sofisticación que existe en los sistemas financieros más desarrollados. Creo que en este caso esto nos ha favorecido pero creo que es necesario ir incorporando esta lección.

Hay también en nuestros sistemas instituciones no reguladas. Las más importantes de ellas son las casas comerciales que emiten tarjetas de crédito y que han alcanzado una gran difusión. Recientemente en Chile se tomó la decisión de también ejercer cierta acción de supervisión y exigir criterios de capital a algunas de estas casas comerciales cuando su nivel de crédito sobrepasara cierto umbral crítico. ¿Por qué? Porque el grado de difusión que alcanzan las tarjetas de crédito de casas comerciales como medio de pago es tan grande, que también sus posibles falencias pueden conllevar riesgos sistémicos para la cadena de pagos. Y entonces si bien se imponen criterios de liquidez y de capital mucho más livianos que respecto de instituciones

bancarias, ya están en cierta medida incorporadas en la regulación.

Por último, en varios países de la región, especialmente en Centroamérica, las cooperativas de crédito forman parte importante del sistema financiero y su regulación muchas veces dista bastante de lo que es óptimo, y lo común en esos casos es que



los gobiernos tienen que ir al salvataje de aquellas instituciones que están en problemas y eso demanda recursos públicos que a veces son necesarios para otros fines. Entonces yo creo que la región, así como en los países desarrollados se están incorporando todas las operaciones fuera de balance, para que ahora estén dentro de balance; el equivalente para nuestros países, es que las instituciones no reguladas como las casas comerciales y menos reguladas

como las cooperativas, deben ser incorporadas en mayor medida en la regulación y supervisión financiera.

Lo dejo hasta ahí y muchas gracias. El resto de la exposición espero dejarla disponible en el sitio web.

**APÉNDICE A. SITUACIÓN MACROECONÓMICA Y CRISIS****Diapositiva A-1****1.A La situación macro antes de la crisis**

- En el contexto del auge en el precio de los commodities desde 2003, en general la región experimentó un crecimiento del Pib per cápita que excedía en promedio al 3%, por seis años consecutivos.
- América Central y varios países del Caribe, no obstante, no fue beneficiada por ese ciclo de precios, al ser importadores netos de alimentos, minerales y combustibles. Estas dos regiones continúan exhibiendo una alta exposición a las fluctuaciones de las economías de países desarrollados ,en especial de EEUU. (vía exports de prods maquilados, remesas y demanda por turismo)
- Varios países de la región modificaron en el curso de la década su régimen de políticas macroeconómicas, con una mayor orientación a la estabilidad y la capacidad para enfrentar shocks externos. También contribuyeron a ello los programas multilaterales de desendeudamiento (HIPC).

3

**Diapositiva A-2****1.A La situación macro antes de la crisis**

- Los resultados para la estabilidad fueron
  - Situaciones fiscales más sostenibles, en general (con ciertas excepciones)
  - Menores niveles inflacionarios
  - Sistemas financieros con mejoras en sus indicadores de solvencia
- ..y desde el punto de vista de la resistencia a shocks externos
  - Menor endeudamiento externo
  - Acumulación de reservas internacionales y de ahorros en fondos soberanos
  - Mayor protagonismo de los mercados domésticos en las necesidades de financiamiento (baja exposición al fondeo externo)
  - Varios países exhiben acceso continuado al mercado internacional de capitales y algunos alcanzan grado de inversión
  - Creación de condiciones para acciones fiscales y monetarias contracíclicas gracias a los espacios de política construidos durante la fase de auge de los precios de los commodities <sup>4</sup>

### Diapositiva A-3

#### 1.A La situación macro antes de la crisis

- Efectos de la crisis
  - Si bien en sus inicios se produjo cierta salida de capitales, el principal canal de contagio fue través de caídas en los precios y volúmenes de exportación.
  - La caída en la demanda externa ocasionó una reducción en el PIB del orden 1,9% en el 2009.
  - Estos efectos han tendido a revertirse desde la aplicación de los programas de rescate en los países desarrollados y por la continuidad en el dinamismo de los países asiáticos
  - Además varios países en ALC pudieron implementar medidas contracíclicas, tanto monetarias como fiscales, complementadas por una expansión del crédito de los bancos públicos.

5

### Diapositiva A-4

#### 1.B La situación macro actual

- La gran mayoría de los países de la región exhibirá tasas positivas de crecimiento en el 2010
  - Recuperación de precios y volúmenes de exportación
  - Vuelco positivo en las expectativas alienta el consumo durable, la inversión y recomposición de inventarios.
- El desafío principal es el retiro ordenado y a tiempo de los estímulos extraordinarios implementados durante la crisis.
- En general son reducidos los posibles efectos de la crisis de sostenibilidad de la deuda soberana de algunos países europeos.

6

### Diapositiva A-5

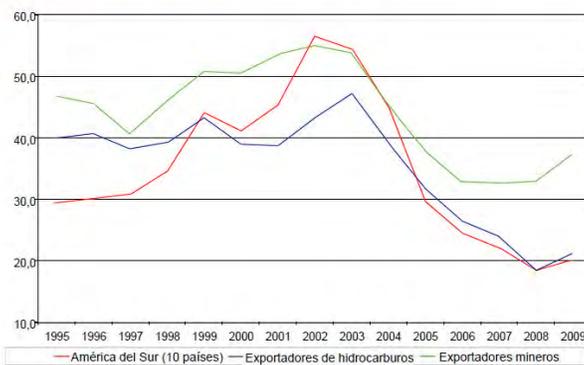
#### 1.C Los posibles canales de transmisión de la crisis de la deuda soberana de Europa

- Baja probabilidad fragilidad financiera externa: la deuda externa en la región es significativamente menor, con la excepción de algunos países del Caribe.

7

### Gráfico A-1

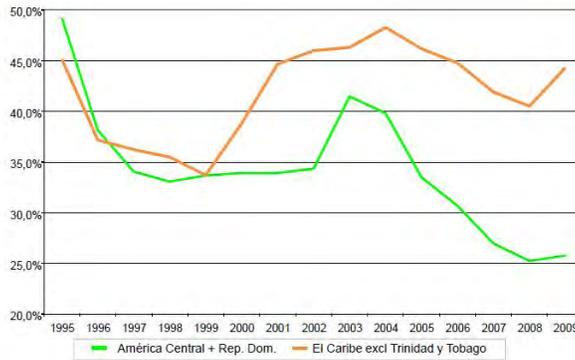
#### Deuda Externa en SudAmérica, Exportadores de hidrocarburos y minerales (% del PIB)



8

**Gráfico A-2**

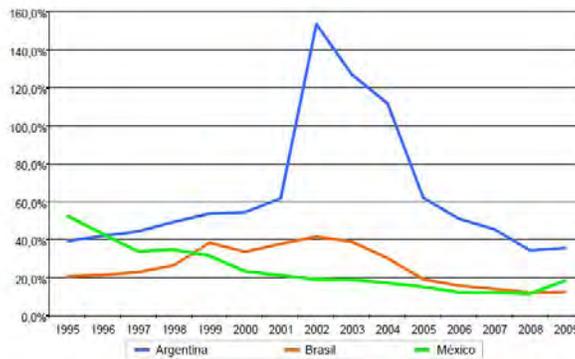
**Deuda Externa en América Central y el Caribe  
(% del PIB)**



9

**Gráfico A-3**

**...y los tres grandes  
(% del PIB)**



10

### Diapositiva A-6

#### Tres canales de contagio

- Tres canales
  - Comercio: la participación de Europa en las exportaciones de la región no es tan elevada y aquellas consistentes en commodities pueden ser re-direccionadas

11

### Tabla A-1

#### Composición de las exportaciones de ALC (%)

	Exportaciones Intrarregionales	Estados Unidos	Europa	China	Japón	Resto del Mundo	Memorándum: Export hacia Europa/PIB
Panamá	14,5	39,2	31,6	4,3	0,4	10,0	21,2
Chile	19,2	11,3	24,6	14,3	10,5	20,1	9,4
Costa Rica	25,4	38,2	17,4	6,3	0,9	11,7	7,5
Uruguay	39,0	3,7	19,3	2,9	0,7	34,4	5,2
Perú	20,4	18,6	17,6	12,0	5,9	25,4	4,1
Argentina	39,2	7,9	18,8	9,1	0,7	24,4	4,1
Nicaragua	30,0	40,5	8,8	0,2	0,7	19,8	4,0
Paraguay	68,9	1,7	8,4	2,1	2,0	16,9	4,0
Ecuador	35,7	45,3	11,3	2,1	0,6	5,2	3,4
Rep. Dominicana	14,3	60,9	13,8	2,1	0,7	8,2	3,1
Brazil	22,6	14,0	23,5	8,3	3,1	28,6	2,7
Colombia	33,6	38,0	12,8	1,2	1,0	13,4	2,1
Bolivia	65,0	6,9	6,1	1,9	3,1	17,0	1,9
México	6,7	80,3	5,9	0,7	0,7	5,7	1,7
El Salvador	41,9	48,1	7,0	0,2	0,4	2,4	1,6
Guatemala	44,1	39,4	5,6	0,4	1,5	9,0	1,3
Venezuela	5,7	32,0	7,0	0,3	0,0	54,9	1,3
América Latina	18,2	40,7	13,9	4,8	2,2	20,2	
México+Centroamérica +Caribe	10,4	75,1	6,8	1,0	0,7	6,1	
América del Sur	23,9	18,5	18,4	7,2	3,2	28,8	
Exportadores de Hidrocarburos	14,5	32,7	7,7	0,7	0,3	44,1	
Exportadores productos mineros	19,6	13,5	22,5	13,6	9,1	21,8	

**Diapositiva A-7**

Tres canales de contagio

- Tres canales
  - Remesas: Las remesas desde la UE no son tan significativas excepto para Bolivia, Ecuador, y Jamaica

13

**Tabla A-2**

Remesas desde la UE como % del PIB

		<u>Estados Unidos</u>	<u>Europa</u>	<u>España</u>	<u>Resto Europa</u>	<u>Otros orígenes</u>	<u>Memo: Remesas desde Europa/PIB</u>
Jamaica	13.8	54.5	21.2	n.d	21.2	24.3	2.9
Ecuador	5.2	41.4	54.9	44.6	10.3	3.7	2.8
Paraguay	2.0	35.0	56.4	50.7	5.7	8.6	1.1
Colombia	2.0	32.4	50.0	40.9	9.1	17.6	1.0
Honduras	21.0	95.2	0.6	n.d	n.d	4.2	0.1
México	2.3	97.0	2.0	n.d	n.d	1.0	0.0
Brasil	0.2	40.2	n.d	n.d	n.d	59.8	n.d
Guatemala	11.3	97.9	n.d	n.d	n.d	2.1	n.d

14

**Diapositiva A-8**

### Tres canales de contagio

- Tres canales
  - Inversión Externa Directa: si se agravan las condiciones de financiamiento en la UE, es posible cierta desaceleración en el flujo de IED.
  - Es muy baja la probabilidad de contagio a través de la presencia de banca europea en la región, debido a una estructura de fondeo basada en depósitos locales más que en líneas de crédito desde el exterior.

15

## APÉNDICE B. RIESGOS MACROPRUDENCIALES.

### Diapositiva B-1

#### 3. A Mejor calificación, cobertura y comunicación de los riesgos

- Microprudencial
  - Revisión de estándares y prácticas de calificación de la cartera atrasada, de los riesgos cartera de inversiones financieras y de las normas de provisionamiento.
  - Evitar que sean solo las instituciones financieras quienes evalúen y monitoreen el riesgo (riesgo moral)
  - Comunicación pública y periódica de los niveles de riesgo de cartera
  - Incorporación del riesgo operacional en el análisis y la cobertura
  - Stress test* de solvencia y liquidez
  - Reintroducir un límite al apalancamiento bruto (sin ponderar por riesgo)?
- Macroprudencial
  - Incorporación de los riesgos de concentración de la banca en determinadas áreas
  - Excesiva concentración del crédito en un solo banco. *Stress test* y “*planes funerales contingentes*”
  - Monitorear ciclos expansivos de crédito

31

### Diapositiva B-2

#### 3. B Ampliar el ámbito de la regulación y supervisión

- Incorporar a entidades no reguladas (casas comerciales que emiten medios de pago) con potencial de riesgo sistémico
- Qué ocurre con las cooperativas de ahorro y crédito (en particular de las abiertas) ?

32

**Diapositiva B-3**

### 3. C Moderar tendencias procíclicas de las actuales regulaciones

- Provisiones según riesgos a través de todo el ciclo?.
- Requisitos dinámicos de capital? O Consejo de Riesgo Macroprudencial?

33

**Diapositiva B-4**

### 3. D Conflictos de interés en la relación entre instituciones financieras y las empresas de auditoría externa

- Promover la independencia
  - Separación de actividades permitidas (evitar que las EAE auditen y califiquen su propio trabajo)
  - Límites a la importancia de los negocios con las instituciones financieras en los ingresos de las empresas auditoras si estas emiten opiniones sobre los estados financieros.

34

### Diapositiva B-5

#### 3.E Nuevas regulaciones en el mercado accionario

- Reducir la variedad de acciones (ordinarias vs preferentes etc) y estandarizar para aumentar liquidez secundaria
- Creación de nuevos segmentos de mercado con gobernabilidad corporativa mejorada
  - Protección del accionista minoritario: Uso de info privilegiada, transacciones con partes relacionadas, uso de oportunidades comerciales, repartición del premio por el control (*tag along*)
  - Estandarización de información financiera (IFRS)
  - Regulación de relaciones y límites de las empresas de auditoría externa (Sarbanes-Oxley)
- Creación de mercados especializados (capital de riesgo) para
  - Medianas empresas
  - Innovadores

35

### Diapositiva B-6

#### ...y de deuda

- Desarrollo de mercado de bonos públicos estandarizados para crear “benchmarks”
- Eliminar impuestos que discriminan entre formas de endeudamiento y capital (impuesto a las ganancias de capital).
- Estudiar factores que encarecen los costos de emisión de deuda y acciones

36

## Preguntas y Respuestas a Ponencias 1, 2 y 3

**Coordinador: Hugo Dorado - Director del Banco Central de Bolivia**

**Hugo Dorado (HD):** Las preguntas para Klaus son las siguientes:

La primera señala: según Krugman estaríamos muy cerca de la tercera gran depresión, ¿esto es así? Si es así ¿es evitable de alguna manera?

La segunda pregunta que viene de Santa Cruz señala, ¿cómo queda la bipolaridad: regímenes de tipos de cambio fijos versus flexibles después de esta crisis global?

La pregunta de El Alto señala: La crisis financiera mundial afectó y afecta el empleo mundial. ¿Cómo se realizarán las medidas de política monetaria y fiscal para influir en el crecimiento y recuperación mundial?

Esas son las preguntas para Klaus. Le cedemos la palabra y posteriormente proseguimos con Felipe.

**Klaus Schmidt-Hebbel.** Muchas gracias. Sin duda que la crisis financiera mundial afectó negativamente el empleo mundial en países desarrollados y en desarrollo. La pregunta es ¿cuáles son las medidas de política monetaria y fiscal para influir sobre el crecimiento, el empleo y la recuperación mundial? Precisamente las políticas que se aplicaron fueron para proteger el crecimiento y el empleo. La intervención de bancos, instituciones sistémicamente importantes, la gran expansibilidad de las políticas fiscales, las políticas más específicas que se aplicaron en muchos países tanto emergentes, en desarrollo como desarrollados para proteger el empleo, como la introducción de empleo *part-time* en algunos países europeos por ejemplo. Ahora la pregunta es ¿cómo salimos de esta política fuertemente expansiva? A medida que la economía mundial se recupera tiene que hacerse menos expansiva la política fiscal, tienen que subirse las tasas de interés, los bancos centrales tienen que deshacerse de esas grandes expansiones de la hoja de balance. Es el reto por el momento.

¿Cómo queda la bipolaridad? Precisamente el mundo ha estado en este gran movimiento en el que muchos países del mundo desarrollado y en desarrollo durante los últimos 10, 15, 20 años se han desplazado desde esquemas cambiarios intermedios que permiten alguna flexibilidad cambiaria, hacia los dos polos ya sean sistemas cambiarios rígidos y ultra rígidos o sistemas flotantes o flexibles. ¿Por qué? Porque en la gran mayoría de los países los esquemas intermedios como bandas cambiarias, bandas cambiarias reptantes, fracasaron, fueron sujetos a crisis cambiarias con algunas excepciones. Bolivia es una excepción. A ustedes les fue bien hasta la fecha con el tipo de cambio reptante. Costa Rica es otra excepción. A Costa Rica le fue bien hasta ahora con su tipo de cambio reptante y banda cambiaria reptante que la está ampliando

para converger muy pronto, por lo que han dicho las autoridades costarricenses, a un tipo de cambio también bipolar de mayor flotación dejando su régimen intermedio. En general yo creo que la tendencia mundial es esa: dejar los regímenes intermedios e ir hacia grados crecientes de mayor flotación en la medida en que los países deciden mantener y fortalecer su autonomía monetaria. Caso contrario pueden abandonar dicha autonomía como Ecuador, Panamá o El Salvador, adoptar una moneda extranjera o pueden ser parte, como los miembros de la Unión Europea, de un arreglo monetario común.

La última pregunta es si la regulación financiera implica una mayor participación del Estado y menor participación de los mercados. Por definición, la reforma a la regulación financiera implica un fuerte rol del Estado y las autoridades correspondientes, las superintendencias, los bancos centrales, los gobiernos, con cambios de leyes hasta reglamentos. Pero en cuanto a quién es responsable de la gestión o la propiedad de las instituciones financieras, ahí yo diría que nadie ha levantado voces a favor por ejemplo de la nacionalización de empresas privadas financieras aunque estuviesen en falencia o en quiebra. Muchas han sido nacionalizadas temporariamente, como los planes de las autoridades que han nacionalizado algunos bancos en Estados Unidos. Citibank hoy día es casi un banco público, hoy en día las acciones están en manos del Estado, pero el Estado a su vez ha manifestado públicamente que va a reprivatizar esos paquetes accionarios en bancos intervenidos.

**HD:** Muchas gracias. Seguidamente vamos a formular las preguntas dirigidas a Felipe. La de Santa Cruz señala lo siguiente: la práctica nos dice que la mejor forma de prepararse para las crisis sistémicas, lo más razonable es la diversificación de la cartera, luego ¿es recomendable que las nuevas regulaciones financieras busquen un equilibrio virtuoso entre flexibilidad y rigidez?

La segunda pregunta señala: ¿qué políticas deberían emplearse en América Latina para impulsar el desarrollo del mercado de capital?

**Felipe Jiménez:** Respecto de la forma de prepararse para las crisis sistémicas, es verdad que la diversificación es la principal herramienta pero debe ser complementada por la provisión para pérdidas esperadas. Eso significa hacer una estimación de los riesgos crediticios y cubrirlos haciendo reservas para justamente cubrir esas posibles pérdidas. Y es en esa área que en la parte de mi exposición dije que había falencias ya que empleamos las probabilidades de tiempos normales para estimar las pérdidas en tiempos de crisis. Entonces esa es un área en la cual hay que avanzar. Como dije no hay un consenso técnico aun, pero es claramente en esa dirección en la cual hay que progresar. Es una medición mejor de los riesgos bajo situaciones de estrés.

La segunda respecto de ¿qué políticas debieran emplearse para impulsar el desarrollo de mercado de capitales? Esta pregunta es muy amplia pero me voy a remitir nada más

que a la parte del mercado accionario por cuanto he tocado bastante el tema del sistema bancario. En primer lugar el contexto macroeconómico es un factor determinante para crear las condiciones para el desarrollo de todo sistema de intermediación financiera. En relación con la regulación en el área accionaria, debo comenzar señalando que en la región tenemos uno de los ejemplos más claros de cómo avanzar en el desarrollo de un mercado de capitales y lo tenemos en Brasil. Brasil lo que hizo es: introdujo en forma voluntaria el BOVESPA, -la Bolsa de Valores de Sao Paulo-, e introdujo algunos cambios fundamentales en el funcionamiento del mercado; en primer lugar homogeneizó el tipo de acciones que se transaban, en segundo lugar introdujo una serie de nuevas normas de gobiernos corporativos para proteger a los accionistas minoritarios, en particular del uso de información privilegiada y de la posible extracción de renta que pueden hacer los socios controladores a través de transacciones con partes relacionadas respecto de la propiedad, de la administración. Yo diría que esas dos áreas fueron las que le salvaron la vida al BOVESPA, de forma tal que pasó de ser una bolsa de valores casi insignificante en el 2002, a una bolsa vibrante y muy potente en el 2009, antes de la eclosión de la crisis, acompañado esto con políticas deliberadas de desarrollo del mercado de capitales hacia pequeñas empresas, en concreto lo que se llama el desarrollo del capital de riesgo.



## Ponencia 4

# Repasando la política y re-normalizando la política fiscal y monetaria.

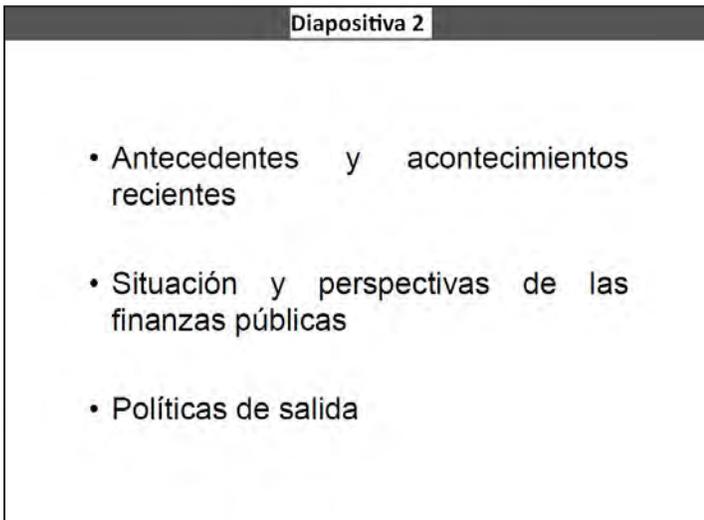
Julio Escolano

Asesor del Departamento de Asuntos Fiscales del Fondo Monetario Internacional

Muchas gracias. En primer lugar quisiera agradecer al Banco Central de Bolivia la amabilidad de invitarme para esta presentación sobre la re-normalización de las políticas fiscal y monetaria. Me voy a centrar más en la parte fiscal porque es mi especialidad, pero también porque creo que en estos momentos es un tema más candente dados los acontecimientos más recientes en Europa.



En la presentación me gustaría tocar tres grandes temas: primero los antecedentes; en la segunda parte me gustaría hablar de la situación y las perspectivas de las finanzas públicas en el momento presente y hacia adelante; y por último afrontar algunos principios,



consideraciones, conceptos necesarios para elaborar políticas de salida a la situación presente. Espero poder argumentar que la situación de las finanzas públicas en estos momentos, al menos en los países avanzados es difícil.

Entrando ya a la primera parte, como se ha mencionado, la crisis financiera

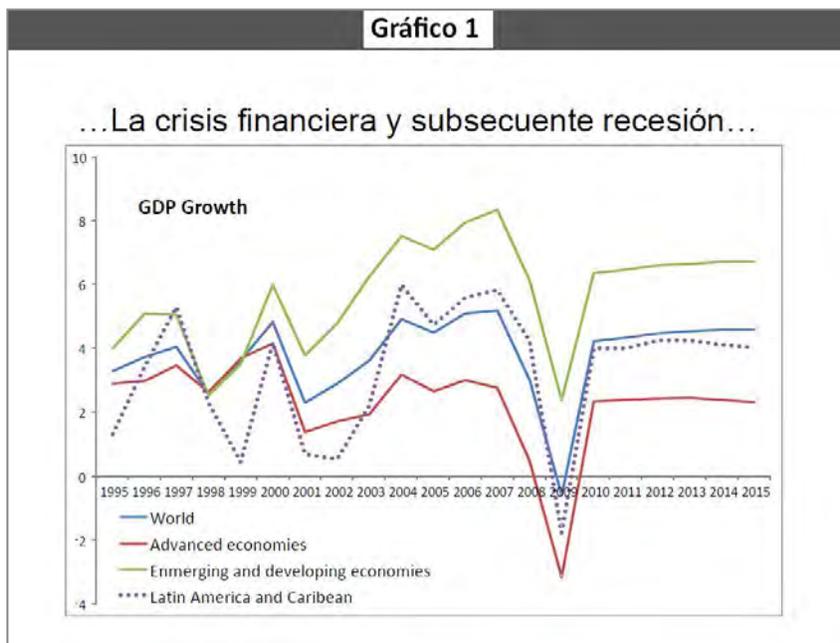
del 2008-2009, representa una recesión sin precedentes en la historia reciente. Es difícil ir más atrás porque no hay muchos datos de principios del siglo XX, pero por todos los datos que existen es quizás el mayor golpe a la economía que se ha sufrido desde la Segunda Guerra Mundial. En el siguiente gráfico

**Diapositiva 3**

### Antecedentes y acontecimientos recientes

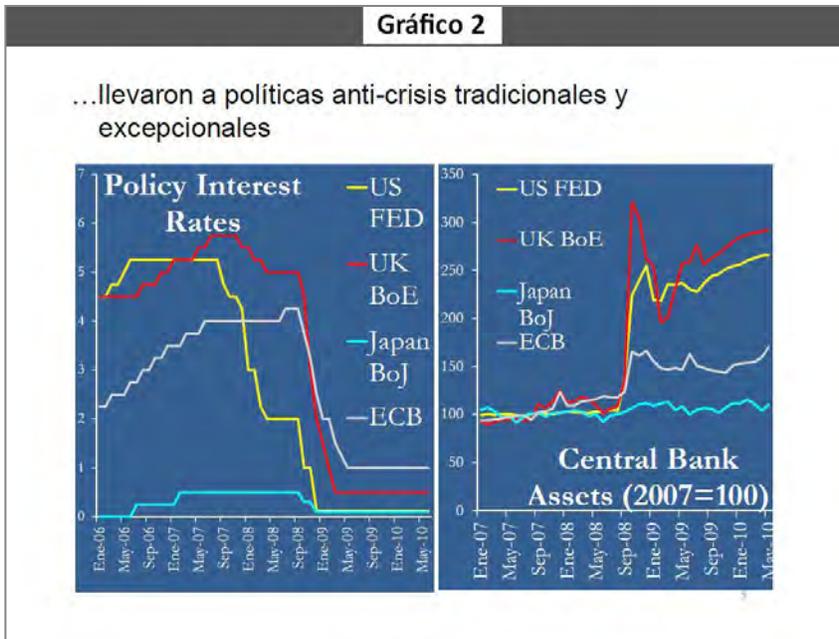
- Crisis financiera y recesión sin precedentes en la historia de postguerra
- Políticas monetarias y fiscales igualmente extraordinarias para sostener la demanda
- Tensiones en mercados financieros se han reavivado desde mayo: euro área; mercados interbancarios y de deuda soberana
- Medidas de reciente adopción

del crecimiento, (*Gráfico 1*) se ve que los países avanzados, ciertamente han sufrido la crisis más fuerte probablemente desde la Gran Depresión de los años 30, pero también el Resto del Mundo. La economía mundial también entró en terrenos negativos, y en particular América Latina y el Caribe donde fue incluso más aguda la recesión de lo que fue en el mundo en su conjunto. La línea superior



es el conjunto de economías emergentes y de países en desarrollo.

Podría este gráfico empezar el año 95 pero podríamos ir hacia atrás y encontraríamos que no ha habido una recesión de estas dimensiones en la economía reciente. Esto llevó a la adopción de políticas económicas tradicionales, las que fueron llevadas a su extremo y cuando ese extremo se alcanzó, a la adopción de políticas más allá de las tradicionales, políticas excepcionales. En temas de política monetaria, yo pondría como ejemplo de política tradicional para enfrentar una crisis, la reducción de los tipos de interés. (*Gráfico 2*). Se puede ver que los tipos de interés de los principales bancos centrales cayeron prácticamente a cero (*lado izquierdo del Gráfico 2*). Se muestra a la Fed de Estados Unidos, el Banco de Inglaterra, Banco de Japón y el Banco Central Europeo. El Banco Central Europeo, la mantuvo quizás al 1%, pero ellos argumentan que equivale a cero a efectos prácticos, porque mantienen una tasa por debajo de redescuento.



En cuanto a la aplicación de políticas extraordinarias, -debido a que la reducción de los tipos de interés a cero no pueden llevar a tipos de interés reales negativos, existiendo un límite a la expansión de la política monetaria en base a la reducción de tipos de interés-, los bancos centrales entraron en políticas cuantitativas que hasta ese momento se habían considerado poco ortodoxas. Y encontramos que la hoja de balance, que es el total de los activos de varios de los principales bancos centrales mundiales (*lado derecho del Gráfico 2*), llegó a más del 300% de incremento como es el caso del Banco

Central de Inglaterra. Si 100 es el momento en que entraron en la crisis, llegaron a más de 300 en el valor de sus activos. De igual forma la Reserva Federal más que duplicó su hoja de balance. El Banco de Japón un poco menos pero el Banco Central Europeo también hizo estas políticas excepcionales. Y más recientemente hemos visto una especie de re-emergencia de estas turbulencias que sin llegar a tener las características de crisis que se tuvieron al final del 2008 y principios del 2009 (que fue una situación en los mercados financieros, que yo diría sin exagerar que era de pánico) ha habido también una recaída, digamos en algunos de estos síntomas. ¿Qué ha causado esta recaída? Eso es difícil de decir con total precisión. Quizás los historiadores de aquí a muchos años tengan un diagnóstico preciso. Pero yo diría que es muy importante tres puntos: uno es la creciente preocupación sobre la sostenibilidad fiscal y externa. La competitividad de economías europeas avanzadas dentro de la Euro Área, y el posible efecto que un fracaso de sostenibilidad fiscal y de competitividad externa pudiera resultar en la estabilidad del sistema financiero y monetario internacional. Segundo, es que se tiene una cierta incertidumbre acerca de las políticas fiscales, financieras, regulatorias, monetarias que van a seguirse de aquí en adelante. Durante la crisis, en momentos álgidos de la crisis, todo el mundo entendía que había que hacer lo que se pudiera en ese momento, pero hemos llegado a una estación en la que es necesario tener visibilidad a futuro, la cual aun no se ha tenido entre las economías que han tenido una mayor debilidad en el área fiscal y donde ha habido un nivel de deuda que se ha incrementado más, llegando a niveles más altos, no ha habido una clara expresión de cuál es la estrategia detallada que se va a seguir en el futuro de una manera creíble, de una manera que dé confianza a los inversores.

#### Diapositiva 4

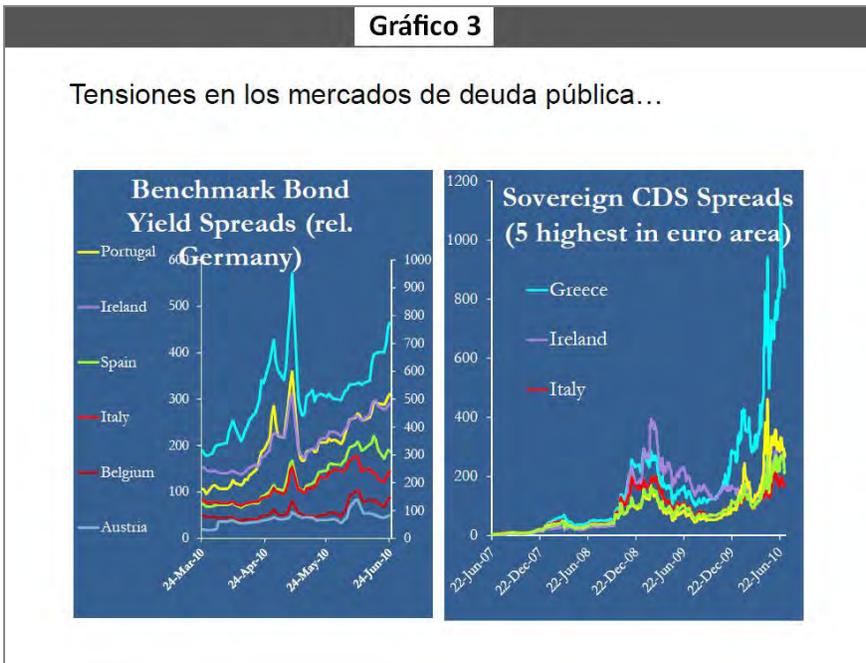
### Tensiones recientes

- Mayo: Re-emergencia de turbulencias en mercados financieros
- Creciente preocupación sobre la sostenibilidad fiscal y externa (competitividad) de economías europeas/euro área
- Incertidumbre acerca de políticas fiscales, financieras y regulatorias.
- Dudas sobre las perspectivas de crecimiento.
- Retorno de la aversión al riesgo, riesgos de contagio a bancos, congelación efectiva de algunos mercados europeos (bonos , inter-bancario, swaps cambiarios \$/€)
- Riesgos para la recuperación global y efectos secundarios en EMs

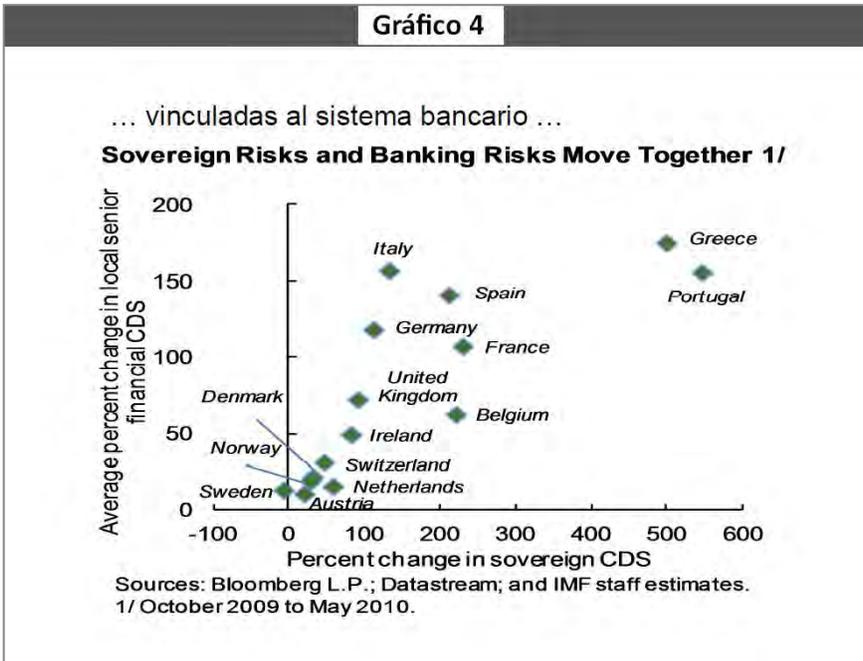
Por último ha habido las dudas sobre el crecimiento. Llegó un momento de rebote en el que la economía mundial empezó a crecer muy rápido, pero después el crecimiento se ralentizó y hay una cierta incertidumbre acerca de la sostenibilidad del crecimiento en las economías avanzadas, y por ende en economías

emergentes, típicamente en Asia, en América Latina, si hubiera una segunda recaída.

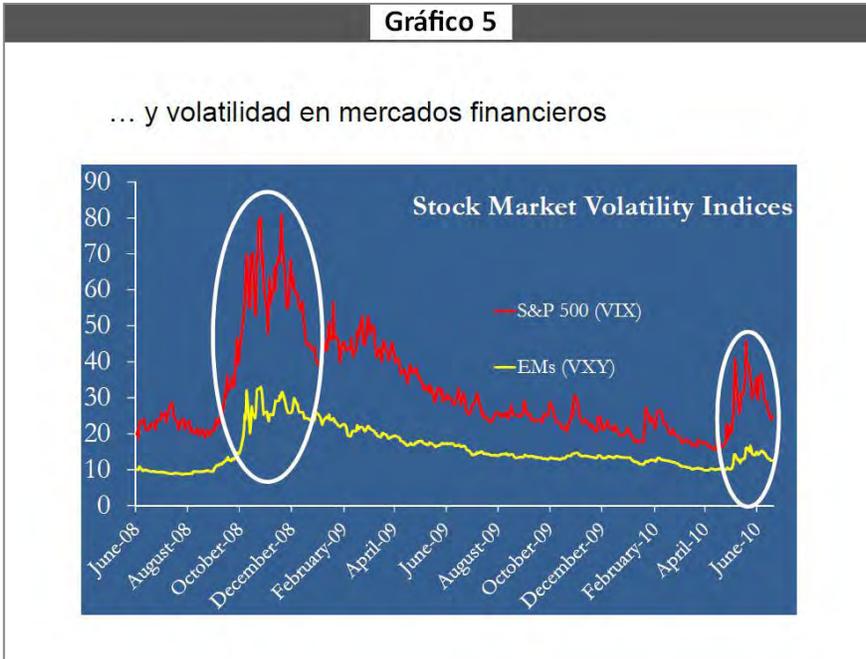
Dadas estas circunstancias, lo que hemos observado desde marzo, abril y mayo (*de 2010*) más o menos, ha sido un retorno a la aversión al riesgo por parte de inversores, una vuelta a valores de refugio, debido a un incremento de los riesgos de contagio dentro del sistema financiero. De hecho se han congelado algunos mercados interbancarios en Europa tales como el mercado de bonos privados incluso públicos, el mercado interbancario, los *swaps* cambiarios entre el euro y el dólar. Y esto crea unos riesgos a la recuperación global por los efectos secundarios que esto pudiera tener. Vemos el gráfico de los *spreads* que existen en los bonos del gobierno de algunos miembros de la Zona Euro y el TRE (*tasa de referencia*) de los bonos del gobierno



alemán que ha sido el más estable, (*Gráfico 3*) y se ve que hubo una tendencia general a la apertura de estos *spreads*. A la derecha se puede ver el nivel de los *spreads* de los CDS (*credit default swaps*) que básicamente es un seguro contra la quiebra de un país. Si usted tiene una deuda de ese país y quiere asegurarse puede comprarlo en CDS y esto le da un seguro. Esto es un seguro contra la declaración de *default*, de bancarrota de un país. Y eso tiene un precio como todo seguro, el cual se refleja en el gráfico. Cuanto más alto el precio, hay una mayor sensación que hay un peligro muy real, que la bancarrota puede ocurrir. Entonces estos *spreads* son una forma de medir el desasosiego en los mercados respecto a la deuda soberana. El más alto desde luego es el de Grecia, pero después hay otros países como Irlanda, Italia, Portugal y España que también han visto sus *spreads* de CDS subir mucho en los últimos meses.



Estos dos aspectos, los riesgos relativos al sistema bancario, y los riesgos relativos a la deuda soberana han estado relacionados. Vemos el incremento en el *spread* de los CDS de la deuda soberana y el que se ha dado en los *spreads* de los CDS del sector financiero (*Gráfico 4*). Y se puede ver que los países que han tenido un mayor incremento del riesgo, una apreciación de riesgo en el soberano, han tenido también un incremento del riesgo en el sector financiero. Y no es de extrañar porque la crisis reciente ha demostrado que en última instancia la garantía de la solvencia de un sector financiero es el gobierno de ese país, o en el caso de la Unión Europea, el del euro, es la coordinación entre los gobiernos, la cual no debe fallar ya que un desasosiego en cuanto a la solvencia de uno, inmediatamente se transmite a una apreciación de riesgo en la solvencia del otro.



Para ilustrar acerca de la turbulencia en los mercados financieros, se muestra el Índice VIX que mide la volatilidad y es uno de los indicadores del mercado de *stock* de la Bolsa, y se puede ver que ha habido una reactivación de esta aversión al riesgo. (Gráfico 5). Ha habido inmediatamente unas fracciones de respuesta por parte de los países, en este caso de la Unión Europea, mediante la creación de un Fondo, el EFSF que

es el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera, que cuenta con aproximadamente 440 mil millones de euros, con la posible participación del Fondo Monetario, constituyéndose en una garantía de los países miembros del Euro. Hubieron programas de compra de deuda pública por parte del Banco Central Europeo,

**Diapositiva 5**

**Recientes Iniciativas en Respuesta**

- EFSM (€60 bl), EFSF (€440 bl) + participación del FMI.
- BCE: programas de compra de deuda (y esterilización), reactivación de operaciones de medio plazo, swaps cambiarios con la FED.
- Medidas de consolidación fiscal y reformas estructurales adicionales en varios países: España, Portugal, Reino Unido, Francia, Alemania.

**Diapositiva 6**

**Situación y Perspectivas de las Finanzas Publicas**

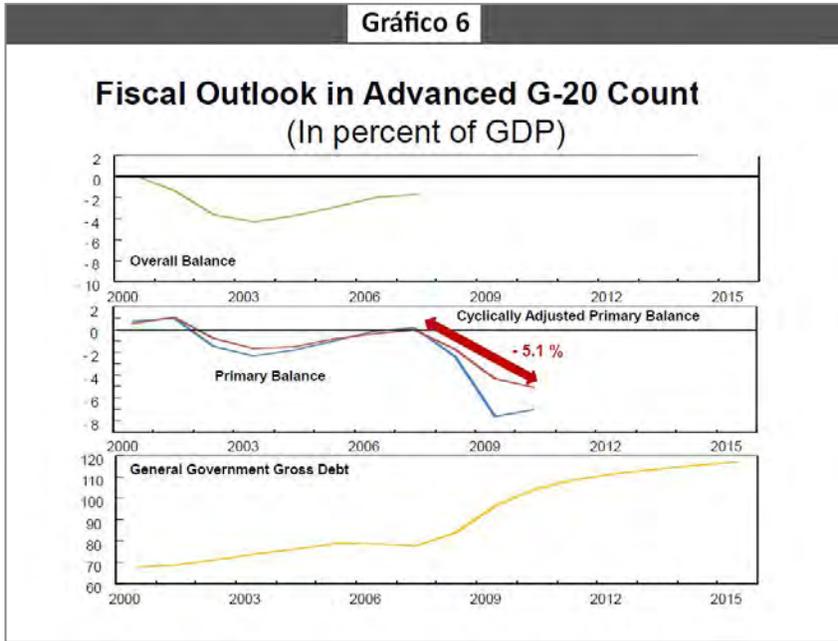
- Economías avanzadas 2007-2010
  - Deterioro del balance primario estructural de 4.9% del PIB potencial (G-20: 5.1%); deterioro del balance total de 7.3% del PIB (G-20: 7.2%)
  - Deuda del gobierno crece 25 puntos del PIB y 37 hasta 2015 (cuando será 110% del PIB)
- EMEs: Ratios de deuda caerán gradualmente a partir del 2011.
  - Mayor crecimiento (Asia, América Latina), menor impacto de la crisis financiera, y tipos de interés relativamente bajos (flujos de capital): diferencial interés-crecimiento negativo en muchas economías
  - Pero balances primarios débiles y posibilidad de efectos negativos de la situación en economías avanzadas “

una reactivación de operaciones a medio plazo también del Banco Central Europeo, -los *swaps* con la Fed-, y hubieron medidas de consolidación fiscal y reformas estructurales que se han anunciado recientemente en gran parte, bajo la presión del mercado, en diversos países de la zona del Euro, en particular, España,

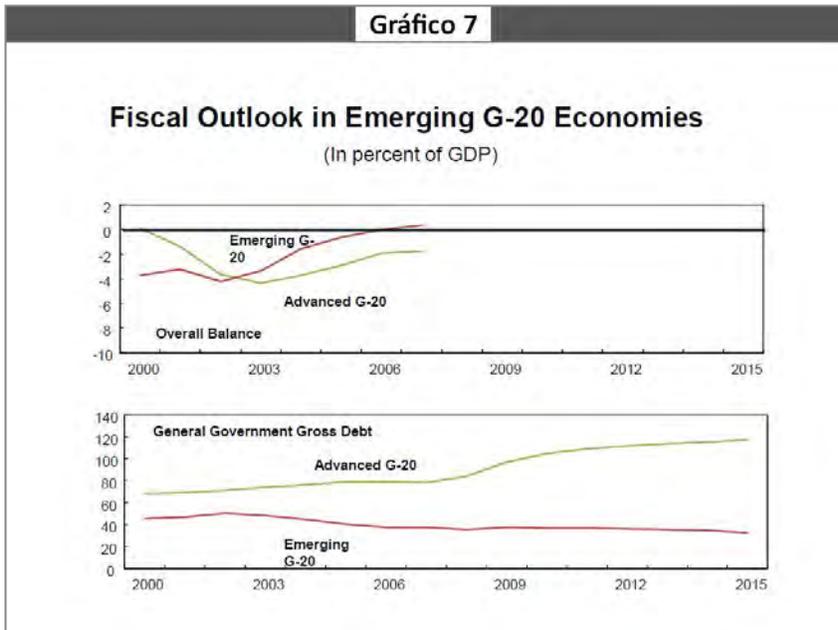
Portugal, el Reino Unido, Francia, Alemania.

Entonces vamos a entrar un poco a ver por qué este desasosiego, esta falta de confianza en los riesgos soberanos. El efecto de la crisis en las economías avanzadas fue un deterioro del balance primario. Hablemos del balance primario estructural para eliminar el efecto que la crisis pudiera tener en una pérdida transitoria de ingresos o gastos puramente temporales, como el subsidio de desempleo, balance en el que está ya corregido de estos efectos puramente cíclicos o temporales. Y se puede ver que ha habido un deterioro del balance estructural. Gráficamente se observa el balance total en las economías avanzadas (*parte superior del Gráfico 6*). Había ido incrementándose, mejorando la situación, aun con signo negativo, hasta la llegada de la crisis. Es entonces cuando cae en picado. El balance primario, (*parte central del Gráfico 6*) que es el balance fiscal antes del pago de intereses por la deuda, es decir, esto es total de ingresos menos los gastos que no son relativos al servicio de la deuda. Y el balance estructural el cual cayó 5,1%. Las últimas estimaciones que tengo son un poco más bajas pero del mismo orden de magnitud. Se observa la proyección del Fondo Monetario, de las perspectivas a medio y largo plazo (*parte inferior del Gráfico 6*). Se ve que hay un crecimiento de la deuda que es espectacular. Se espera que si tomamos el punto de partida al final del año 2007, y el punto final, el horizonte de la proyección el 2015, haya un incremento de la deuda pública alrededor de un 40% del Producto Interno Bruto (PIB) en estas economías. No se trata solo de una proyección, ya que la mitad ya ha ocurrido, es decir, que de este 40%, alrededor de 20 puntos de incremento de la deuda pública respecto del PIB ya ha ocurrido, y se esperan otros 20, quizás un poco menos en el futuro.

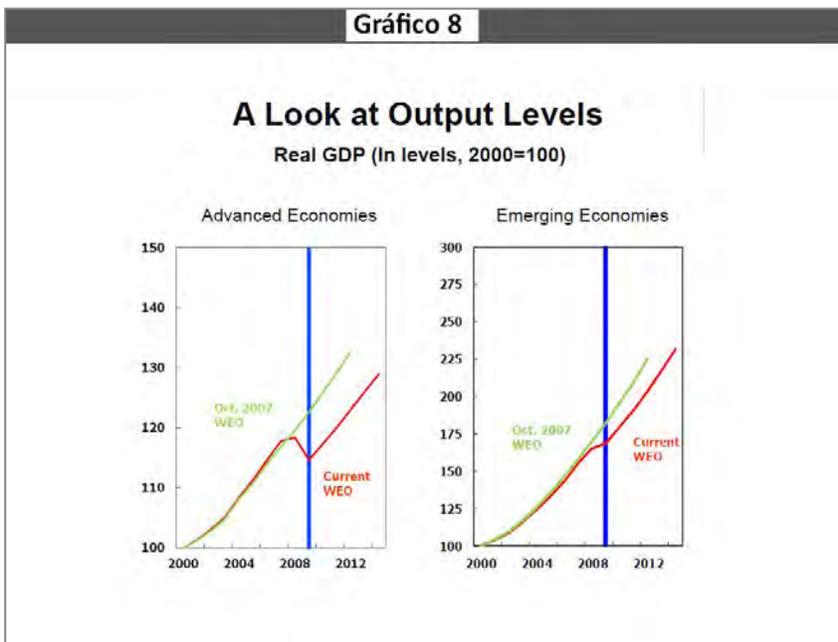
Las economías emergentes, al menos del G20, (representativas de la situación en países en desarrollo y economías emergentes) han tenido una situación bastante mejor.



(Gráfico 7). Por comparación aquí está el balance fiscal (*parte superior del Gráfico 7*) y la deuda del gobierno (*parte inferior del Gráfico 7*). El balance fiscal cayó, se deterioró en las economías emergentes, pero menos. Yendo hacia el futuro se ve una mejora del



balance. Además la deuda, a diferencia de las economías avanzadas, probablemente tenga una caída en promedio como porcentaje del PIB (la evolución de la deuda pública que en última instancia es para una persona, para una familia o para una empresa, un indicador bastante importante de la solvencia, depende de la diferencia entre el tipo de interés y el crecimiento). Y esto se debe a dos cosas: se espera que los tipos de interés sean relativamente bajos, y el crecimiento se espera que siga siendo mucho más alto que el de las economías avanzadas. Eso crea una situación muy favorable en cuanto a la evolución de la deuda. Sin embargo hay que destacar que el balance primario de las economías emergentes, -tanto más o peor en las economías avanzadas-, se espera que incluso al final del horizonte de la proyección de 2015 sea negativo, es decir, que todavía los ingresos sean insuficientes para pagar los gastos y que por lo tanto se siga



añadiendo al monto nominal de la deuda incluso hacia el final del periodo. Solo que en las economías emergentes la evolución del Producto Interior Bruto, el crecimiento, hace que la deuda como porcentaje del PIB vaya disminuyendo, mientras que en las economías avanzadas el crecimiento del Producto Interior Bruto no es tan alto y por lo tanto la deuda crece más que el PIB en porcentaje. (Gráfico 8).

¿Cuáles son los riesgos asociados a este escenario? A la alza, es decir un riesgo bueno, es que los ingresos podrían ser más altos. Esto es porque las proyecciones en general, visión que compartimos con la mayoría de los que hacen proyecciones económicas de organizaciones internacionales y analistas, indican que ha habido una caída del producto potencial representado por esta crisis que no se va a recuperar, va a volver

a crecer pero no va volver a la trayectoria donde se encontraba antes la economía. Esta pérdida es para siempre y esta pérdida responde pues al sector financiero, al sector de la construcción y a otros sectores que probablemente no volverán a tener la pujanza que tuvieron en el pasado, por lo menos en el futuro inmediato, en el

Diapositiva 7

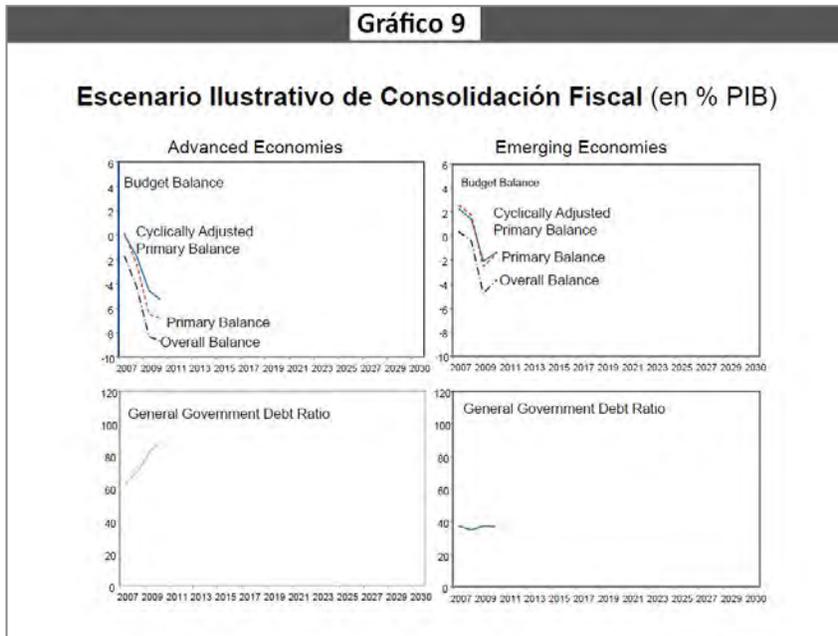
Riesgos al escenario de base

- **Al alza:** Ingresos podrían ser más altos
- **A la baja:** El diferencial de interés-crecimiento podría ser mayor de lo previsto

futuro previsible. Este *gap* o pérdida permanente de producto, puede estimarse alrededor del 8% del producto. Se volverá a crecer, el producto volverá a seguir creciendo quizás a la misma tasa que hubiera crecido de otra manera pero en una trayectoria paralela por debajo. Sin embargo nos podríamos equivocar y si hubiera una recuperación del producto hacia la trayectoria que tenía en el pasado o esa recuperación ocurriera en un plazo más corto de lo que se espera, los ingresos volverían a recuperarse. Estos ingresos de los que estoy hablando básicamente son los impuestos sobre los beneficios del sector financiero y otros beneficios relacionados (*capital gains*), o sobre las viviendas, considerando la revalorización de las viviendas que hubo en el pasado, y en el sector de la construcción la reabsorción del desempleo que ha ocurrido. Podría ocurrir más rápido de lo que se espera, pero también hay riesgo a la baja. Y es precisamente este diferencial entre el interés y el crecimiento lo que podría resultar en un riesgo a la baja. Simplemente para hacerlo más breve, digamos que la evidencia empírica, indica que un incremento de la deuda pública lleva a mayores niveles del tipo de interés. Segundo, que un incremento de la deuda afecta al crecimiento. Pero básicamente la idea es que dada la proyección de incremento de la deuda pública esperada hasta el año 2015 en países avanzados, esto podría resultar permanentemente en más de medio punto de crecimiento de la misma año tras año, lo que a lo largo de los años acumularía una pérdida del producto muy importante. Esto ocurre vía fundamentalmente los tipos de interés, la inversión y el stock de capital.

Simplemente, esto nos lleva a la conclusión de que hay dos alternativas, una es estabilizar la deuda pública principalmente en los países avanzados, a un nivel post crisis o hacer lo que se pueda para hacerla caer. (Véase Apéndice A). La idea es que al llevar la deuda pública a niveles parecidos a los que existían antes de la crisis, la deuda del gobierno tendría que llegar a su pico a la mitad de la década que viene, y después

**Gráfico 9**



caer hacia el 60% que era el promedio de lo que había antes de la crisis en los países avanzados. Entonces uno encuentra que como promedio estos países avanzados tendrían que llevar una contracción primaria, del balance primario, de alrededor de 8 puntos del PIB, que es mucho. (Gráfico 9). En las economías emergentes menos en las que el objetivo sería un 40% de deuda. Muchas economías emergentes están ya por debajo o llegarán a estar por debajo de ese nivel.

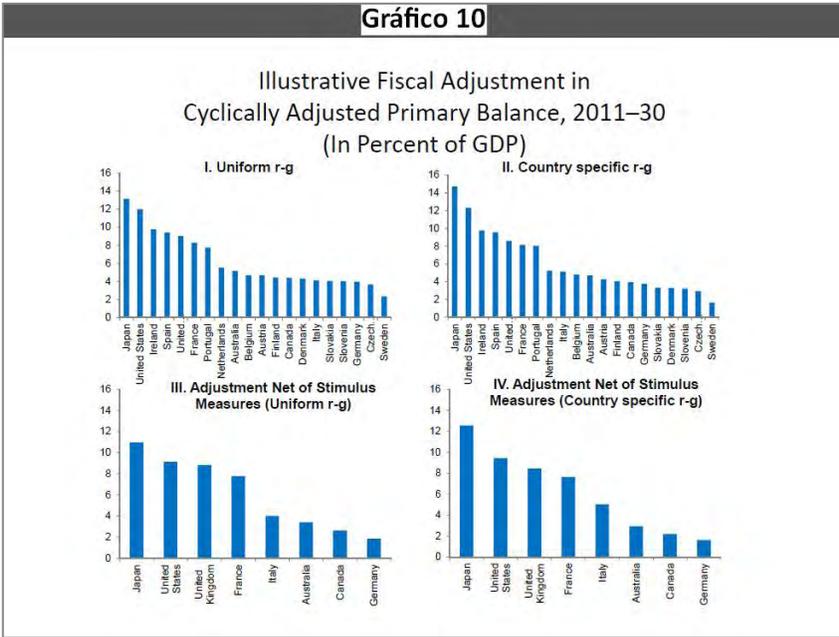
**Diapositiva 8**

**Escenario Ilustrativo de Consolidación Fiscal**

- Objetivo de deuda en 2030
  - Ratio de deuda 60% en EA (Japón: 80% deuda neta); 40% en EMEs; o ratio en 2012, si es menor que el objetivo
  - Balances primarios mejoran uniformemente hasta 2020 y permanecen constantes en 2021-2030.
- Mejora promedio necesaria del balance primario: 7.8% PIB en EA; 2.7% en EMEs (con r-g constante)
- Con r-g variable, simplemente estabilizar el ratio de deuda requeriría un ajuste casi tan importante como para reducirlo al objetivo de 60%-40%

País por país se observa el nivel de ajuste fiscal que se requeriría en países avanzados. Esto nos lleva a ver que diseñando políticas con este objetivo de reducir la deuda, llegamos a lo que estaba antes de la crisis, el 60% del PIB. (Gráfico 10).

¿Cuáles son las políticas adecuadas?



Es difícil dar una regla o una recomendación para todos los países pero aquí he puesto los *top ten*, los diez elementos o sugerencias que podrían ser quizás las más cruciales.

Primero, es necesario que se trace y se comunique una estrategia convincente de medio plazo con objetivos claros cuantificados, con un ancla por ejemplo de un 1% de ajuste al año durante los próximos 4 o 5 años con medidas de gasto e ingreso que deben anunciarse con especificidad para que sea creíble.

Segundo, es no concentrar el ajuste al principio. Si es posible, a menos que la presión de los mercados fuerce a una consolidación más rápida de lo que sería ideal, sería bueno que el ajuste sea de tipo paulatino pero consistente, mantenido. En lugar de no hacer mucho al principio y después olvidarse de ellos, mantener un punto del PIB cada año particularmente en aquellos países que todavía tienen un espacio de política fiscal suficiente. Probablemente sea necesario hacer un pago adelantado, es decir, llevar a cabo ciertas medidas que deben anunciarse de antemano para ser convincentes. En este momento la proyección para las economías avanzadas del G20 es que vaya a haber una consolidación de un punto y un cuarto, 1,25 del PIB, -lo cual es apropiado-, y después mantener un punto cada año. ¿Por qué no hacerlo muy rápido? Para que la consolidación fiscal no ponga en peligro la reactivación económica, porque podría ser incluso peor si se volviera a caer en otra crisis de actividad. Por lo tanto un camino entre medio sería este punto al año. El objetivo sin embargo, debe ser lograr que la deuda caiga y no solo mantenerla.

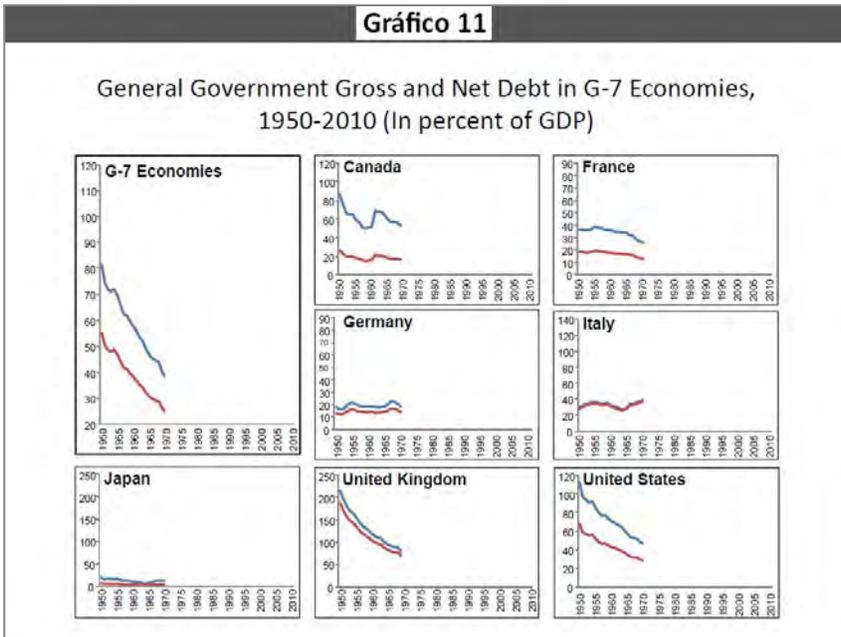
¿Cuánto ha sido la deuda de los G7 desde 1950? La deuda cayó en los años 70. Es curioso que los países que ganaron la guerra son los que tenían deuda más alta. Desde un punto de vista fiscal aparentemente es mejor perder la guerra, porque se empieza con una deuda muy baja y hacia los 70 llegó a su punto más bajo. (Gráfico 11). Desde

**Diapositiva 9**

### “Top 10” (economías avanzadas)

- 1. Trazado de una estrategia convincente de medio plazo
  - Objetivos intermedios cuantificados y claros: ej. 1% al año por 4-5 años, con medidas de gasto e ingreso, y reformas estructurales
- 2. No concentrar el ajuste al principio, a menos que sea necesario (presiones de mercados)
  - Con espacio fiscal: paulatino pero consistente
  - Un “pago” adelantado es necesario
  - Adoptar ya medidas de implementación gradual o sin efecto negativo en la demanda
  - G-20 (EA): 1¼% plan en 2011 es adecuado
- 3. Objetivo de reducción del ratio de deuda; no solo estabilización

entonces la deuda ha ido subiendo. Claramente el panel de la izquierda de arriba es el promedio de los G7. La deuda ha ido subiendo, ha sido la variable de ajuste cuando había necesidad de expandir los gastos, no era popular subir los impuestos. De lo que siempre se ha echado mano ha sido de la deuda y el resultado ha sido que, lento pero seguro, la deuda ha ido subiendo, y ya antes de la crisis estaba más alta de lo que estaba en la época de post-guerra. Y luego vino la crisis, como se ve estamos ya en territorio



*uncharted (no trazado)*, es decir donde no hay mapas ya. Aunque es necesario bajar esa deuda, volverla hacia abajo si no se quiere entrar en una situación de riesgos muy altos, de no ser capaz de afrontar una crisis como se ha hecho con esta, con políticas contracíclicas porque puede ser que no exista el espacio fiscal.

Medidas de consolidación fiscal mejores siempre son aquellas que favorecen el crecimiento. En general cortes en gasto corriente es mucho mejor que cortar en inversión desde el punto de vista del crecimiento, y dado que estos países tienen impuestos ya muy altos, tampoco sería bueno subir el nivel general impositivo.

**Diapositiva 10**

“Top 10”

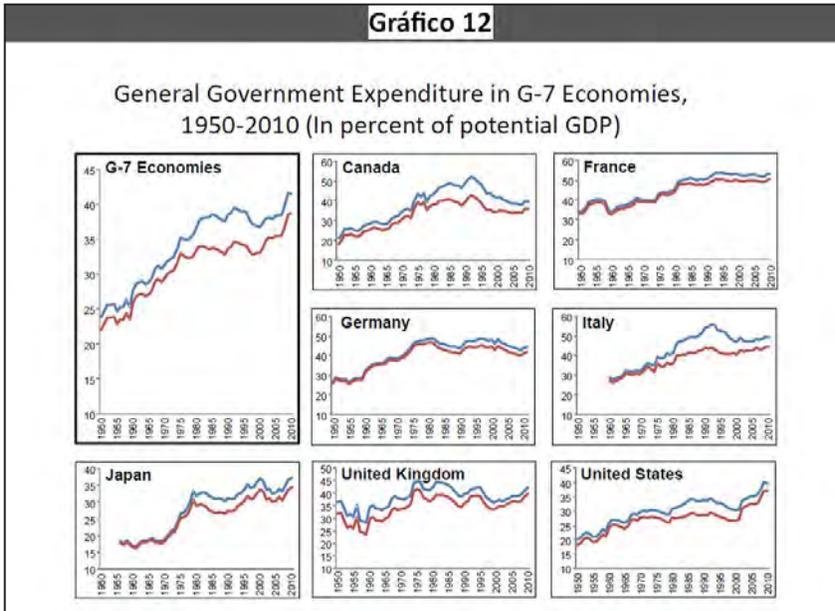
- 4. Medidas de consolidación fiscal que favorezcan el crecimiento
  - En general, gasto corriente mejor que ingreso
  - Pero en algunos países, subidas impositivas serán necesarias
- 5. Comenzar ahora reformas de sistemas de sanidad y pensiones públicas
- 6. Equidad: condición para la sostenibilidad
  - Mantener una red de protección social adecuada
  - Lucha contra la evasión fiscal

Sin embargo en algunos países la situación puede requerir subir los impuestos. En ese sentido por ejemplo, hemos estado sugiriendo que Estados Unidos debería introducir un *Impuesto al Valor Agregado* (IVA), que Japón que tiene un IVA muy bajo debería probablemente subirlo un poco.

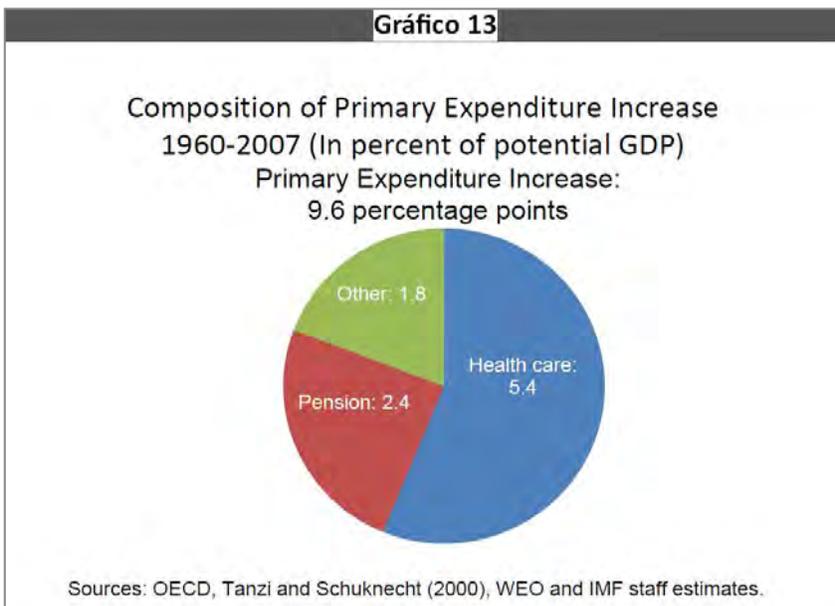
Cabe mencionar que la sanidad y las pensiones públicas han sido las grandes causantes de la subida en el gasto que he señalado antes.

Y un punto que es importante es la equidad, que es una condición para la sostenibilidad del ajuste fiscal. Es importante que el ajuste fiscal no se haga a costa de una red de protección existente, sino que esta red se debe incrementar. Y es importante que llegado el momento de pagar por este ajuste fiscal, el pago sea equitativo en el sentido de que se luche contra la evasión fiscal y todo el mundo cumpla con su parte.

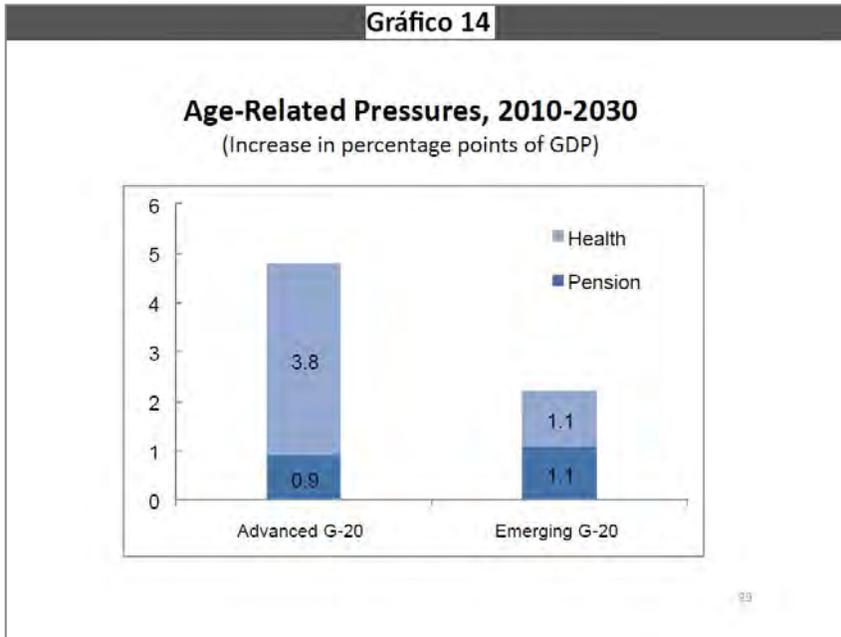
En cuanto al gasto que les comentaba su comportamiento es parecido al de la deuda que señalaba antes. El gasto ha subido y ha seguido subiendo desde los años 50 en los países avanzados, entre los que se encuentran los G7, como se observa en el gráfico. (*Gráfico 12*).



¿Cuál ha sido la razón de la subida del gasto? La mayor parte se ha debido a las pensiones y la sanidad, así como a otros aspectos aunque pequeños comparados con lo anterior. La reforma de estos sistemas de sanidad y de pensiones es importante, hay que abordarla, pues caso contrario no va a haber la posibilidad de estabilizar la deuda y mucho menos de reducirla. (Gráfico 13).



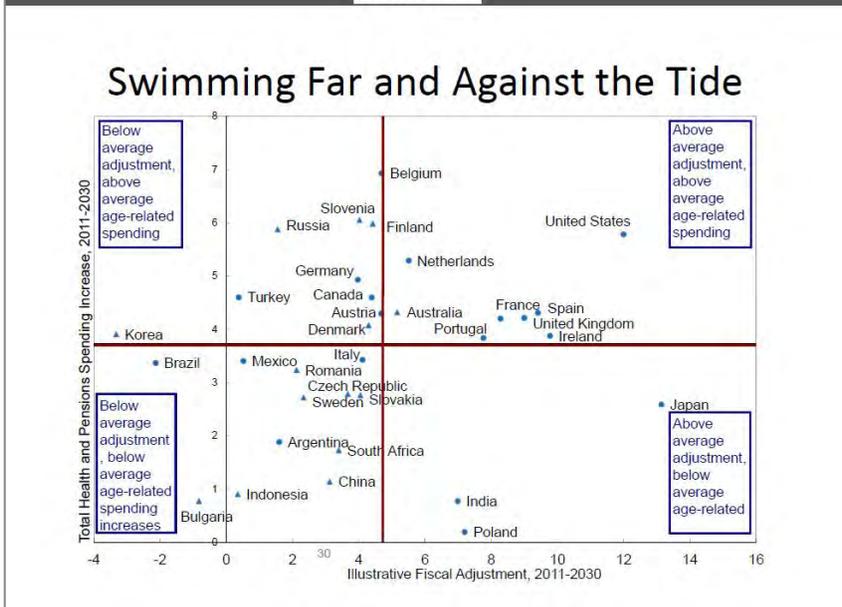
Se muestran en cifras y proyectando hacia adelante las presiones a la alza en los gastos en pensiones y en la sanidad, los cuales son importantes, tanto en los países avanzados como en los países emergentes del G20. Según los datos que se necesitan para hacer estos cálculos, estos gastos son menores evidentemente en los países emergentes pero todavía son importantes. (*Gráfico 14*).



El siguiente gráfico me parece interesante. (*Gráfico 15*). En el eje horizontal se encuentra cuánto es la necesidad de ajuste para hacer volver la deuda pública al nivel del 60%. En el eje vertical está cuánto es la presión por el incremento esperado del incremento en los gastos en pensiones y sanidad en estos países. Se puede leer que hay una cierta correlación. Es decir, aquellos países que tienen una necesidad hacia un ajuste más grande desafortunadamente son aquellos en los que las presiones por mayor gasto son más fuertes, con lo que la dificultad de ese ajuste se hace mucho más aguda. Hay que nadar más lejos y además nadar contra corriente.

Los últimos elementos de estos *top ten* son reformas que favorezcan al crecimiento. Es importante darse cuenta de que un 1% más de crecimiento reduce la deuda pública en alrededor de 10 puntos en 5 años, llega a los 30 puntos en 10 años. Es decir que el crecimiento es el mejor antídoto contra el crecimiento de la deuda. El crecimiento de la actividad, del empleo es el mejor antídoto contra el crecimiento de la deuda pública. Para ello se debe promocionar la inversión, antes que el ahorro.

**Gráfico 15**



Es importante decir que los planes de ajuste deben basarse en proyecciones realistas. No proyectar grandes crecimientos que después a lo mejor no se materializan. Se debe fortalecer las instituciones fiscales, y ahí muchos países han entrado muy en serio en este tema introduciendo en sus leyes, incluso constituciones, leyes o reglas fiscales que fuerzan una cierta austeridad en la conducta de la política fiscal. La última ha sido Alemania por ejemplo, que tiene una regla en su Constitución de 0,35% de déficit,

**Diapositiva 12**

### Cronometrando la salida

Tiempo	2010	2011
<b>Acciones</b>		
<b>Reducción de déficit</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• EMEs con rápido crecimiento</li> <li>• Países bajo presión de mercados</li> </ul>	Otros países
<b>Reforma de pensiones/sanidad</b>	Países enfrentando problemas demográficos... y envejecimiento	
<b>Fortalecimiento de instituciones fiscales</b>	Todos	...

eso es prácticamente nada, en términos de déficit estructural. Los otros países están adoptando este tipo de reglas. Aquí en América Latina es bastante conocida la regla de Chile, por ejemplo. Y esto junto con el fortalecimiento de las instituciones fiscales, instituciones presupuestarias, el manejo e implementación del

presupuesto, las administraciones presupuestarias, mayor transparencia, mayor participación en la elaboración y seguimiento de la política fiscal, la creación de organizaciones independientes que monitoreen y reporten a la población cuál es la implementación de la política fiscal y cuáles son los resultados, todo eso ayudaría a esta consolidación fiscal.

**Diapositiva 13**

References

- Fiscal Monitor  
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fm/2010/fm1001.pdf>
- From Stimulus to Consolidation: Revenue and Expenditure Policies in Advanced and Emerging Economies  
<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2010/043010a.pdf>

La coordinación de políticas fiscales y monetarias es esencial ya que una de las principales preocupaciones que existen es que la consolidación fiscal pudiera resultar en una caída del crecimiento, o incluso una recaída en una crisis, y por lo tanto va a ser necesario que las políticas monetarias ayuden mediante el mantenimiento de una posición expansiva durante los periodos en los que la política fiscal va a tener que contraerse más fuertemente.

Por último, la coordinación internacional para avanzar en la resolución de los desequilibrios externos que se han mencionado. Grandes desequilibrios en grandes economías mundiales son insostenibles en el largo plazo.

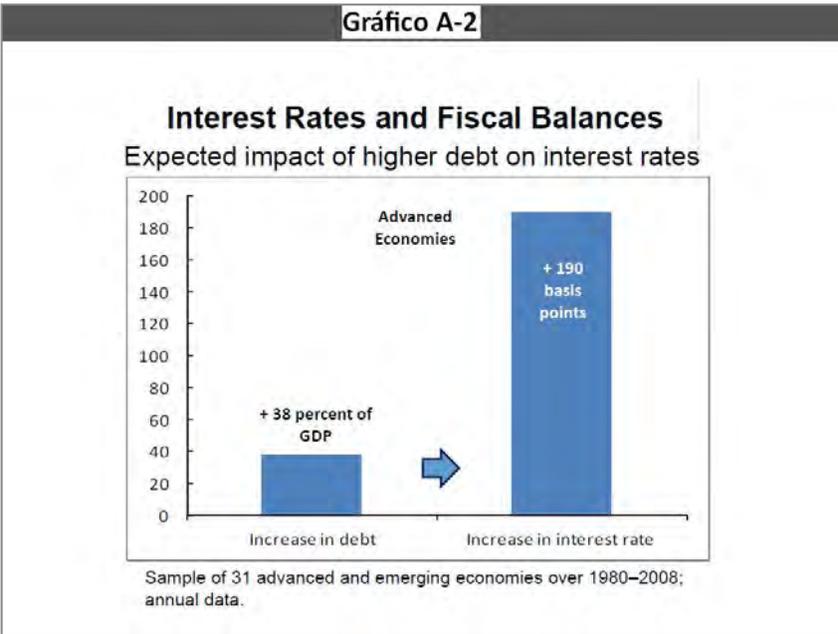
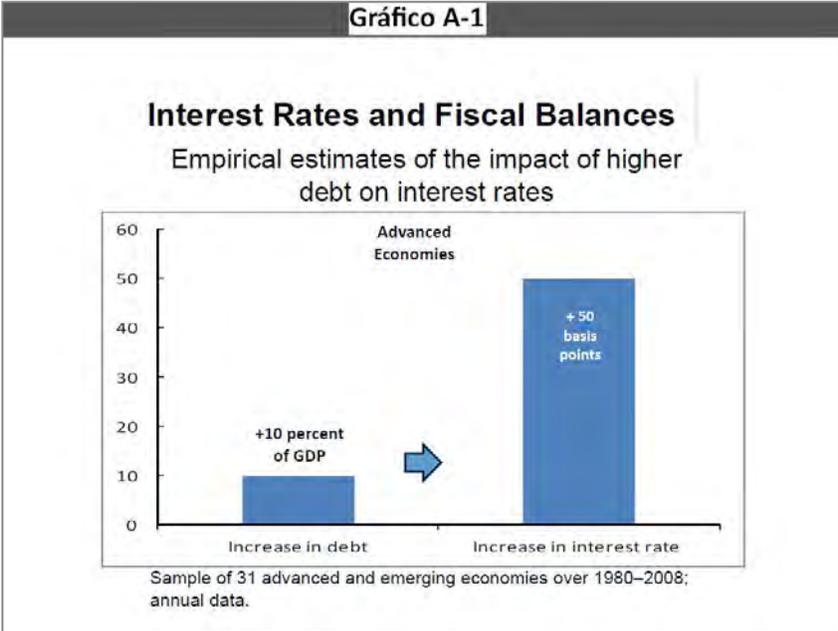
Yo diría que esos son fundamentalmente los elementos para una posible estrategia de salida. En términos de tiempo, ¿cuándo sería adecuado reducir el déficit? En economías emergentes con rápido crecimiento y que están teniendo problemas en enfrentar los inlujos de capital que son más de lo que el Banco Central y la economía puede absorber, debería empezarse ya a reducir el déficit para hacer que la política fiscal contribuya a mantener un crecimiento sostenible de la actividad, como sucede en países que están bajo presión fuerte de los mercados, como por ejemplo los países del sur de la Zona Euro. Para otros países sin embargo, la recomendación es que no traten de contraer la política fiscal este año sino que esperen al 2011 cuando la recuperación estará más establecida. Empezar ya reformas en pensiones y sanidad en los países avanzados o en otros países quizás emergentes que tengan un problema en este sentido. Hay varios países en Asia que tienen un posible problema, como ellos mismos lo han detectado, inclusive yendo hacia adelante, en financiar sus sistemas



de sanidad y pensiones. Y desde luego el fortalecimiento de instituciones fiscales, que he mencionado, es bueno realizarlo en todos los países desde este momento porque todos van a tener que enfrentarse con desafíos en el tema de política fiscal.

Me permito mencionar como referencia al *Monitor Fiscal*, una publicación que contiene estos análisis y que cuenta como referencia. Muchas gracias.

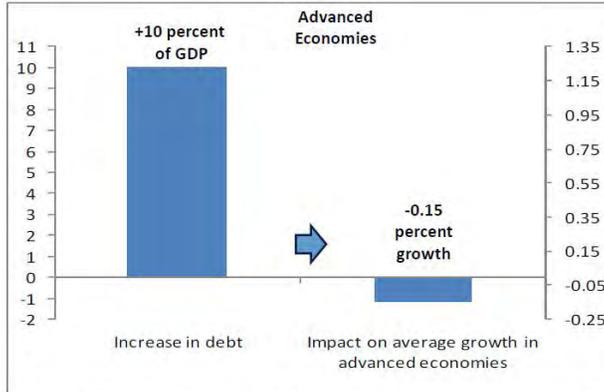
**APÉNDICE. EL IMPACTO DEL CRECIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA**



**Gráfico A-3**

### Debt and Growth

Empirical evidence on the impact of higher debt on potential growth

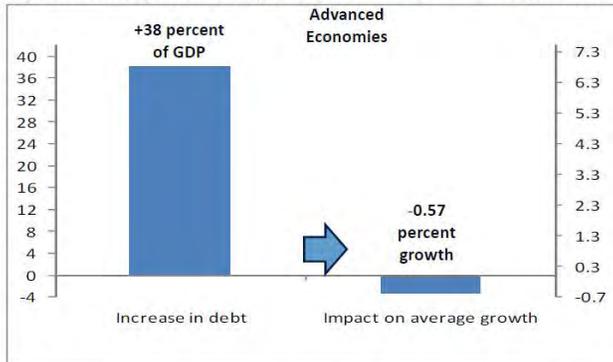


Sample of 51 countries; 1970–2007; initial debt and subsequent five-yearly per capita growth rates.

**Gráfico A-4**

### Debt and Growth

Expected impact of higher debt on potential growth



Sample of 51 countries; 1970–2007; initial debt and subsequent five-yearly per capita growth rates.

---

## Preguntas y Respuestas a Ponencia 4

**Coordinador: Hugo Dorado - Director del Banco Central de Bolivia**

**Hugo Dorado:** La primera pregunta dice, ¿cuál es el rol de los estabilizadores automáticos y de las reglas fiscales en el proceso de la salida de la crisis, sobre todo en los países de Latinoamérica?

La segunda consulta es ¿cuál debería ser el régimen cambiario recomendable para evitar presiones sobre la estabilidad fiscal?

**Julio Escolano:** En cuanto a la primera pregunta, los estabilizadores automáticos en mi opinión son políticas que, si hay espacio financiero y fiscal, deberían dejarse operar con libertad durante la crisis, particularmente en países que tienen estabilizadores automáticos efectivos. Pero lo que es importante es que cuando haya un incremento del déficit debido a estos estabilizadores automáticos, exista la seguridad de que cuando la crisis pase, va a haber una mejora en la posición fiscal de forma que en los años de vacas flacas se gaste lo que se ahorra, pero en años de vacas gordas se ahorre lo que se va a gastar después. Aun cuando el balance fiscal se deteriore, es durante una crisis que ese deterioro va a ser temporal, y para eso va a haber una cierta articulación de instituciones que permita tener esa convicción de que va a ocurrir. En el medio plazo se va a mantener el timón apuntando en la dirección adecuada, independientemente de que haya que virar a la derecha o la izquierda en cada momento. Esto en las economías latinoamericanas a mí me parece que es tan importante como en cualquier otra, porque en la década de los 2000, demostraron tener políticas de creación, *-buffers-*, de ahorro, de forma tal de crear espacio durante los momentos de auge para poder usarlo cuando venga la crisis, y esto es un poco lo que se ha recalcado en varias de las ponencias anteriores. Por eso es importante que estas reglas se dilucidan, se expliciten, se comuniquen al público y que las entienda todo el mundo: ¿por qué hay que tomar medidas de consolidación después de una crisis?, ¿por qué no dejar el gasto como estaba e incluso aumentarlo? Es importante que esas se reglas se discutan, que se acuerden sabiendo por qué se adoptan y por qué en el largo plazo son mejores. Ello permite tener espacio cuando venga una crisis para afrontarla con una expansión del gasto.

En cuanto al régimen cambiario mi impresión es que no hay posiciones intermedias, que siempre y cuando se gestionen de una manera apropiada pueden dar resultados buenos. Muchas gracias.



## Ponencia 5

### América Latina y la crisis económica/financiera global

Alejandro Neut

Economista de la Oficina para América Latina y el Caribe del Centro de Desarrollo de la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico – OCDE

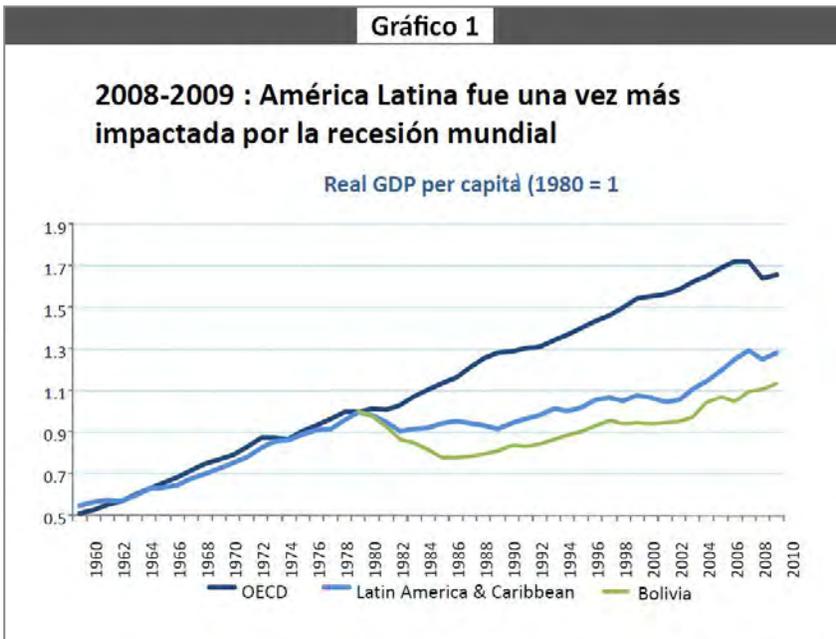


En otras exposiciones se ha mostrado lo que ha sucedido en los países más desarrollados, y la relevancia del tema de la crisis en los países OCDE (*Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico*). También se mostró el problema de consolidación que muchos países más desarrollados están enfrentando y la estabilización que viene después de una crisis como la ocurrida en 2009, que para algunos es considerada la más profunda crisis

económica desde la Gran Depresión, y lo es en muchas dimensiones importantes. Creo que la historia para América Latina es un poco diferente. El tema es extremadamente relevante. América Latina de alguna manera no sufrió la crisis como los países OCDE, y por ende hoy en el 2010 cuando se habla de salida de la crisis las preguntas relevantes no son ¿cómo salir de esta situación?, ¿cómo consolidar las finanzas públicas?, ¿cómo consolidar cualquier desajuste externo? Porque en realidad en la mayoría de los países de América Latina no impactó severamente la crisis.

Ahora ¿por qué sí es relevante esta salida de la crisis? Es relevante por otros motivos. Porque es una ventana de oportunidad, así lo veo por lo menos, para plantearse, no una pregunta coyuntural de ¿cómo salir de esta crisis?, que es lo que están haciendo los países OCDE, sino más bien ¿cómo replantearse la política fiscal, la política macroeconómica?, ¿cómo consolidar, institucionalizar los avances que se han estado haciendo en la última década?, para que cuando haya la crisis futura, tarde o temprano, sepamos cómo reaccionar en forma efectiva, sabiendo qué es lo que resultó de esta crisis, como lo demostró en el esfuerzo que están haciendo Klaus con Vittorio Corbo. Tratar de desentrañar qué es lo que está detrás de esta crisis, y ver cuánto es fortuna y cuánto es fortaleza de la reacción y cómo institucionalizar esos puntos que nos da la fortaleza macroeconómica para enfrentar el futuro. ¿Por qué esa pregunta es relevante para América Latina? Es relevante porque las crisis son como los inviernos. Ahora estamos con una onda polar que todos estamos sufriendo, todos estamos pasando frío. El frío se soporta en el invierno no hay manera de evitar eso y así todos los países

sufrieron esta crisis. Lo relevante es no sufrir pulmonía y cuando se es una persona más vulnerable hay ese riesgo. Lo mismo con los países. Y eso es lo que los países de América Latina tienen ahora por primera vez: una oportunidad después de una crisis con todo un capital político para analizar esta pregunta, abordarla y eventualmente encontrar una solución a ella, o al menos avanzar en ella. A modo de ilustración para mostrarles la importancia de esto, me remito a la crisis de los 80. Se muestra el crecimiento del PIB de los países OCDE, y de América Latina y el Caribe, normalizado a 1980 igual a 1. (*Gráfico 1*). Obviamente el Producto Interno Bruto (PIB) estaba mucho más bajo para América Latina que para la OCDE. Pero lo importante ahí es mostrar la pendiente, mostrar que la tendencia era la misma. Crecían a un ritmo similar, por lo menos en los 20 años comprendidos entre 1960 y 1980, incluso desde antes de 1960.



¿Qué pasó en 1980? Empezó la crisis, una crisis global, especialmente en Estados Unidos, lo vemos ahí, la OCDE desaceleró fuertemente, en Estados Unidos hubo una recesión, en Japón no. Por ende tenemos que la OCDE de alguna manera se mantuvo a un nivel constante, pero sí fue una desaceleración fuerte y hubo una recesión fuerte en Estados Unidos y en varios otros países OCDE. América Latina también sufrió esa crisis fuerte. ¿Qué es lo que pasó después? Después de esa crisis los países OCDE retomaron su tendencia, aunque en realidad no fue exactamente la misma tendencia, ya que fue un poco más baja. Hay muchos estudios al respecto de esa caída en el ritmo del crecimiento de los ochenta, pero nada significativo cuando se compara con lo que pasó con América Latina. América Latina sufrió la pulmonía. Después de ese invierno entró en una trampa de crecimiento bajo, de baja productividad que duró casi un cuarto de

siglo en muchos países en América Latina y como región. Bolivia no estuvo exenta de esto, Brasil no estuvo exento de esto, muchos países no estuvieron exentos de esto; a algunos países les duró menos, en Chile una década, pero igual fue prolongado. Fue más bien un cuadro de pulmonía antes que una gripe estival. Ahí por el 2003-2004 renacen las esperanzas para América Latina, salimos de esta trampa hasta el 2008 cuando viene de nuevo una crisis y lo que vemos aquí es que, por lo menos si les creemos a las proyecciones o al consenso de proyecciones que existen, parece que no agarramos una gripe que es lo más relevante, no caímos en una recesión en 2009, no se ha alargado esta pulmonía. Entonces sabiendo que hemos sido vulnerables en el pasado, es bueno saber también que esta vez no lo fuimos, no caímos en este cuadro. Pero no tenemos claro el por qué no caímos. ¿Fue fortuna? Muchos dicen que fue fortuna. ¿Fue tener a China al lado?, ¿fue la alta liquidez ya mencionada por varios de los panelistas? Pudo haber un grado de fortuna importante pero también hubo fortalezas importantes. Entonces es primordial desentrañar eso, para virtualmente potenciar e institucionalizar esas fortalezas a futuro.

Bolivia junto con todos los países de América Latina sufrieron este cuadro de pulmonía y que han salido. No sufrieron en esta crisis y eventualmente es una oportunidad especial para tomar este momento histórico que todavía está en el inconsciente acerca de la vulnerabilidad que puede traer una gran crisis, y se tiene el espacio fiscal, la comodidad como para enfrentar estos problemas más estructurales sin tener que dedicar toda la energía a la coyuntura.

Este marco es el que quiero desarrollar aquí muy sencillamente. En muchos aspectos la recesión mundial entre 2008-2009 es la más profunda de las últimas décadas y América Latina no se vio exenta de este sufrimiento, de este frío polar. No hubo ese

famoso *decoupling* (*desenlace*) de la que mucha gente hablaba hace dos años atrás. Sí lo sufrió. No tuvo tanta fortuna como unos dicen que tuvo. Las economías latinoamericanas han sentido el impacto, pero han salido adelante gracias a una mezcla de múltiples factores, fortalezas y fortuna. A pesar de este desgaste producido,

#### Diapositiva 2

##### Latinoamérica y la crisis en 2009

1. *En muchos aspectos la recesión mundial de 2008-2009 es la más profunda de las últimas décadas.*
2. *Las economías latinoamericanas han sentido el impacto. Pero han salido adelante gracias a múltiples factores.*
3. *A pesar del desgaste producido por toda crisis, la región esta ahora mejor preparada que hace una década para enfrentar una nueva crisis.*

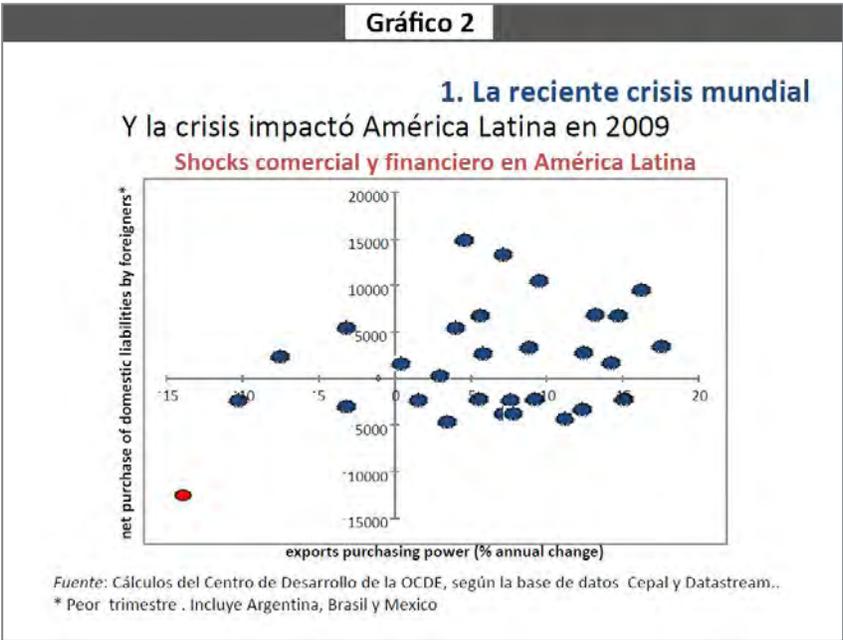
como lo produce toda crisis, todavía existe el espacio fiscal para enfrentar estos próximos dos años seguramente de mucha incertidumbre. Por ese lado entonces no hay la preocupación que está en los países OCDE, pero si es una buena oportunidad para replantearse cómo se ve el futuro en términos de política monetaria y política fiscal.

**Diapositiva 3**

Latinoamérica y la crisis en 2009

1. En muchos aspectos la recesión mundial de 2008-2009 es la mas profunda de las ultimas décadas.
2. Las economías latinoamericanas han sentido el impacto. Pero han salido adelante gracias a múltiples factores.
3. A pesar del desgaste producido por toda crisis, la región esta ahora mejor preparada que hace una década para enfrentar una nueva crisis.

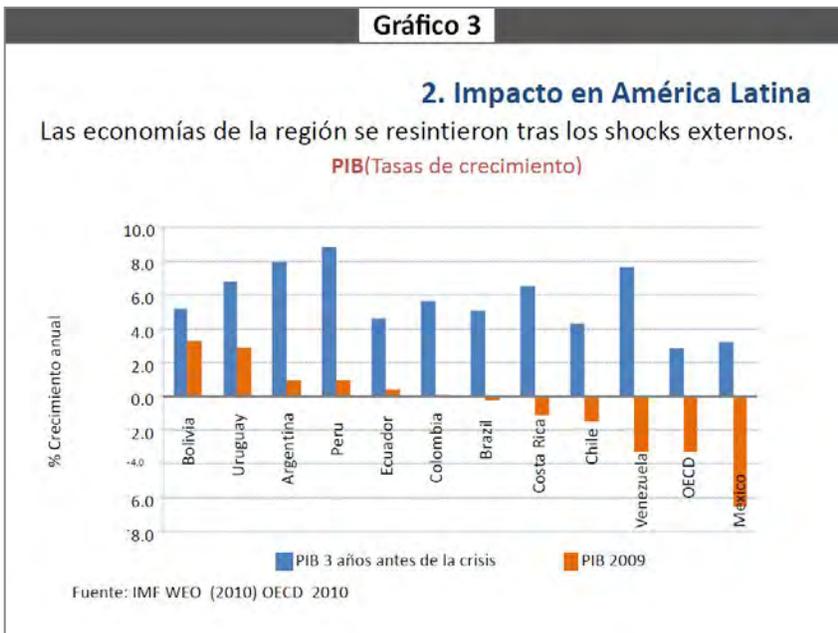
Se muestra un gráfico sencillo para mostrar que América Latina sí sufrió el impacto de la crisis, no hubo mucha fortuna. (Gráfico 2). En el eje horizontal tenemos el canal comercial con las exportaciones en términos de poder de compra de importaciones. La caída que sufrió en 2009 (el punto más alejado del centro, situado en la parte inferior y a la izquierda del Gráfico 2), como se observa es de lejos la peor en los últimos 25



años. Estos son puntos desde 1985 en adelante. Así que de lejos es la peor crisis, el peor *shock* externo negativo por el lado comercial.

En el eje vertical, tenemos el *shock* financiero. En cuanto al *shock* financiero es difícil determinar el *shock* financiero externo porque los *shocks* financieros tienden a ser bien endógenos. A una persona no le podrá importar mucho la macroeconomía interna de un país para comprar una tonelada de soya pero sí para comprar un pasivo doméstico o un activo doméstico de un país. Entonces es más difícil ver el *shock* externo propiamente de un país. La frecuencia en el gráfico es trimestral, y como se ve para 2009 tenemos el peor escenario (a manera de aproximación el cuarto trimestre de 2008 se ha asociado con la crisis de 2009). Entonces tanto por el canal financiero como por el canal comercial, que son las dos formas que una economía se relaciona con el resto del mundo, el impacto fue fuerte.

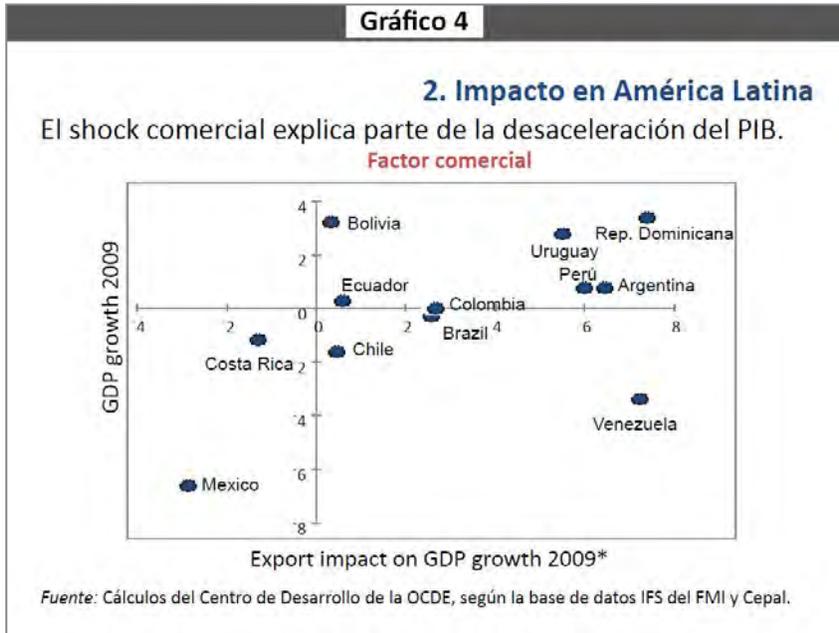
Los países por ende sufrieron y todos se desaceleraron fuertemente. En el gráfico (*Gráfico 3*) se muestra una selección de países de América Latina. Están ordenados según su crecimiento en 2009 (*PIB 2009*). Se muestra el crecimiento promedio de los cuatro años anteriores a la crisis (*PIB 3 años antes de la crisis*). Entonces la caída del crecimiento promedio hasta converger con el crecimiento en 2009 muestra la



desaceleración, y todos los países desaceleraron fuertemente. Muchos cayeron en recesión. El que mejor se comportó fue Bolivia; el que tuvo menos fortuna fue México; y la OCDE no está entre los mejores. Sin duda América Latina está en una

posición de oportunidad, a la izquierda de la OCDE que es la penúltima con una caída importante de casi 4% en el PIB de 2009.

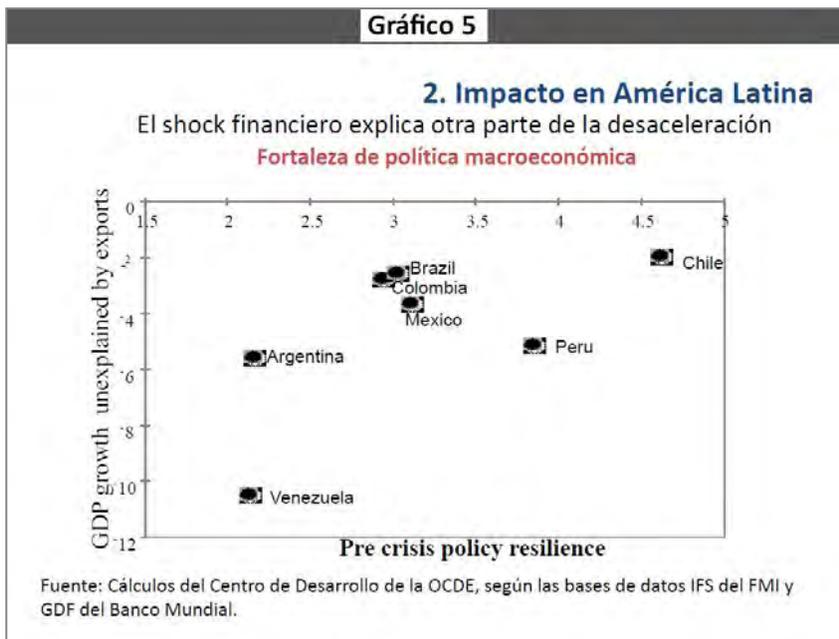
Pero hubo mucha heterogeneidad. El crecimiento no fue similar, las economías no se comportaron de manera igual ¿Qué explica esta diferencia en América Latina? Se ha realizado un pequeño ejercicio que trata de identificar cuál es el efecto del *shock* comercial en esta caída en las exportaciones en las economías de la región. (Gráfico



4). En el eje vertical tenemos el crecimiento real efectivo que se produjo en 2009, y en el eje horizontal tenemos un crecimiento teórico, es decir, el crecimiento que se hubiese producido si las exportaciones hubiesen sufrido el *shock* que efectivamente sufrieron pero considerando que la producción que va a los otros componentes de la demanda no hubiese sufrido ese impacto de forma que hubiese seguido el mismo crecimiento promedio de los últimos cinco años. Ese escenario teórico que está entre un escenario neoclásico y uno keynesiano (un neoclásico diría que esto no tendría ningún efecto porque *shocks* de demanda no tienen efecto, y un keynesiano diría que por el contrario habrían efectos multiplicadores en los otros componentes de demanda) es neutral pero que de alguna manera trata de reflejar el impacto de un *shock* comercial en el PIB. Y tenemos que el *shock* comercial explica buena parte de la heterogeneidad que se produjo en el crecimiento al interior de América Latina. Se observa a México claramente muy desafortunado, pero ese infortunio estuvo muy asociado con el hecho de que sufrió un *shock* comercial muy grande, mucho más grande que países en el otro extremo como República Dominicana que sufrió

un *shock* comercial mucho menor, y por ende sufrió bastante menos. Obviamente vemos que no todos están en una línea. Entonces el *shock* comercial no explica toda la historia, hay otros factores adicionales que son muy importantes. Por ejemplo la caída en Venezuela no es explicada solamente por el *shock* comercial que sufrió. Bolivia por otro lado se encuentra en la parte superior del gráfico. El hecho de que Bolivia esté en esa posición no se debió solo a la fortuna de no haber sufrido un *shock* comercial negativo; de hecho sufrió un *shock* comercial negativo pero supo crecer a pesar del mismo. Entonces hay algo positivo en el crecimiento de la economía boliviana que no es explicado simplemente por el *shock* comercial, así como hay crecimientos negativos que no son explicados por el *shock* comercial en otros países.

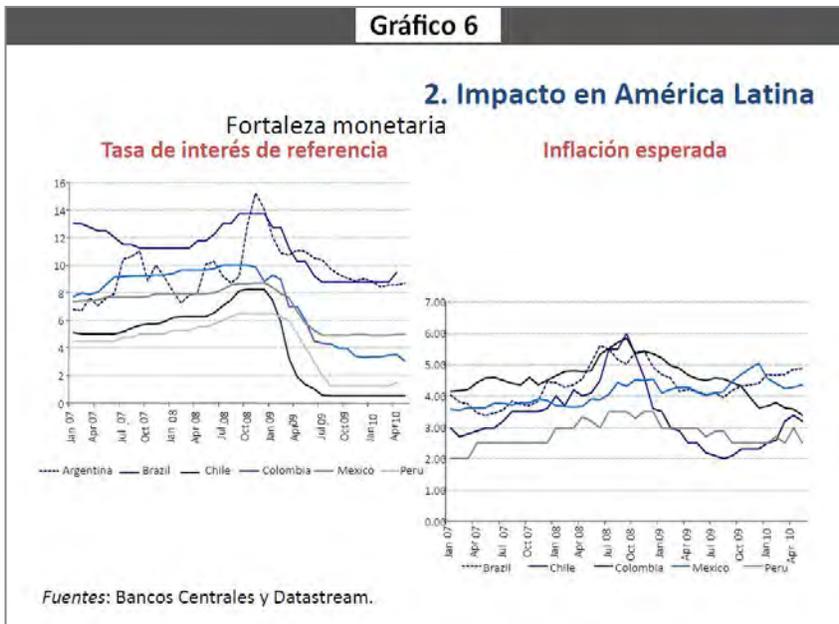
¿Qué explica lo no explicado por el *shock* comercial? El canal financiero. Tenemos varios ejercicios para tratar de mostrar una cosa similar con el *shock* financiero aunque es difícil, como se mencionó, -debido a la endogeneidad de los *shocks* financieros-, hacer un escenario teórico sencillo y creíble como por el del canal comercial. Luego de lidiar con varias posibilidades, viendo *liabilities (obligaciones)* adquiridas por extranjeros en los países, etc., vemos que todo lo que de alguna manera explicaba lo no explicado, lo que quedaba sin explicar por el *shock* comercial estaba muy correlacionado con lo que nosotros, en publicaciones anteriores de la OCDE, denominamos “fortaleza macroeconómica”. De alguna manera, eso es lo que tenemos retratado en el gráfico (*Gráfico 5*). En el eje vertical no tenemos el crecimiento en 2009, sino que tenemos el crecimiento no explicado en el gráfico



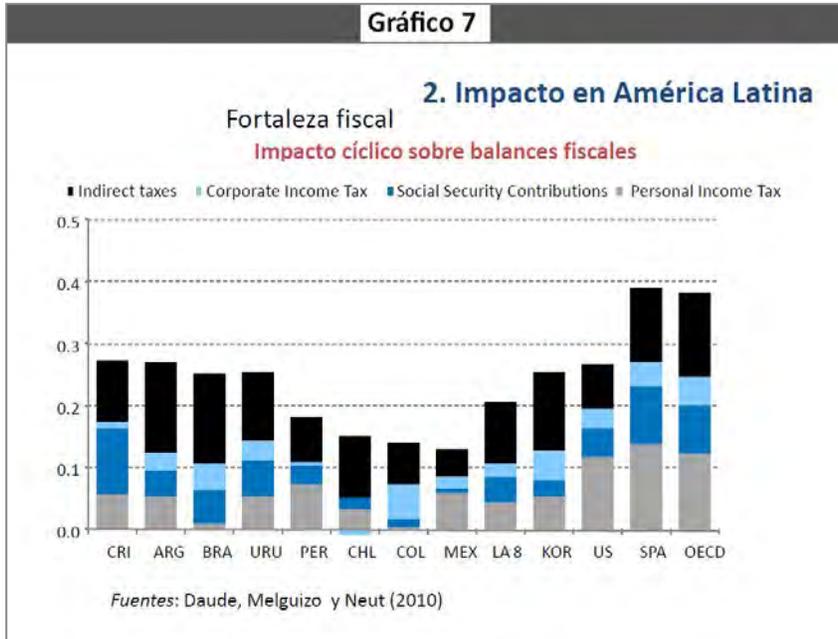
anterior, todo ese *gap*, ese crecimiento que quedó inexplicado por el *shock* comercial. Y en el eje horizontal tenemos el índice de fortaleza macroeconómica.

¿Qué es este índice de fortaleza macroeconómica? Es un índice ilustrativo que trata de juntar resistencia tanto por el lado monetario como por el lado fiscal. Y son los sospechosos de siempre: tener reservas, tener flexibilidad y credibilidad por el lado monetario, y por el lado fiscal tener una deuda bajo control y sostenible.

Vemos de alguna manera que lo que no quedó explicado por el *shock* comercial, queda explicado por estas fortalezas macroeconómicas. ¿Qué son estas fortalezas macroeconómicas? Por el lado monetario la fortaleza consiste en conseguir cierto nivel de flexibilidad con credibilidad. Eso es lo que consiguió América Latina. La flexibilidad se mostró en esta recesión: los tipos de interés cayeron fuertemente para hacer frente a la crisis de 2009. Y lo que se tiene en el gráfico de inflación esperada (*Gráfico 6*), son las expectativas de inflación que muestran la credibilidad de la política monetaria. Sin

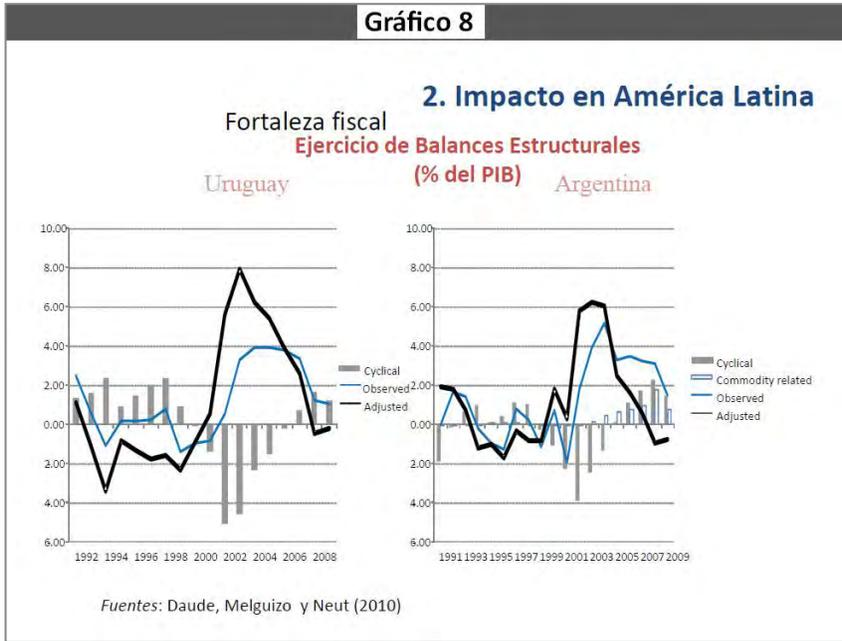


perder de vista esta credibilidad, ¿qué hay detrás de esto? Un poco de fortuna sin duda, mucha liquidez en los mercados externos, apoyo de organismos multilaterales, pero muy importante son fortalezas internas, como las metas de inflación en muchos de estos países, avances importantes en política monetaria que sin duda han consolidado este cuadro y han generado la fortaleza monetaria para haber hecho frente a esta crisis. Esta fortaleza que existe en el lado monetario, todavía no está en el lado fiscal. Y aquí es donde el interés, por lo menos mi interés en esta presentación, es poner ahora los esfuerzos para generar esa fortaleza en esta otra dimensión.



Lo que se refleja en el gráfico (*Gráfico 7*), es un debate muy importante que se ha producido en los países OCDE, -se produjo antes de la crisis, durante la crisis y sigue todavía muy relevante-, entre estabilizadores automáticos y política discrecional. La idea de este gráfico es mostrar el impacto cíclico sobre balances fiscales. Utilizamos la metodología OCDE para replicarla en varios países de la región: Costa Rica, Argentina, Brasil, Uruguay, Perú, Chile, Colombia y México (Chile y México son países de la OCDE). Este es el proyecto de un *paper* interno, pero lo que se trata de mostrar es que el impacto cíclico automático sobre los balances fiscales, es la mitad en tamaño del impacto cíclico que existe en países OCDE sobre los balances fiscales. ¿Cuál es la razón? Bueno es obvio, los operadores, los estabilizadores automáticos están asociados en gran parte con la progresividad de los impuestos y con seguros de desempleo, y ambas cosas tienen una base muy pequeña en América Latina. Por ende el impacto cíclico de estos factores sin duda va a ser mucho más bajo en países menos desarrollados que en países desarrollados. Entonces la única alternativa es tener una política activa, lo que se denomina política discrecional. Ahora bien, en política discrecional no hemos sido muy buenos en América Latina. Dado que no tenemos estos estabilizadores automáticos para enfrentar crisis, hemos desarrollado estabilizadores y aplicado una política discrecional activa, anticíclica, para ahorrar en tiempos de bonanza, y desahorrar en tiempos de infortunio. Y se tiene exactamente lo contrario. En el gráfico (*Gráfico 8*), la línea gruesa indica el balance fiscal ajustado por estos componentes automáticos, similar a un balance estructural. Las barras indican las crisis, ya sea en *commodities* o en el ciclo económico. Se ve que cuando las barras están por debajo el ciclo es

**Gráfico 8**



muy malo, los países están ahorrando mucho, al revés de lo que uno esperaría. Y en períodos en que hay bonanza con las barras positivas, los países están desahorrando, en vez de ahorrar en tiempos de bonanza. Ese es un problema, aquí lo retrato con Uruguay y Argentina porque obviamente tuvieron una crisis tremenda a principios de 2000 donde se refleja muy bien este efecto. Pero es algo que ha permeado a todos los países de la región ya por décadas.

Sin embargo hay muestras que se está saliendo de esto, y vemos que para la última crisis en particular, y ya desde la bonanza de los cuatro años anteriores, sí hubo una especie de política contra-cíclica como nos habría enseñado cualquier persona juiciosa de ahorrar en tiempos malos para gastar en tiempos con problemas. Costa Rica, Colombia, por ejemplo (*Gráfico 9*), e incluso Chile y Perú (*Gráfico 10*), son casos en los que se usó activamente este ajuste, esta política contra-cíclica.

Gráfico 9

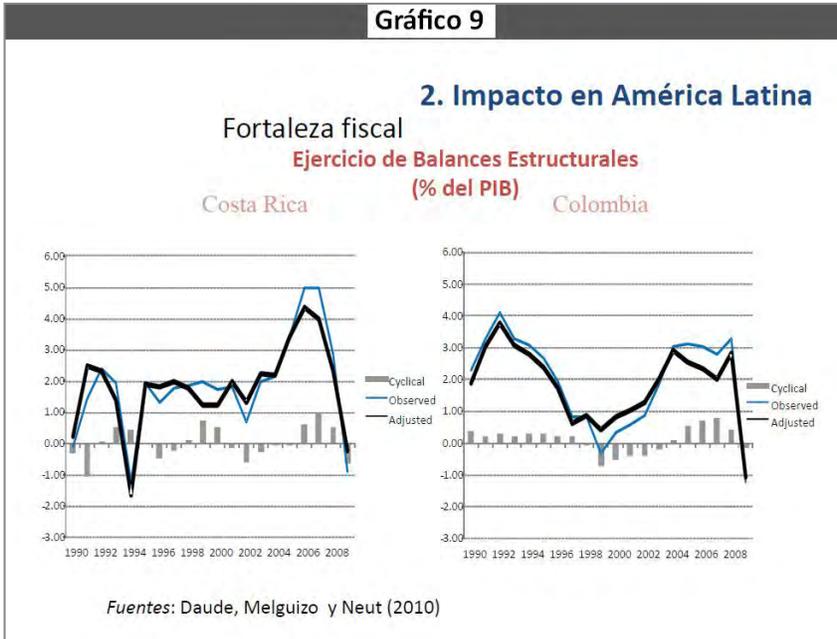
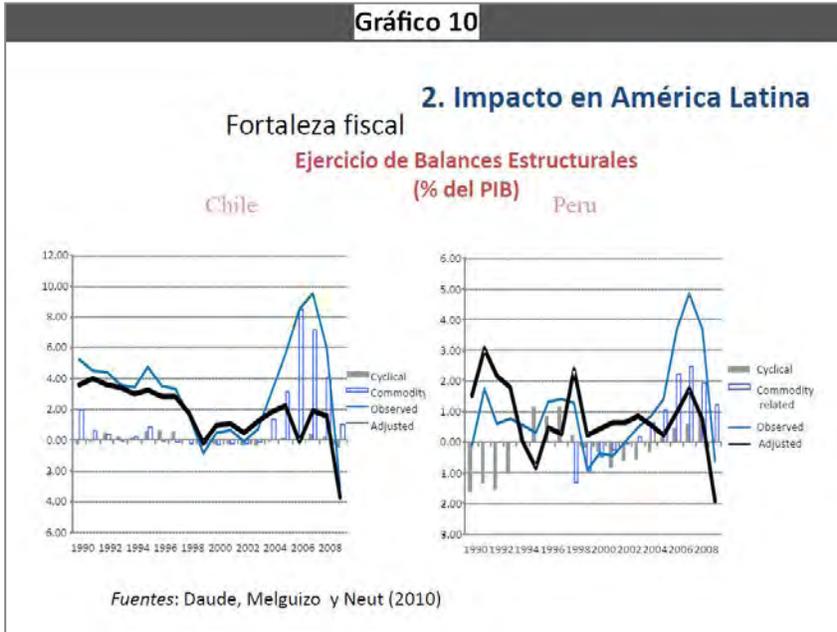
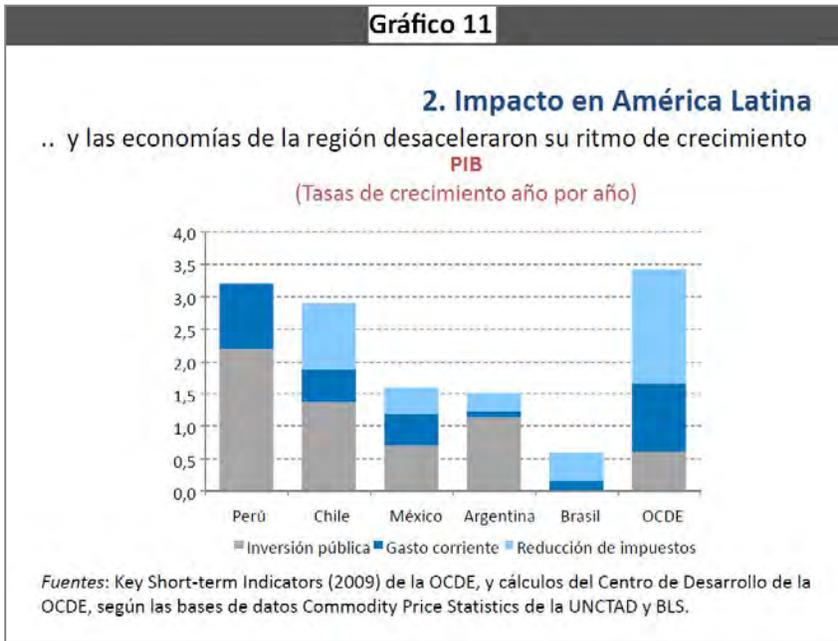


Gráfico 10



Y en este gráfico (*Gráfico 11*) se tiene una selección de países con sus paquetes para el 2009-2010, bastante similares en tamaño como los de Perú y Chile, a los de la OCDE.



Fueron los paquetes iniciales, aunque al final los propósitos no se cumplieron necesariamente, porque no se dieron las condiciones, no se dio la necesidad, o porque se generaron nuevas restricciones, pero al menos existía el espacio fiscal para proponerse estas medidas, sin que los mercados entraran en pánico.

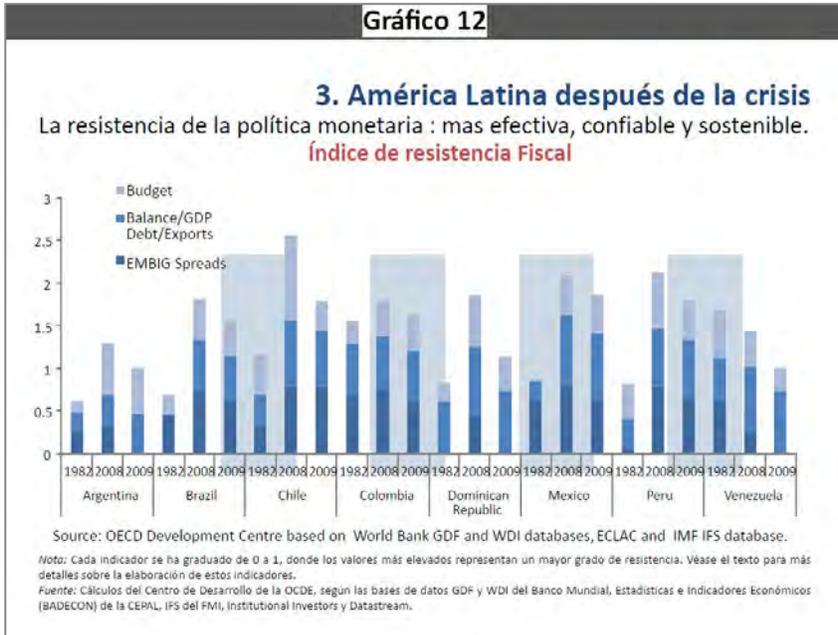
**Diapositiva 4**

Latinoamérica y la crisis en 2009

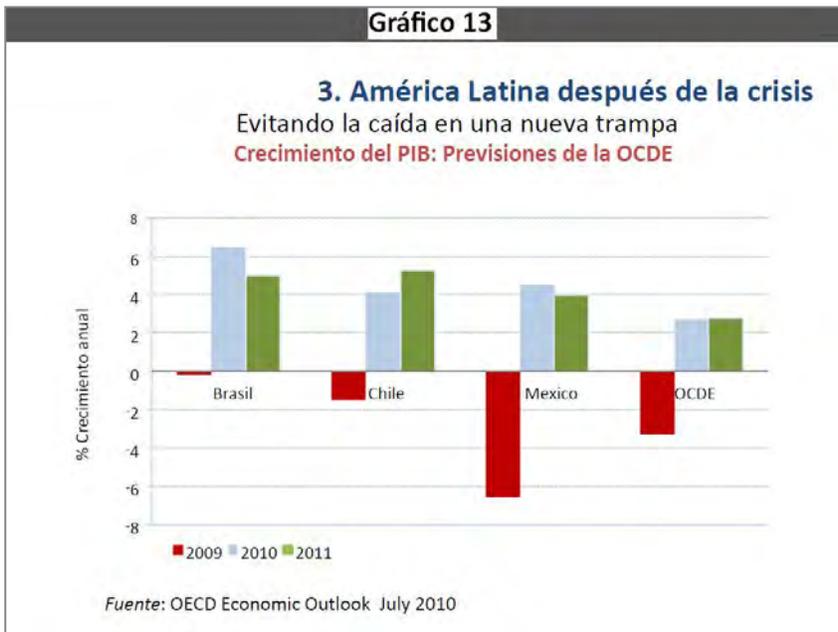
1. En muchos aspectos la recesión mundial de 2008-2009 es la más profunda de las últimas décadas.
2. Las economías latinoamericanas han sentido el impacto. Pero han salido adelante gracias a múltiples factores.
3. A pesar del desgaste producido por toda crisis, la región está ahora mejor preparada que hace una década para enfrentar una nueva crisis.

Se muestra el índice de resistencia fiscal (Gráfico 12). Este es el índice que creamos, al que me referí anteriormente. En el gráfico se reflejan los indicadores de resistencia fiscal de tres periodos para varios países: la primera barra es el indicador de esta resistencia fiscal para la crisis de 1980, la segunda es el

indicador antes de la crisis actual, y la tercera para hoy, saliendo de la crisis. Y lo que vemos es que en la tercera barra estamos peor que al inicio de la crisis porque se utilizó



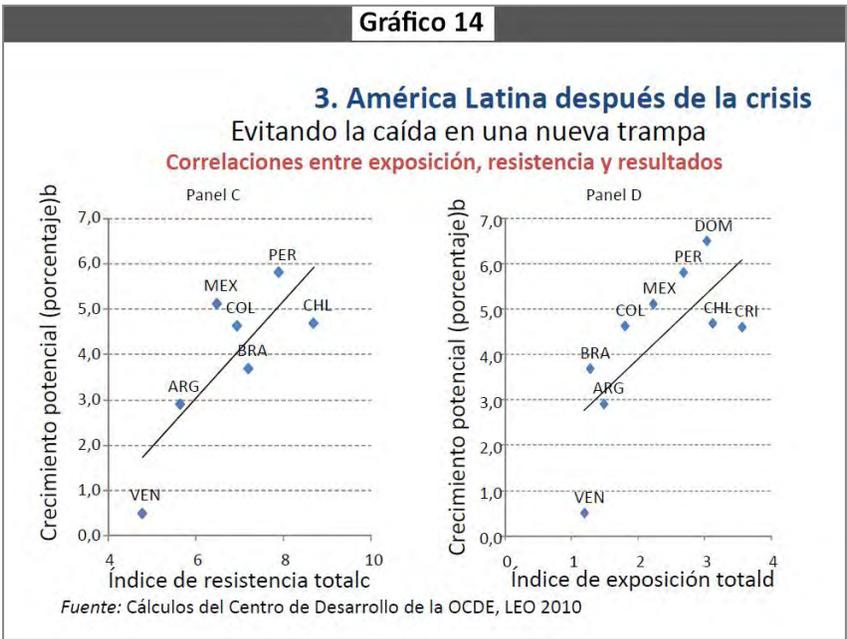
algo del espacio fiscal que se había generado en los tiempos de bonanza, pero estamos todavía bastante mejor que a principios de 1980, cuando enfrentamos de muy mala manera la crisis que se nos vino encima en ese momento.



El gráfico (*Gráfico 13*) exhibe las previsiones de la OCDE sobre el crecimiento de tres países en América Latina: dos países de la OCDE como son Chile y México, y Brasil que es un país con el que hay un vínculo reforzado, una relación especial con la OCDE. Lo que se tiene ahí es la caída en 2009 y de nuevo el rebote esperado para 2010 y 2011, mostrando que no se cayó en una pulmonía, fue un cuadro de enfriamiento nada más.

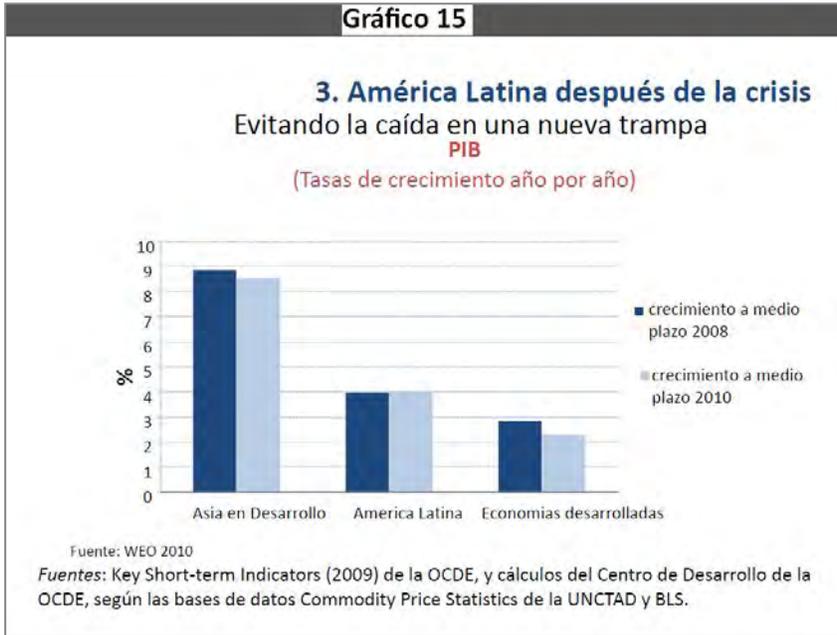
Otra razón paralela por la que para mí esta salida de la crisis es muy importante junto con la idea de tener una ventana de oportunidad para replantear cómo hacer una política fiscal futura consolidada e institucionalizada, es la fortuna de no haber caído con esta crisis en la trampa de la autarquía. ¿A qué me refiero? El instinto natural, cuando viene un *shock* negativo de afuera, es cerrarse. Ese instinto existió levemente en algunos países, no en América Latina pero sí en otros países en algún momento durante 2008-2009, (en el 2009 básicamente).

En América Latina existe una clara noción bastante más consolidada de que el crecimiento de largo plazo está asociado con estar abierto, relacionado con el mundo, y ello la crisis de alguna manera lo reforzó.



En el gráfico (*Gráfico 14*), lo que tenemos es una combinación: en el eje vertical en ambos casos tenemos el crecimiento potencial de largo plazo, que se está previendo ahora para distintos países, una selección de países de la región; y en el eje horizontal tenemos, por un lado exposición financiera y exposición comercial, básicamente

apertura. Y se ve que está bastante correlacionado. Los países más expuestos tienen mayor crecimiento potencial en un futuro esperado. Ello está combinado, no con cerrarse sino con generar una resistencia de política monetaria y fiscal macroeconómica fortalecida. Entonces es esa la dupla ganadora, y esa dupla ganadora se ha mantenido,



no ha sufrido en el consenso de la región y eso hay que cuidarlo, hay que mantenerlo, y de hecho, es una de las grandes cosas que hay que cuidar en una crisis, porque es uno de los potenciales gatilladores de estas trampas de bajo crecimiento.

**Diapositiva 5**

**América Latina y la crisis económica/financiera global**

Alejandro Neut  
Centro de Desarrollo de la OCDE

IV Jornada Monetaria  
Banco Central de Bolivia  
La Paz, Bolivia

Finalmente para el mediano plazo, mostrar que América Latina se ve bastante bien, no sufrió mayormente con la crisis. (Gráfico 15). La barra oscura indica el crecimiento a cinco años proyectados por el FMI en 2008, y el crecimiento a cinco años hecho hoy, y básicamente no se ve que América Latina haya sufrido mucho con la crisis por lo menos en esa proyección a cinco años que hace el FMI cada año. Por ende buenas noticias. Muchas gracias.

## APENDICE

### Diapositiva A-1

#### El Centro de Desarrollo de la OCDE y América Latina

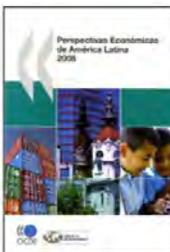
Vinculación creciente con las democracias de mercado Latinoamericanas

- La dimensión latinoamericana en la OCDE:
  - **México:** País miembro desde 1994
  - **Chile:** País miembro desde 2010
  - **Brasil:** País con cooperación reforzada desde mayo 2007
  - El Centro de Desarrollo: Un puente entre los países de la OCDE y las economías emergentes
- La dimensión latinoamericana en el Centro de Desarrollo de la OCDE :
  - Siete países latinoamericanos son miembros del Consejo de Dirección del Centro: Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, República Dominicana, México, Perú
  - Consolidación de la Oficina de las Américas

Página 2

### Diapositiva A-2

#### El Centro de Desarrollo de la OCDE y América Latina



- Plataforma de debate para reformas políticas relevantes
- Proveer los métodos y la experiencia de la OCDE al servicio de América Latina
- Fortalecer la visibilidad de América Latina ante la OCDE

Página 3

## Diapositiva A-3

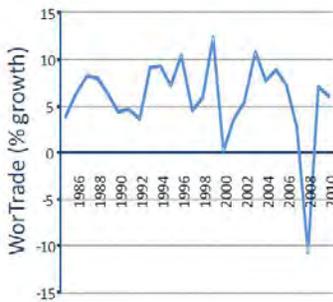
# Latinoamérica y la Crisis de 2009

## Gráfico A-1

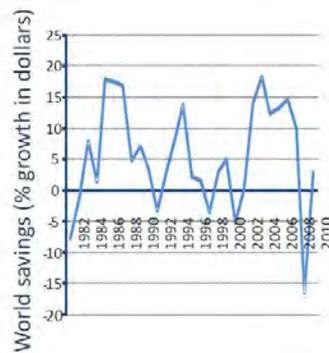
## 1. La reciente crisis mundial

En muchos aspectos la recesión mundial de 2008-2009 es la más profunda de las últimas décadas

**Comercio Mundial**



**Ahorro Mundial**



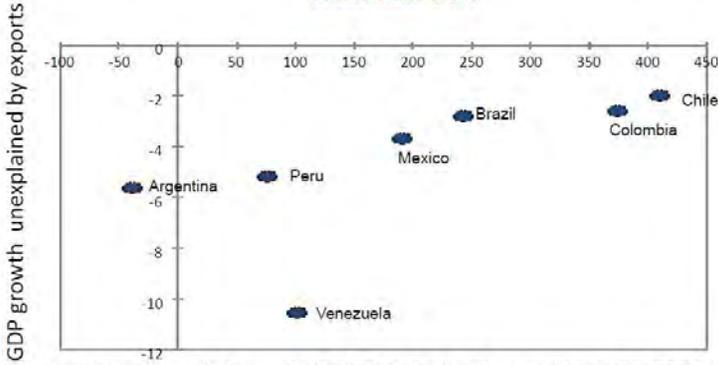
Fuente: IFS

**Gráfico A-2**

**2. Impacto en América Latina**

El shock financiero explica otra parte de la desaceleración

**Factor financiero**



**net purchase of domestic liabilities by foreigners 2009 qIV - 2010 qIII**

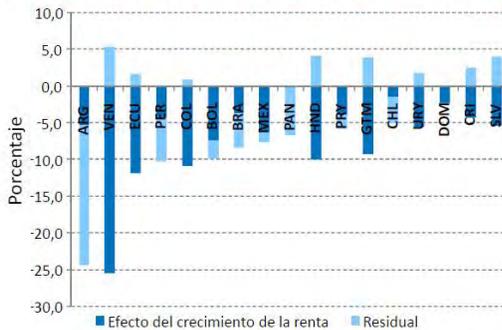
Fuente: Cálculos del Centro de Desarrollo de la OCDE, según las bases de datos IFS del FMI y GDF del Banco Mundial.

**Gráfico A-3**

**2. América Latina en la actualidad**

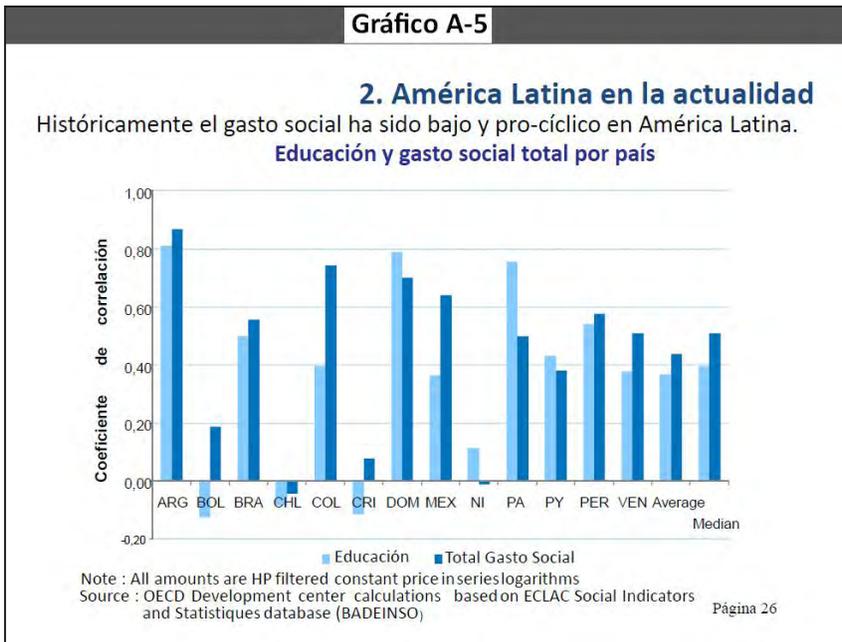
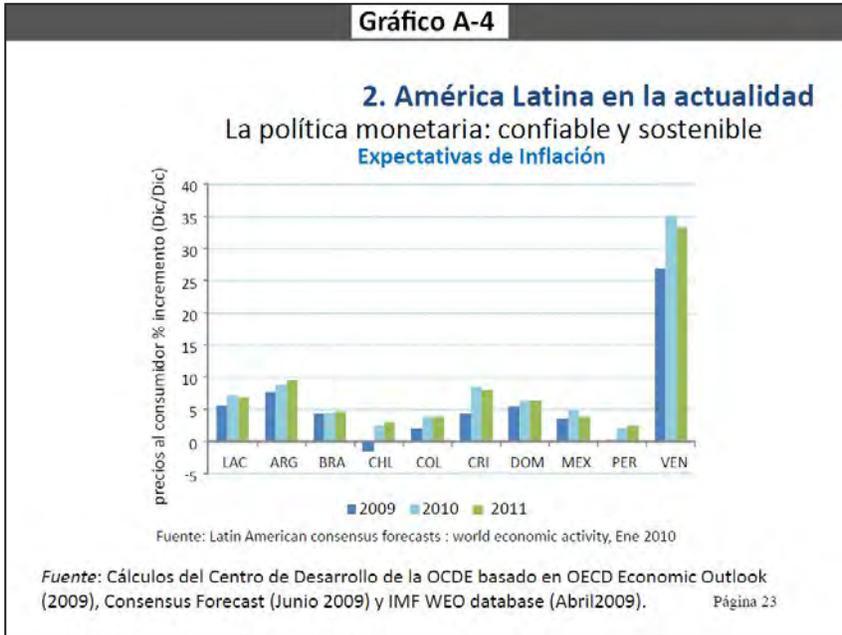
Una gran parte de la disminución de los índices de pobreza antes de la crisis se debe al crecimiento económico.

**Análisis de la reducción del índice de recuento de la pobreza (2003-07)**



Fuente: Cálculos del Centro de Desarrollo de la OCDE, según las bases de datos SEDLAC, Estadísticas e Indicadores Sociales (BADEINSO) de la CEPAL y WDI del Banco Mundial.

Página 24

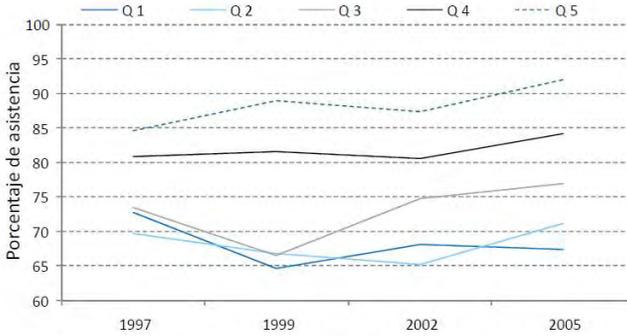


**Gráfico A-6**

**2. América Latina en la actualidad**

Política social: el carácter cíclico de los niveles de pobreza agregados pueden conducir los hogares a caer en la pobreza

**Asistencia escolar en Ecuador de cohortes de 13-19 años por quintiles de ingresos**



Fuente: Base de datos Estadísticas e Indicadores Sociales (BADEINSO) de la CEPAL. Página 25

**Gráfico A-7**

**2. América Latina en la actualidad**

La política social : necesidad de una política dirigida y sostenible

**Impacto del nuevo Sistema de Pensiones Solidarias en Chile**



Fuente: Huetpe, M. (2008).

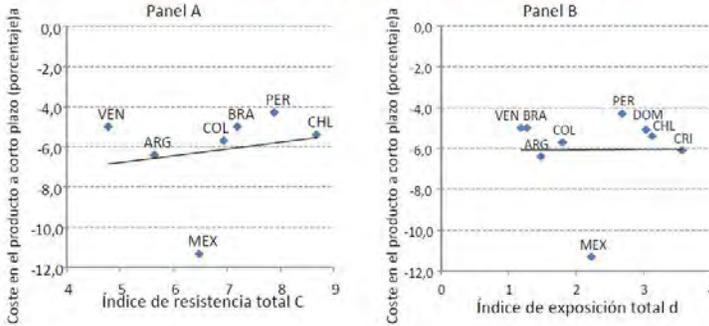
Página 27

**Gráfico A-8**

### 3. América Latina después de la crisis

El nivel global de exposición al riesgo de las economías no se encuentra correlacionado con los impactos cíclicos

**Correlaciones entre exposición, resistencia y resultados**



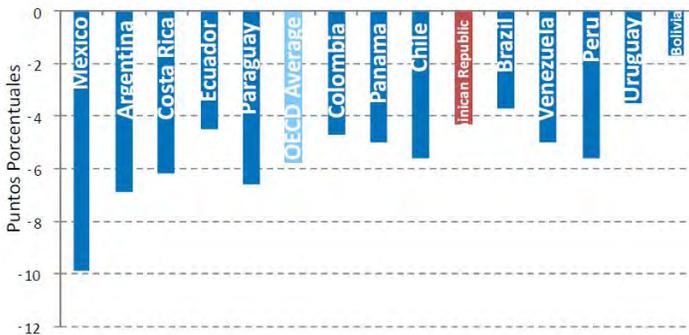
Notas: a) Cambio en puntos porcentuales entre las previsiones de crecimiento real del PIB en junio de 2009 y en junio de 2008.  
 b) El crecimiento potencial se ha evaluado como el promedio de la tasa de crecimiento prevista del PIB real para 2011-14, según *Perspectivas de la Economía Mundial* (abril de 2009) de FMI.  
 c) Este índice es el resultado de la suma de los índices de resistencia comercial, resistencia financiera externa, resistencia fiscal y resistencia monetaria.  
 d) Este índice es el resultado de la suma de los índices de exposición por cuenta corriente y de exposición financiera.

**Gráfico A-9**

### 3. América Latina después de la crisis

Las previsiones del mercado sustentan la idea que América latina tiene la fuerza necesaria para sobrellevar la actual crisis

**Costo en el corto plazo de la crisis sobre la producción**



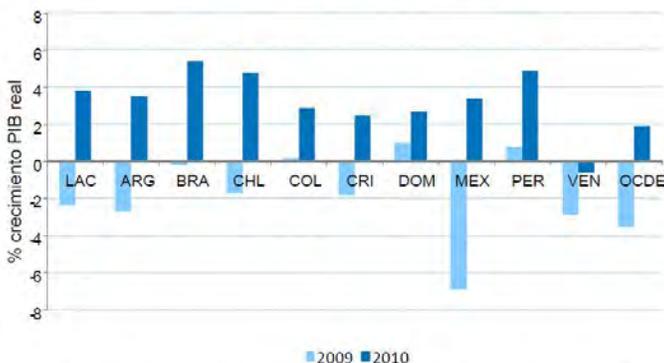
Fuente: Cálculos del Centro de Desarrollo de la OCDE, con base en *Economic Outlook* (OCDE, 2008b, 2009) y *Consensus Forecasts* (2009).

**Gráfico A-10**

### 3. América Latina después de la crisis

... y que la resistencia de la región le permitirá evitar la caída en una nueva trampa

#### Expectativas de crecimiento del PIB



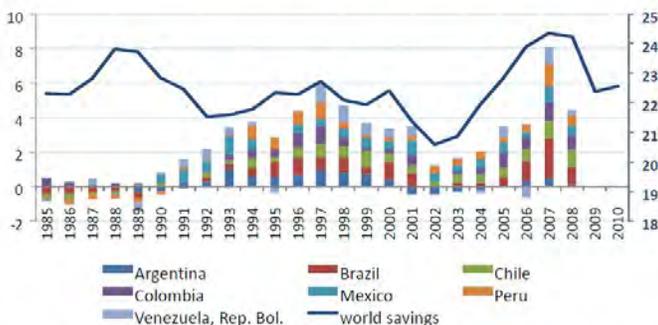
Fuente: Consensus Forecast (Marzo2010), OECD Economic Outlook (Nov2009) Página 32

**Gráfico A-11**

### 2. América Latina en la actualidad

Se observan para América Latina diferentes niveles de exposición a los riesgos ligados a flujos de cuenta financiera

#### Índice de resistencia por cuenta corriente



Nota: Cada indicador se ha indexado entre 0 y 1; los valores más elevados representan un mayor grado de resistencia. Véase el texto para más detalles sobre la elaboración de estos indicadores.

Fuente: Cálculos del Centro de Desarrollo de la OCDE, según la base de datos UNCTAD TRAINS. Página 17

## Ponencia 6

### La política monetaria en Estados Unidos: antes, durante y después de la crisis

Myriam Quispe Agnoli

Economista investigadora y asesora adjunta de política del Banco de la Reserva Federal de Atlanta (Fed de Atlanta)

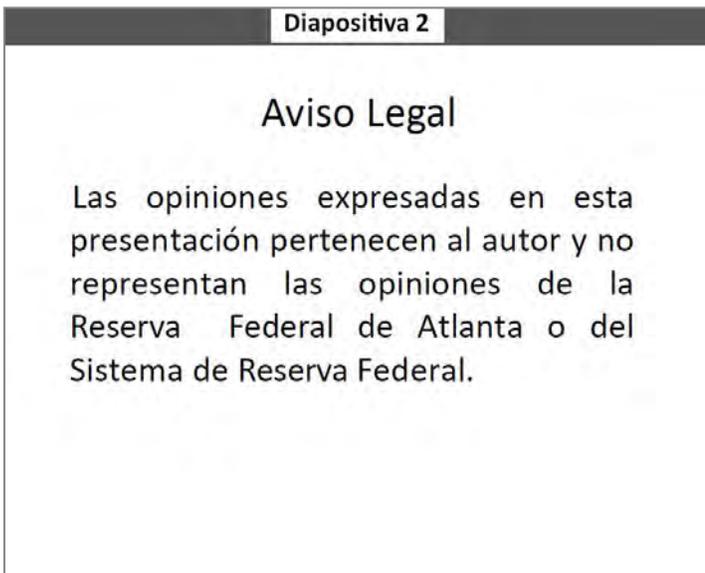


Durante esta ponencia voy a presentar la política monetaria de los Estados Unidos antes, durante y después de la crisis.

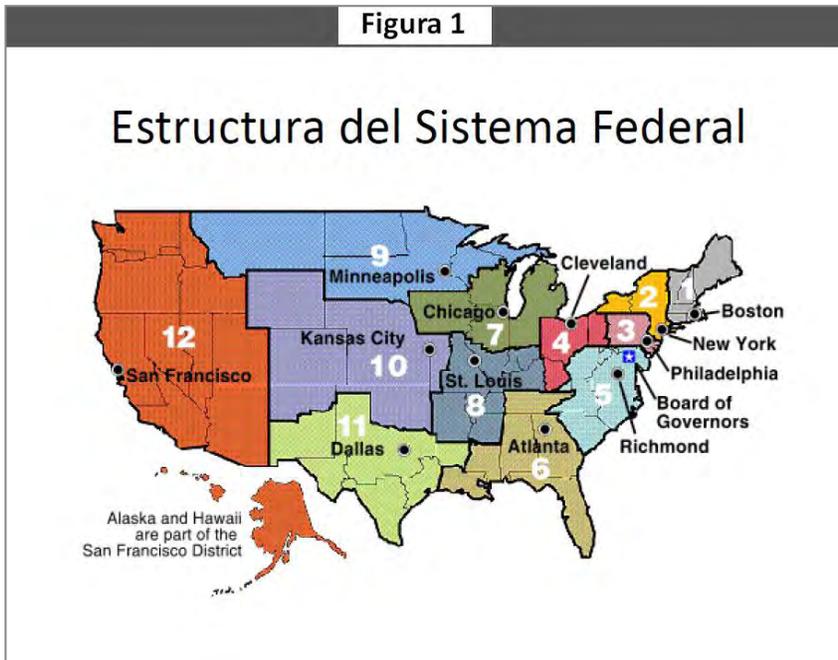
En la Reserva Federal de Atlanta existe lo que nosotros llamamos el Centro de las Américas. Como verán vengo del Fed de Atlanta que es el sexto distrito, ustedes ya comprenderán por qué lo menciono.

Las opiniones expresadas en esta presentación son de mi responsabilidad

y no expresan el punto de vista del Federal Reserve Bank de Atlanta ni del Sistema Federal de Reserva.



La estructura del Sistema Federal se observa en la diapositiva. (Figura 1). El distrito 6 es el distrito federal de Atlanta. Estamos en la parte sureste de los Estados Unidos y por lo tanto tenemos mayor conexión con América Latina. Es por eso que nosotros somos el único Fed que tiene el Centro de las Américas.



Esta división se realizó con fines de política monetaria. Dada la enormidad del país se dividió el mapa en doce distritos.

¿Quiénes son los actores detrás de las decisiones de política monetaria en los Estados Unidos? El doctor Benjamín Bernanke es el Presidente del Directorio del Sistema de Reserva Federal; después se encuentra el Comité de Operaciones de Mercado Abierto, quienes venden y compran bonos para mantener una tasa

de interés interbancaria, el mismo que está integrado por los Presidentes de cada uno de los bancos federales regionales cuyos miembros se alternan; y además los

**Diapositiva 3**

### Los actores detrás de las decisiones de Política Monetaria

- Benjamín Bernanke, Presidente del Directorio del Sistema de Reserva Federal.
- Comité de Operaciones de Mercado Abierto
  - Presidentes de cada uno de los bancos federales regionales (los miembros votantes rotan)
  - Gobernadores de la Junta de Directores del Sistema de Reserva Federal.
- 8 reuniones al año.

gobernadores de la junta del Directorio del Sistema Federal.

#### Diapositiva 4

### Objetivos e Instrumentos de Política Monetaria

- **Objetivos:**
  - Mantener precios estables
  - Mantener la estabilidad del sistema financiero (funciones de supervisión y regulación ) y provisión de liquidez.
- **Instrumentos:**
  - Tasa de interés interbancaria : operaciones de mercado abierto.
  - Tasa de descuento, préstamos entre el FED y los bancos.
  - Reservas Requeridas

El objetivo en la política monetaria es mantener precios estables. El segundo objetivo es mantener la estabilidad en el sistema financiero. A diferencia del Banco Central de Bolivia, el Sistema de Reserva Federal también tiene funciones de supervisión y regulación de la banca. Así que somos responsables de mantener la

estabilidad del sistema financiero y por supuesto también de la provisión de liquidez. Para ello los instrumentos tradicionales son la tasa de interés interbancaria que se fija a través de operaciones de mercado abierto, la tasa de descuento para préstamos entre el Fed y los bancos, y los requisitos de reserva (porcentaje de los depósitos), es decir, todas las reservas que tienen que mantener los bancos en la caja del Fed.

¿Qué pasó con la crisis? ¿Cuáles son las causas? En esta presentación “vamos a agarrar al toro por las astas”. Definitivamente este es un tema de gran debate. Nadie va a estar completamente de acuerdo, pero podemos señalar algunos puntos. Lo primero que menciono es que las tasas de interés se mantuvieron bajas

#### Diapositiva 5

### Las causas de la crisis aún son tema de debate, pero podemos señalar algunos puntos

1. Si bien desde 2002 hasta 2004 las tasas de interés se mantuvieron bajas, también observamos:
2. un aumento en la entrada de capitales extranjeros desde 2003, y si le sumamos
3. el aumento en los préstamos hipotecarios “*subprime*” y el incremento sustancial de todo tipo de endeudamiento, junto a
4. un aceleramiento en la innovación y complejidad de los instrumentos financieros, y finalmente
5. un retraso en la actualización de las entidades reguladoras del sistema financiero.

El resultado es

**→ LA TORMENTA PERFECTA**

entre el 2002 y el 2004, hubo un enorme ingreso de flujos de capital a Estados Unidos,

y hubo un aumento en los préstamos hipotecarios *subprime* (*subprime* eran aquellos préstamos que no requerían toda la información que usualmente se requiere para aprobar una hipoteca). También hubo endeudamiento de todo tipo: tarjetas de crédito y otros préstamos. Todo el mundo se endeudaba porque las tasas de interés estaban bajas

**Diapositiva 6**

## 1. Desde 2002 hasta 2004 las tasas de interés se mantuvieron bajas

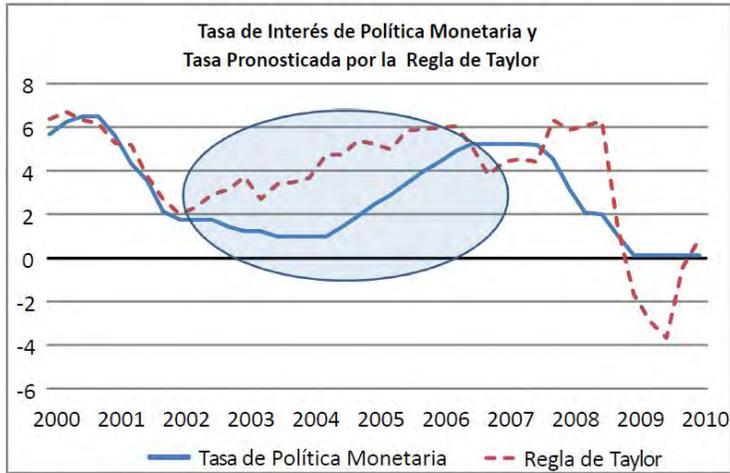
- La tasa de interés de referencia, o de política monetaria, disminuyó de 6.5% a 1% en 2 años, debido a temores deflacionarios y para atenuar la recesión del 2001.
- la tasa de interés del mercado se mantuvo baja alimentando el endeudamiento.
- Luego, la tasa de interés de referencia aumentó entre 2004 y 2006 contribuyendo al encarecimiento de las hipotecas y otros préstamos con tasa de interés variable.

y porque los bancos estaban dispuestos a prestar. Otro factor fue el aceleramiento en la innovación y la complejidad de los instrumentos financieros. Y finalmente el retraso en la actualización de las entidades reguladoras del sistema financiero. Cada uno de estos sectores por separado no hubieran ocasionado una crisis, pero todos juntos ocasionaron “la tormenta perfecta”. Se asemeja a la película del mismo título en la que todos los agentes climáticos ocurrieron al mismo tiempo creando las condiciones para una tormenta horrible al norte de Estados Unidos. Es a lo que llamo “la tormenta perfecta”.

Para explicar lo que sucedió claramente o para “agarrar al toro por las astas”, veamos qué pasó con las tasas de interés: las tasas de interés habían bajado, y si comparamos con las tasas de interés que la Regla de Taylor hubiera pronosticado o sugerido en ese momento, (*Gráfico 1*) podemos ver que nosotros mantuvimos las tasas más bajas que lo que nos decía la Regla de Taylor. Ustedes pueden decir “¿pero qué pasó?, tienen un instrumento de análisis, ¿por qué no lo usaron?”. Me imagino que los señores de los bancos centrales estarán de acuerdo conmigo acerca de que en ese momento teníamos que tomar decisiones usando toda la información de la que disponíamos. Comenzamos a hacer modelos y los comparamos con lo que nos sugería la Regla de Taylor, y vimos que esta última era algo más elevada. Por un buen tramo, a pesar que elevamos las tasas, la tasa pronosticada por la Regla de Taylor estaba por encima, y por tanto indicaba que tenía que subirse más las tasas. No se podían subir las tasas porque había demasiado endeudamiento. Todos los préstamos que pagaban intereses al principio iban a explotar, como muchos en realidad explotaron. Es todo un manejo de política en el que se tienen que balancear costos y beneficios.

**Gráfico 1**

1. Desde 2002 hasta 2004 las tasas de interés se mantuvieron bajas, por debajo de lo que la regla de Taylor hubiera pronosticado



Fuente: Federal Reserve Board, CBO, BEA, Elaboración: Mike Bryan.

Cuando estaban subiendo las tasas de interés, las tasas hipotecarias no aumentaban, y ¿por qué? Una de las razones era ésta: porque había una cantidad de liquidez en el mercado que provenía también de flujos de capitales del exterior de forma tal que al

aumentar las tasas de interés aumentaba la liquidez y por tanto se otorgaban préstamos y los bancos estaban todavía llenos de dinero.

En el gráfico se observa la entrada de capitales extranjeros desde el 2001 hasta el 2007. (Gráfico 2). En el 2006-2007 hay una gran cantidad de capital extranjero en los Estados Unidos.

### Diapositiva 7

3. Aumento en los préstamos hipotecarios "subprime" y el incremento sustancial de todo tipo de endeudamiento

- El valor de las hipotecas "subprime" en Marzo de 2007 fue estimado en \$1.3 millones de millones de dólares.
- Entre 2002 y 2007, la venta de instrumentos garantizados por hipotecas aumentó de cerca a \$750 miles de millones anuales a \$2.25 millones de millones anuales.
- Al finales del 2007, el endeudamiento de los hogares como% del ingreso disponible llegó a 127% (77% en 1990).
- La deuda hipotecaria con respecto al PIB aumentó de 46% en los 90 a 73% en 2008, llegando a US\$10.5 millones de millones.
- La deuda privada en 1981 era 123% del PIB, en el 3er trimestre del 2008 alcanzó a 290%.
- Entre 2001 y 2006, la venta de viviendas aumentó en cerca del 50%, y sus precios aumentaron más del doble.



El tercer factor que les mencioné es acerca de los préstamos hipotecarios *subprime*, y el incremento sustancial de todo tipo de endeudamiento. Por ejemplo, el valor de las hipotecas *subprime* en marzo del 2007 fue estimado en 1,3 millones de millones de dólares. Entre el 2002 y el 2007 la venta de instrumentos garantizados por hipotecas MBS (*mortgage-backed securities*), aumentó de cerca de 750 miles de millones anuales a 2,25 millones de millones anuales. Y a finales del 2007, el endeudamiento como porcentaje del ingreso disponible, había aumentado al 127%, el cual era 77% en 1990. Entre el 2001 y el 2006, la venta de viviendas aumentó en cerca del 50%. Cuando hablo de viviendas, no solamente me refiero a viviendas ya construídas en periodos anteriores y que se estaban comercializando, sino además de todas las que se estaban construyendo. Fue toda una ola de construcción que se nos vino, y por supuesto los precios de las viviendas aumentaron más del doble. Era el momento de comprar una casa, porque uno suponía que el precio iba a seguir subiendo, por lo menos era lo que todo el mundo pensaba.

El cuarto factor que les comentaba acerca de mi “tormenta perfecta”, es el aceleramiento en la innovación y la complejidad de los instrumentos financieros como por ejemplo instrumentos como hipotecas con tasas variables, es decir, activos respaldados por hipotecas. Son un tipo de instrumentos, un tipo de productos financieros que se expandieron dramáticamente en los años anteriores a la crisis. El gran problema era que muy poca gente los entendía y cuando uno no entiende un instrumento financiero, lo que no entiende es la definición del riesgo que representa. Entonces,

**Diapositiva 8****4. Aceleramiento en la innovación y complejidad de los instrumentos financieros**

- Instrumentos como Hipotecas con Tasas Variables, Activos respaldados por hipotecas, Obligaciones de Deuda Colateral, Swaps por Default de Crédito son algunos ejemplos de innovación financiera.
- El uso de estos productos se expandió dramáticamente en los años anteriores a la crisis.
- Uno de los serios problemas de estos instrumentos, es la falta de la definición del riesgo que representan, afectando su valorización.
- Algunos de estos instrumentos sirvieron para evitar regulaciones.
- AIG (American International Group) es el ejemplo con CDS.

¿cómo se va a valorar ese instrumento financiero? Si no se puede determinar el riesgo cómo se lo puede valorar. Muchos de esos instrumentos se creaban para evitar regulaciones.

Y el quinto factor, es el retraso en la actualización de las entidades reguladoras del sistema financiero. S e n c i l l a m e n t e la supervisión y

regulación no se mantuvieron al tanto de la innovación financiera que estaba ocurriendo. Por otro lado, el entorno legislativo no apoyaba la labor de supervisión y regulación. Por ejemplo, en 1999 se eliminó la ley Glass-Steagall, que separaba los bancos comerciales con la banca de inversión. Se comenzó a tener una línea clara. En el 2004 la Comisión de Valores relajó la regulación del capital neto. La banca paralela no estaba sujeta a la misma regulación que la banca comercial, y por lo tanto ellos sí podían jugar con una gran cantidad de instrumentos financieros porque no estaban regulados. Además como

no estaba muy bien definida la banca de inversión con la banca comercial, s e n c i l l a m e n t e había una cierta serie de manejos entre balances para evitar una serie de regulaciones y ampliar una serie de transacciones que en realidad nadie entendía. Así que ese es el quinto factor que causó la crisis.

**Diapositiva 9****5. Retraso en la actualización de las entidades reguladoras del sistema financiero**

1. Las entidades de Regulación y Supervisión no se mantuvieron al tanto de los adelantos en innovación financiera.
2. Además, el entorno legislativo no apoyó la labor de estas instituciones:
  - a) En 1999, se eliminó el Glass-Seagall Act que separaba a los bancos comerciales con la banca de inversión.
  - b) En 2004, la Comisión de Valores relajó la regulación del capital neto.
  - c) La banca paralela no esta sujeta a la misma regulación que los bancos comerciales.
  - d) Los bancos podían mover activos y pasivos fuera de sus balances hacia entidades legales complejas.

### Diapositiva 10

Como dijo el Presidente del Directorio del Fed, Benjamin Bernanke en una presentación en Enero del 2009:

**"LA CAUSA MÁS VISIBLE DE LA CRISIS, FUE EL FIN DEL CICLO DEL SECTOR DE BIENES RAÍCES EN LOS E.E.U.U., Y AL MISMO TIEMPO, EL INCREMENTO EN LAS TASAS DE DELINCUENCIA EN LAS HIPOTECAS "SUBPRIME". ESTO IMPUSO UNA SERIE DE PÉRDIDAS SUSTANCIALES EN MUCHAS INSTITUCIONES FINANCIERAS Y ESTREMECIÓ LA CONFIANZA DE LOS INVERSIONISTAS EN LOS MERCADOS CREDITICIOS."**



muchas instituciones financieras y estremeció la confianza de los inversionistas en los mercados crediticios. Finalmente se llegó al término de la burbuja hipotecaria, de la burbuja de bienes raíces.

Luego, al reventar la burbujita, se inició la crisis. ¿Qué significó el inicio de la crisis? Tal como nos dice el Dr. Bernanke: *"en primer lugar todo el mundo pensaba que los precios de las viviendas seguirían subiendo, pero comenzaron a estabilizarse, y luego a caer"*. Por ejemplo,

Citando al Presidente del Directorio del Fed, Benjamin Bernanke en una presentación en enero del 2009, él dijo *"la causa más visible de la crisis fue el fin del ciclo del sector de bienes raíces en los Estados Unidos, y al mismo tiempo el incremento en las tasas de delincuencia en las hipotecas subprime"*. Esto impuso una serie de pérdidas sustanciales en

si ustedes compraron una casa en medio millón de dólares, para lo cual pidieron un préstamo de 495.000 dólares porque pronosticaron que el precio de esa casa iba a ser 600.000 al mes siguiente, pero esa casa solamente llegó a costar 300 mil, ¿qué pasó con su activo? Eso es la crisis. Por lo tanto también comenzaron a incrementarse las

### Diapositiva 11

## El inicio de la crisis

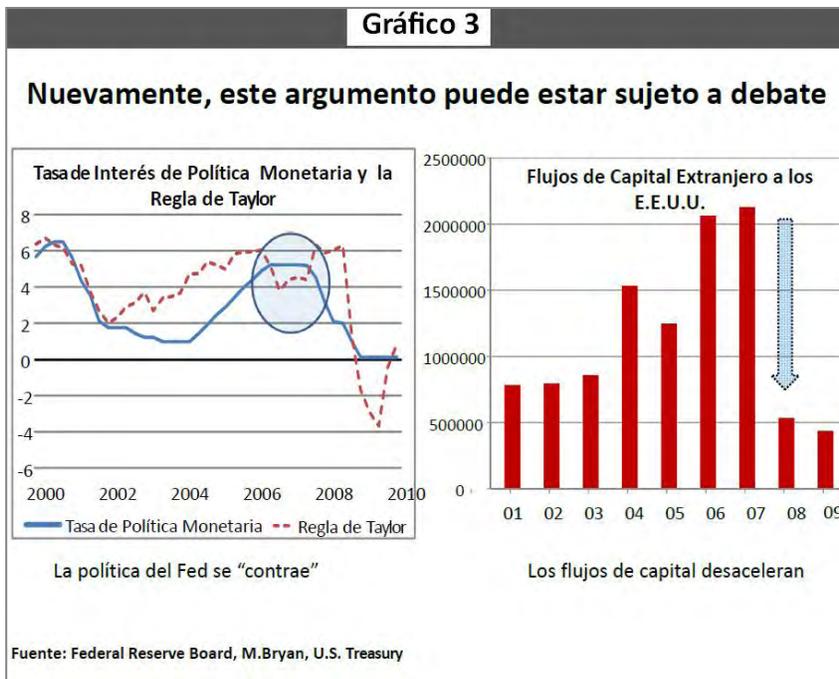


- Los precios de las viviendas se estabilizan y comienzan a caer...
- Las tasas de delincuencia crediticia e hipotecaria comienzan a aumentar...
- La liquidez comienza a restringirse y ...
- Los mercados de bonos y valores comienzan a desaparecer...

tasas de delincuencia crediticia e hipotecaria porque era sencillamente una bola de nieve que se volvió más grande, y la liquidez comenzó a restringirse porque los bancos se dieron cuenta que la crisis había comenzado. Ya no estaban dispuestos a dar más préstamos, a dar más créditos. Y aparte de lo mencionado los mercados de bonos y valores comenzaron a desaparecer.

¿Incertidumbre? Por supuesto, quien quiere arriesgar en ese tipo de situación.

Nos encontramos en el inicio de la crisis, y la tasa que mantuvimos elevada de acuerdo a la Regla de Taylor la tuvimos que bajar. (Gráfico 3). Sí, hubo un retraso en la reacción, pero fue porque en ese momento no se pudo anticipar tal situación. Como se observa hubo una demora en la reacción para reducir la tasa. Se disminuyó la tasa aun cuando la Regla de Taylor indicaba que la tasa de interés debía ser más alta. Ahora ya estamos en casi 0.



Una complicación adicional fue que los flujos de capitales que nos habían ayudado en la liquidez del país, disminuyeron.

En el gráfico (Gráfico 4) se muestra la caída del precio de las viviendas. Éste creció por pie<sup>2</sup> y en el 2007-2008 se estancó, y después comenzó a caer. (Véase Apéndice A).

Gráfico 4

**Pero lo más importante es que los precios de las viviendas se estancan y comienzan a caer**

**Indice de Precio de Vivienda: Radar Logic 28-Días**



Enero 2010

¿Qué nos espera? Voy a tomar como referencia el macroblog del Fed de Atlanta ([http://macroblog.typepad.com/macroblog/federal\\_reserve\\_and\\_monetary\\_policy/](http://macroblog.typepad.com/macroblog/federal_reserve_and_monetary_policy/)). Ésta

parte corresponde a David Altig, Director de Investigaciones Económicas. Él dice: *“definitivamente todo el mundo va a estar de acuerdo en tres puntos: uno, que la economía global ya no está en ese abismo financiero que estaba antes, estamos en una recuperación de la recesión, ya no estamos en la debacle que había meses atrás. La crisis financiera en los*

Diapositiva 12

### Que nos espera? De Macroblog, Blog del Atlanta-Fed

Unanimidad en algunos puntos:

- (1) La economía global se ha distanciado del abismo financiero y ahora esta en una primera fase de recuperación de la recesión;
- (2) La crisis financiera en los últimos dos años se originó, irónicamente en las economías con los sistemas financieros más profundos y avanzados, teniendo a Estados Unidos como epicentro, y es muy probable que tenga el impacto de largo plazo en estas economías; y
- (3) Ha llegado el momento de comenzar a construir un mercado y una infraestructura regulatoria que pueda evitar o contener los eventos asociados con la reciente crisis.

*últimos años se originó irónicamente en las economías con los sistemas financieros más profundos y avanzados, y el epicentro fue Estados Unidos, y por lo tanto debido a eso van*

*a haber consecuencias a largo plazo. Finalmente ha llegado el momento de comenzar a construir un mercado y una infraestructura regulatoria que pueda contener y evitar los eventos asociados con la reciente crisis.”*

Las lecciones de la crisis son (Véase Apéndice B):

- No suponer que el tamaño de la hoja de balance es una medida adecuada de apoyo monetario.
- No concentrarse solo en los mercados que hayan sido intervenidos. No se puede esperar que solo a lo largo de los mercados intervenidos van a estar saliendo inmediatamente y mejorar. Ellos van a mejorar cuando la economía mejore.
- No subestimar el valor de las redes de seguridad.
- No ignorar las diferencias entre países o regiones. Una estrategia para todos quizás sea una estrategia para nadie.
- Y la otra lección muy importante es que no podemos asumir que vamos a regresar a la política macroeconómica y a la política monetaria anterior. Este es un nuevo hito, este es un nuevo esquema, un nuevo orden.

Entonces estamos con políticas no convencionales. Dejo la situación actual, pronósticos y estrategias de salida para la rueda que se va a realizar luego. Muchísimas gracias.

#### Diapositiva 13

De Dave Altig,  
Director de Investigación en el Fed- Atlanta

- ✓ Políticas poco convencionales deberían comenzar con un consenso amplio sobre el nivel de riesgo aceptable para un banco central en el curso “normal” de la economía.
- ✓ En los buenos días (pre crisis), la política convencional era: operaciones de mercado abierto comprando bonos del tesoro y crédito restringido a un reducido número de instituciones financieras (bancos comerciales) en el muy corto plazo.
- ✓ Existen buenas razones que apoyan a la idea que este tipo de política podría seguir siendo la convencional.
- ✓ Pero, no debemos asumir que la nueva política convencional va a parecerse a la antigua.

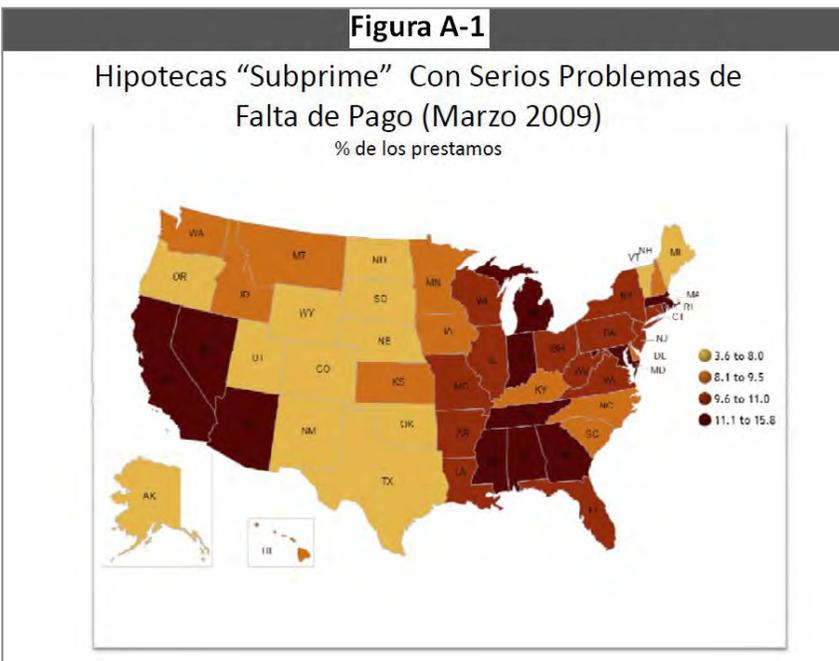
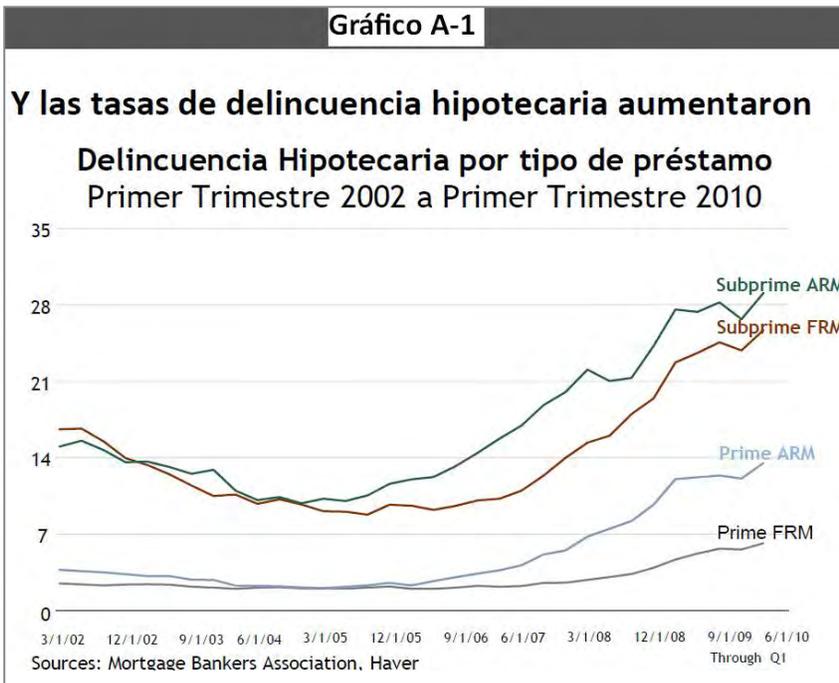
#### Diapositiva 14

La Política Monetaria en los  
Estados Unidos: antes, durante y  
después de la crisis

Myriam Quispe A.  
Banco de la Reserva Federal de Atlanta

Para la IV Jornada Monetaria  
Política Económica después de la crisis  
financiera Economía Internacional:  
Estrategias de Salida Organizada por el  
Banco Central de Bolivia  
La Paz, 19 de Julio de 2010

**APÉNDICE A. HIPOTECAS SUBPRIME Y POLÍTICA MONETARIA DURANTE LA CRISIS.**



**Diapositiva A-1****Política Monetaria durante la Crisis**

- Dos objetivos de la política monetaria:
  - Apoyar la liquidez y el funcionamiento del mercado
  - Continuar con los objetivos macroeconómicos (baja inflación)
- Desde Septiembre del 2007 hasta Abril del 2008, el Fed bajó las tasas de interés del 5.25% a 2%, y la tasa de descuento de 5.75% a 2.25%.
- En Diciembre 2008, el Fed bajó las tasas de referencia (así como las tasas de descuento) a un rango de 0 a 0.25%
- También efectuó operaciones de mercado abierto para asegurar liquidez en los bancos.
- Sin embargo, la política monetaria implementada no es la tradicional...



### Diapositiva A-2

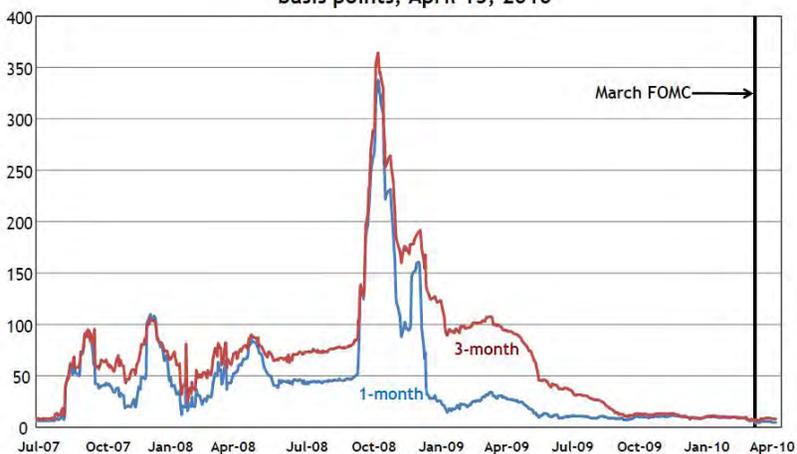
#### Políticas para enfrentar el Problema de Liquidez

- Ampliar la madurez de las transacciones usadas en la conducción de operaciones abiertas de mercado.
- Incluir (implícitamente) otros tipos de activos en la conducción de operaciones de mercado.
- Realizar préstamos a otras instituciones no-bancarias.
- Realizar préstamos a otras instituciones del sector privado que compran deuda en el mercado de dinero a corto plazo.
- Establecer o reactivar líneas swap de moneda extranjera con otros bancos centrales (Europa, Suiza, Inglaterra, Japón).
- Se incluyeron otros tipos de activos como garantía.
- Se anunció la creación del plan para dar crédito a los bancos, con el propósito de comprar el papel comercial emitido en base a activos en los fondos mutuos de mercado de dinero.

### Gráfico A-2

#### Y los márgenes en los mercados de moneda se mantienen bajos y estables

Dollar LIBOR to OIS\* Spread  
basis points, April 13, 2010



Source: British Bankers Association/Bloomberg

\* Overnight Index Swap rate

### Diapositiva A-3

## En resumen

- El Fed utilizó instrumentos poco convencionales de política monetaria para poder resolver un problema de liquidez muy complejo en mercados financieros sofisticados.
- Entre las características de estos instrumentos tenemos:
  - Diferentes plazos de maduración
  - Diversidad de activos
  - Diversidad de instituciones
  - Diferentes monedas
  - Diferentes tipos de garantías

APÉNDICE B. DESPUÉS DE LA CRISIS.

**Diapositiva B-1**

**DESPUÉS DE LA CRISIS, RETOS?**

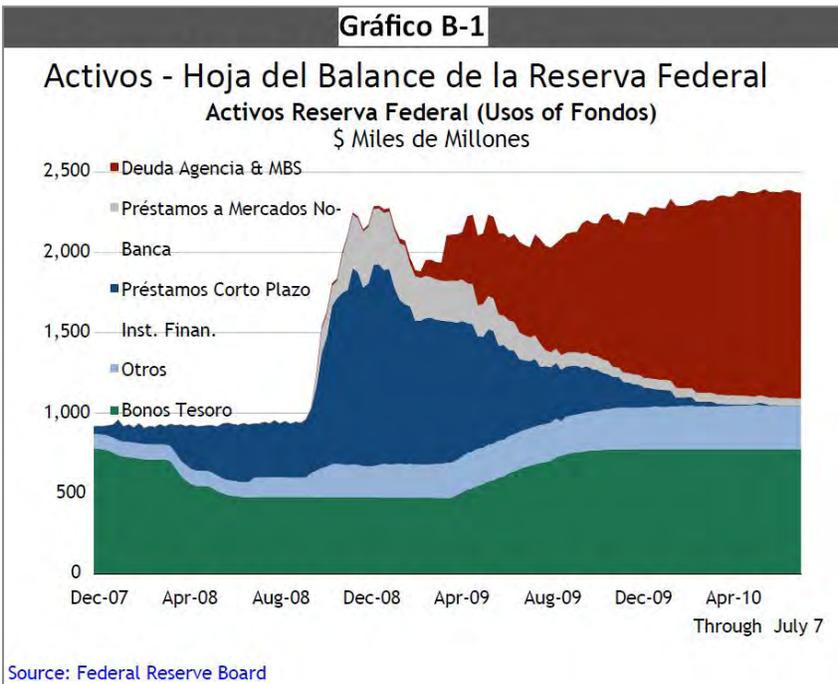
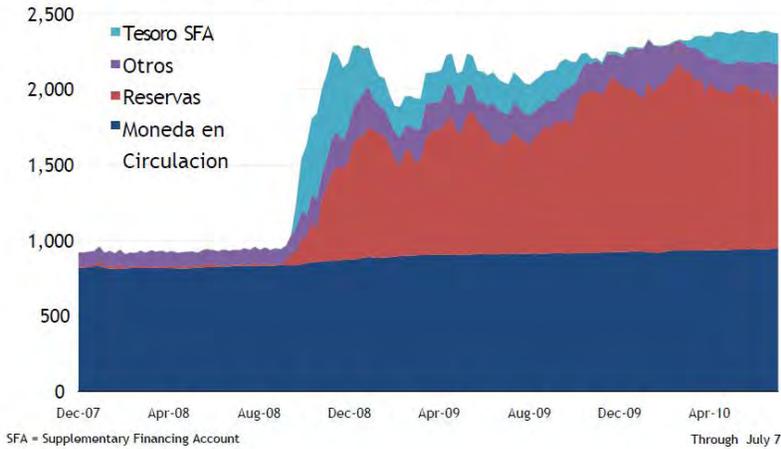


Gráfico B-2

Pasivos - Hoja del Balance de la Reserva Federal  
Pasivos Reserva Federal (Fuentes de Fondos)  
\$ Miles de Millones



Source: Federal Reserve Board

Diapositiva B-2

Principios para la implementación de políticas poco convencionales

1. Seleccionar el tipo de intervenciones que son más importantes, y concentrar los esfuerzos en esas áreas.
2. En cualquier intervención, pensar cuidadosamente las consecuencias y evitar crear mayores distorsiones.
  - Por ejemplo, la decisión que la mayoría de los bancos centrales tomaron fue establecer un piso efectivo de las tasas de referencia a corto plazo *cerca*, pero por encima, de cero para evitar eliminar todo retorno de los participantes en el mercado y por lo tanto sacarlos del mercado.
3. Proveer una red de seguridad extensiva para los pánicos de corto plazo.
4. Diseñar medidas que se “auto-eliminen” cuando las condiciones mejoren.
  - Por ejemplo, establecer tasas de préstamo y términos a niveles por encima de los que los proveedores privados lo harán una vez que esta etapa aguda pase.

## Ponencia 7

### La crisis actual y el futuro de la banca central

Roberto Chang

Profesor de Economía. Universidad de Rutgers

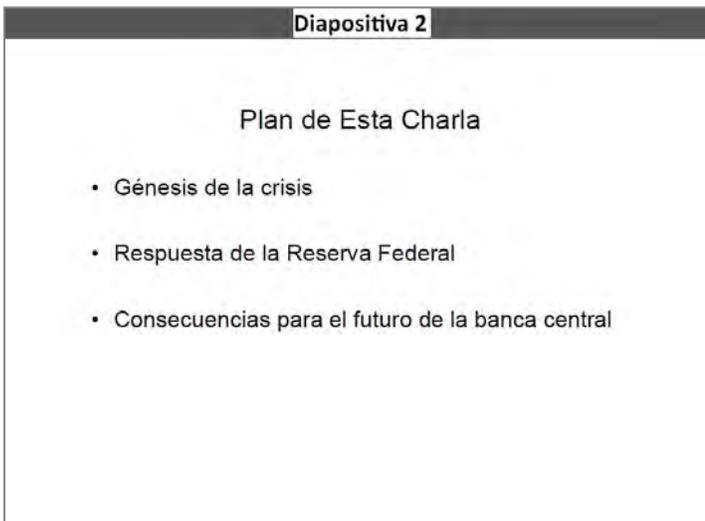
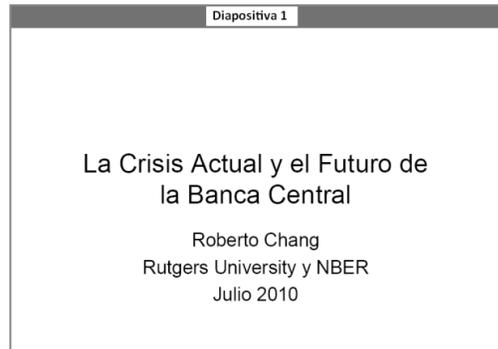
Muchas gracias por la invitación al Banco Central de Bolivia para poder participar en esta Jornada Monetaria, por la cual dicho sea de paso me he quedado impresionado por la calidad de la exposición de los expositores y de la difusión a todo el país.

El propósito último en discusión es tratar de encontrar lecciones para el futuro en la banca central. Y desde mi punto de

vista las lecciones que podemos extraer de este periodo de crisis para la banca central dependen muy claramente de la diagnosis de la crisis, y cómo evaluamos la respuesta de los bancos centrales a esta crisis. En mi exposición, me concentraré en la Reserva Federal de los Estados Unidos, en parte porque es el caso que conozco más claramente y en parte porque tiene ciertos elementos que vale la pena enfatizar un poco más.

Primero hablemos de la génesis de la crisis. Si bien hay mucho debate, estamos llegando a cierto consenso acerca de cómo se desarrolló la crisis. Y el consenso está

expresado en varios trabajos de los cuáles probablemente el de Markus Brunnermeier en el 2009 es el más citado. Hay un trabajo nuevo de Franklin Allen y Elena Carletti que está saliendo en el libro asociado con conferencias del Banco Central de Chile del año pasado. El consenso empieza con un *shock* inicial que es básicamente



**Diapositiva 3**

**Un Consenso Emergente**

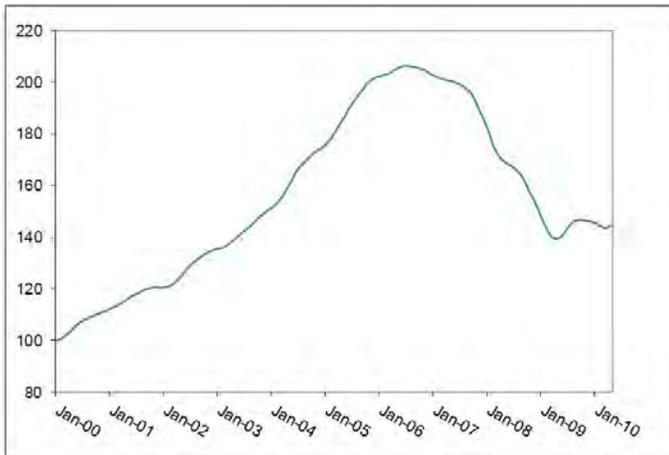
- Aunque todavía hay mucho debate, un consenso sobre el origen de la crisis parece estar emergiendo (Brunnermeier 2009, Allen-Carletti 2010).
- El *shock* inicial: colapso de una “burbuja” inmobiliaria en los Estados Unidos, hacia principios del 2007.

el colapso de una burbuja inmobiliaria en los Estados Unidos, hacia principios de 2007. Los precios del mercado de la vivienda en Estados Unidos habían crecido de manera insostenible y eventualmente hacia principios de 2007 esa trayectoria empezó a revertirse.

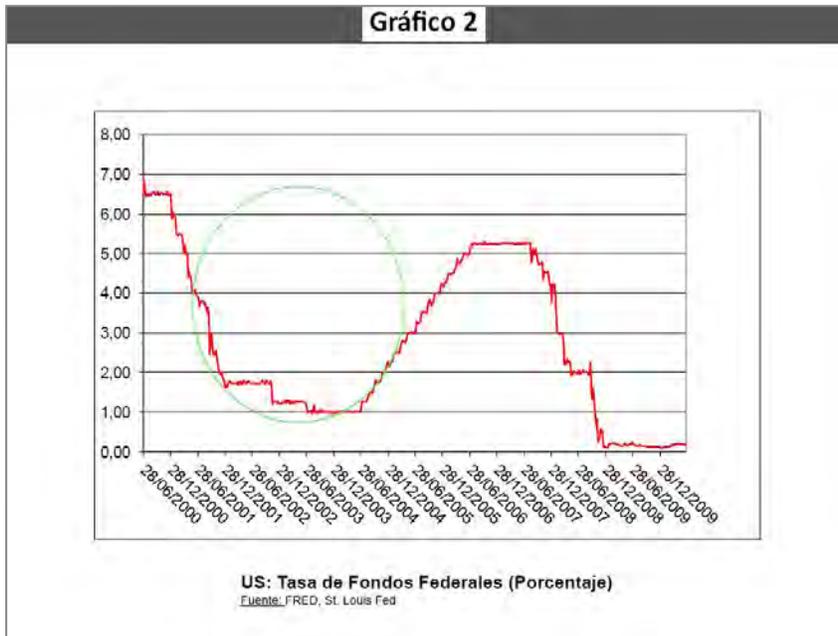
Por ejemplo, se tienen los datos de

los precios de inmuebles en promedio en veinte ciudades claves. (*Gráfico 1*). Es lo que se llama el índice de Case and Shiller. Y se ve que aproximadamente hasta enero del 2007, la tendencia había sido claramente ascendente, y luego, a principios de 2007, la tendencia cambia claramente. Ese es el *shock* inicial. Uno puede preguntarse ¿de dónde salió esa burbuja?, y en ese sentido las bajas tasas de interés de Estados Unidos y el exceso de ahorro, -los inlujos de capital hacia los Estados Unidos por parte de

**Gráfico 1**



**USA: Índice de Precios de Inmuebles (S&P/Case-Shiller 20 City Composite Index)**  
Fuente: MacroMarkets



China y otras economías emergentes-, cumplieron un rol fundamental. En el término del consenso del cual estoy hablando, esos dos factores realmente importan porque explican por qué surgió la burbuja en Estados Unidos. Lo que hizo posible el aumento de los precios inmobiliarios fue tener liquidez excesiva en los Estados Unidos. Eso queda claro también en el siguiente gráfico (*Gráfico 2*). Hubo una decisión de política que fue bajar la tasa de política monetaria en los Estados Unidos al 1% y mantenerla ahí por

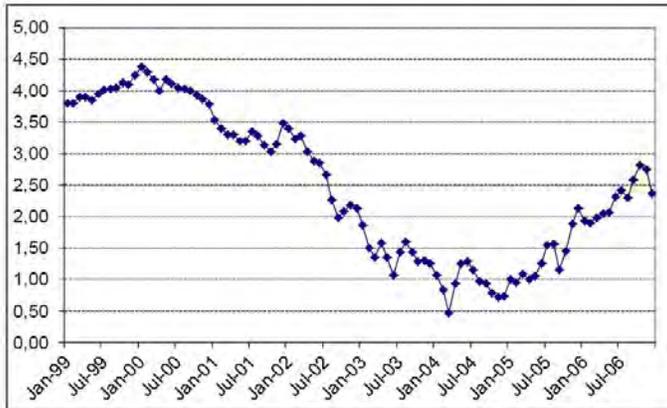
varios meses, entre el 2002 y 2004, aunque la tasa de política de Estados Unidos, en cierto sentido respondía a una realidad de las tasas de interés reales mundiales. En el gráfico siguiente (*Gráfico 3*) se muestran las tasas de interés mundiales medidas por las notas del Tesoro a 10 años indexadas por la inflación. Y lo que se

**Diapositiva 4**

- La burbuja inmobiliaria habría sido posible por las bajas tasas de interés, las cuales a su vez se debieron a la política de la Reserva Federal y el exceso de ahorro por parte de China y otras economías emergentes.

**Gráfico 3**

**Tasas de Interés Reales, 1999-2006**

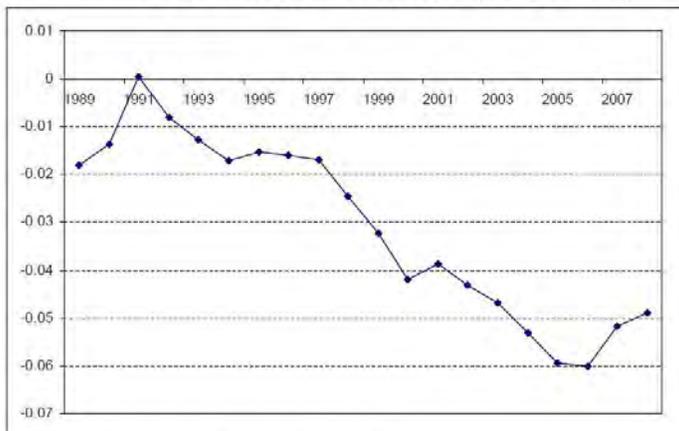


10-Year 3-7/8% Treasury Inflation-Indexed Note. Fuente: FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis

observa es que entre principios del año 2000 y mediados del 2004 la tasa de interés real medida de esta manera bajó del 4% a casi menos de 1%. Entonces, la aparición de la burbuja inmobiliaria probablemente no solamente se debió a una decisión de política sino también a una realidad en el mundo acerca de regiones emergentes que

**Gráfico 4**

**USA: Cuenta Corriente (% de PBI)**



Fuente: Bureau of Economic Analysis (BEA)

estaban acumulando demasiada liquidez, y eso se tradujo en un influjo de capital.

Otra perspectiva es la cuenta corriente de los Estados Unidos la misma que cayó en puntos porcentuales del PBI, desde aproximadamente 4% hacia el año 2000, a 6% hacia fines del 2006. (Gráfico 4).

Bueno, la pregunta clave es ¿cómo es que un *shock* de cierto tamaño, -digamos en Estados Unidos el problema inmobiliario-, puede causar la reacción más importante que hemos tenido desde la Gran Depresión? El problema del sector inmobiliario tenía una magnitud de entre 200 a 400 mil millones de dólares. El problema que hemos experimentado es de varios billones de dólares, estamos hablando de 10, 20, 30 trillones de dólares.

Entonces el *shock* pequeño inmobiliario se multiplicó varias veces, es decir, se transformó en una crisis global. ¿Cómo es que sucedió eso? La respuesta del consenso del que estoy hablando es que hubo cambios en el sistema financiero, básicamente en el sector bancario y en la relación entre lo que se llama el “sistema financiero sombra”

(como las instituciones financieras no bancarias) y los bancos. Y es por eso que el rol del Banco Central, de la Reserva Federal en particular, aumentó dramáticamente alrededor de la crisis sobre todo alrededor del colapso de Lehman Brothers en el 2008.

Hubo un cambio en el sistema financiero. Esto se ha discutido de varias formas. Quizás, desde mi punto de vista, Brunnermeier otra vez hace el resumen más claro del asunto. Identifica 2 o 3 factores. Uno es que los bancos se mueven hacia un modelo que se llama original y distribuido. Es decir, los bancos tradicionales daban préstamos, digamos hipotecarios, y mantenían esos préstamos en sus libros hasta que el préstamo expiraba. Sin embargo, encontraron recientemente una manera de formar portafolios de préstamos y venderlos como activos y dividir esos portafolios en distintos activos, es decir, colecciones de hipotecas que se desean reducir, y que tienen distintos grados de riesgo. La consecuencia es: primero que estas hipotecas se volvieron mucho más líquidas por un lado, lo cual eliminó el incentivo de los bancos de emplear recursos para controlar por ejemplo la calidad de los préstamos, pero por otro lado también hubieron

#### Diapositiva 5

### Mecanismos de Amplificación

- Pregunta Clave: Cómo es que un shock de este tamaño (US\$ 200-400 mil millones) se multiplicó 10-30 veces, y se transformó en una crisis global.
- Respuesta del Consenso: Cambios en el sector bancario y en la relación de los bancos con instituciones financieras no bancarias.

**Diapositiva 6**

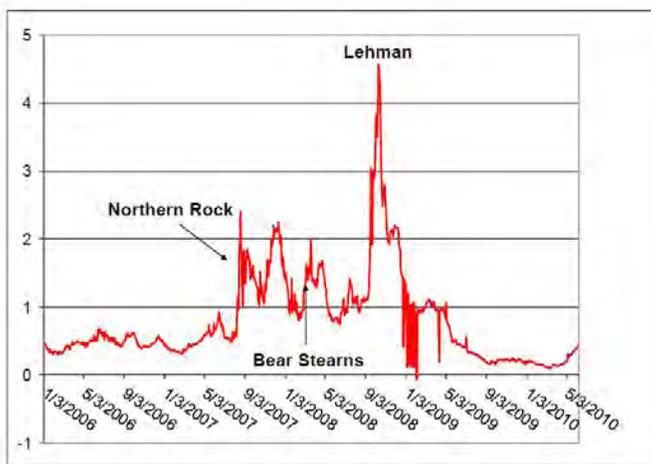
Brunnermeier (2009) identifica dos factores claves:

- Bancos empiezan a "originar y distribuir"
  - Mayor financiamiento a corto plazo, en parte posible por la creación de SIVs (structured investment vehicles), que crearon obligaciones contingentes.
- La caída del mercado inmobiliario creó una demanda súbita por liquidez y arrastró a los bancos comerciales y de inversión.

otras tendencias, como el hecho que los bancos prefirieron no mantener estos portafolios en sus propios libros, sino crear instituciones especiales, lo que se llaman vehículos estructurados de inversión, o SIV, que estaban patrocinadas por los bancos, pero que eran los que realmente hacían las operaciones. Entonces estos

instrumentos eran los que mantenían los portafolios de estas hipotecas, y las financiaban con papeles a corto plazo que estaban garantizados con estos portafolios. Estos son los famosos *mortgage-backed securities*. En apariencia la creación de estos vehículos sacaba el riesgo del sistema bancario y lo ponía en el sistema no bancario. Sin embargo eso solamente era ilusorio. ¿Por qué razón? Porque el banco patrocinador se comprometía, ya sea legalmente o implícitamente, a proveer liquidez a estos vehículos

**Gráfico 5**



TED Spread (LIBOR Versus T-Bill, puntos porcentuales)

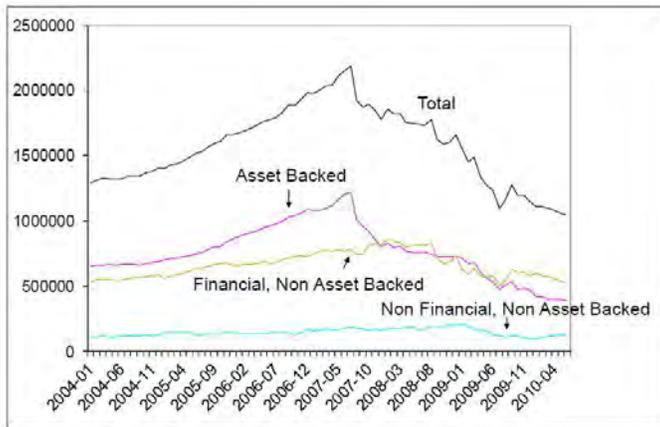
en caso que estos vehículos no tuvieran la capacidad de seguir financiándose, vendiendo activos de corto plazo. Uno de los mecanismos más importantes fue que la caída del mercado inmobiliario no solamente arrastró a estos vehículos que se habían endeudado en base a *mortgage-backed securities*, sino también arrastró a los bancos patrocinadores que estaban obligados a proveer liquidez a estos vehículos. Lo que causó la multiplicación de la que estamos hablando, no fue necesariamente el problema en el mercado inmobiliario, sino el casi colapso del sistema bancario. Y eso se ve en los números. En el gráfico (*Gráfico 5*) se aprecia el TED *spread*, que es la tasa LIBOR, -una tasa interbancaria-, menos la tasa del Tesoro. Este gráfico enfatiza por ejemplo las dificultades del sector bancario en particular. Uno ve que la crisis empieza con la caída de Northern Rock, hacia mediados del 2007. Después de Northern Rock, la situación se estabilizó un poco. En marzo del 2008 existió el colapso de Bear Stearns (o el rescate de Bear Stearns). Y, bueno la visión de los mercados acerca de los bancos había empezado a mejorar. Pero lo que realmente causó la gran caída fue el desplome de Lehman Brothers, que fue lo que ocasionó el colapso de otros elementos de esta superestructura financiera que se había creado en los años 2000. En las cifras se observa que, en los Estados Unidos por lo menos, el daño mayormente había estado restringido al sector inmobiliario y a algunos mercados relacionados, como los mercados de obligaciones relacionadas a deudas con hipotecas. Eso se observa, en el mercado de los pagarés comerciales, del papel comercial. El gráfico, expresado en millones de dólares, (*Gráfico 6*) muestra el crecimiento muy rápido de los papeles comerciales que estaban asociados con hipotecas, ("*asset-backed*" en el *Gráfico 6*) el cual comienza a reducirse después de Northern Rock, a partir de mediados del 2007.

**Diapositiva 7**

- En los Estados Unidos, el daño estuvo mayormente restringido al sector inmobiliario y mercados relacionados (CDOs, collateralized debt obligations) hasta el colapso de Lehman.

Sin embargo, si uno ve otros mercados, como el mercado de papeles financieros por ejemplo, -que no estaba relacionado con hipotecas-, ("*financial non asset-backed*" en el *Gráfico 6*), y el mercado que es no financiero ("*non financial non asset-backed*" en el *Gráfico 6*), se percibe que estos mercados no empezaron a sufrir tanto hasta que efectivamente colapsó Lehman Brothers.

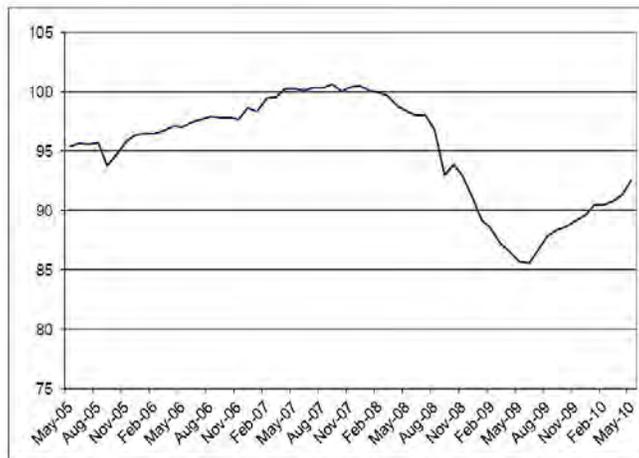
**Gráfico 6**



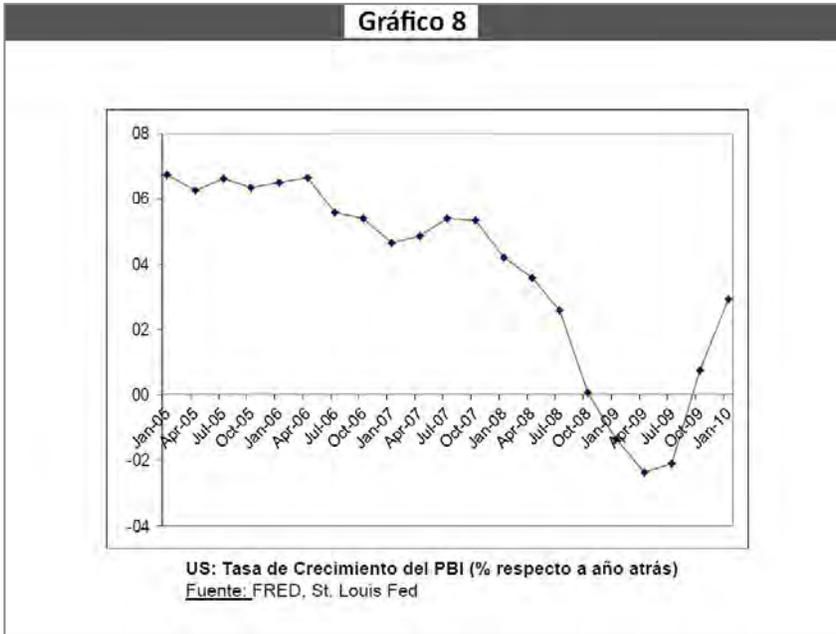
**Mercado de Papel Comercial  
(Millones US\$)**

Entonces fue el colapso de Lehman Brothers lo que realmente llevó a una situación de catástrofe. Y esto se nota también en otros indicadores. Por ejemplo, en Estados Unidos, si uno ve el Índice de la Producción Industrial, -que es un índice de actividad-, el mismo empezó

**Gráfico 7**

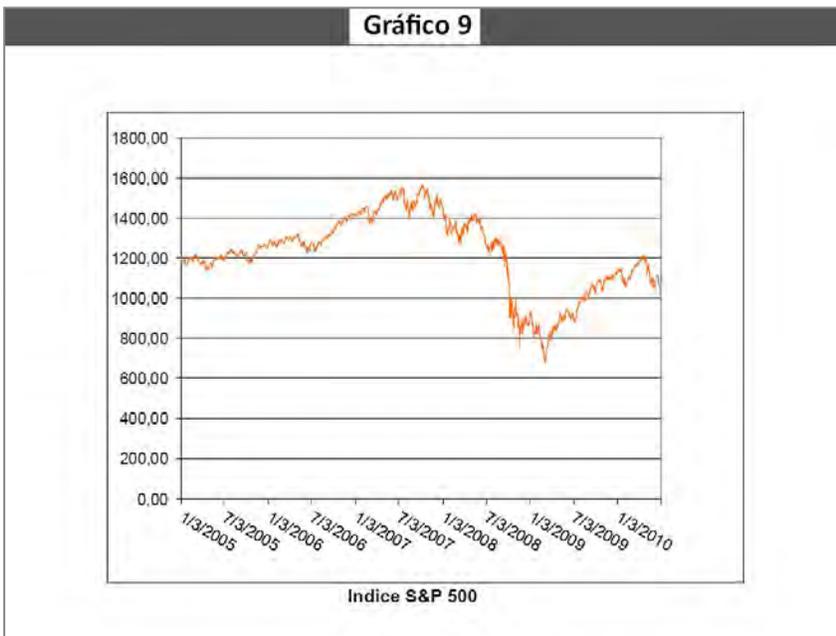


**US: Índice de Producción Industrial**  
Fuente: FRED, St. Louis Fed



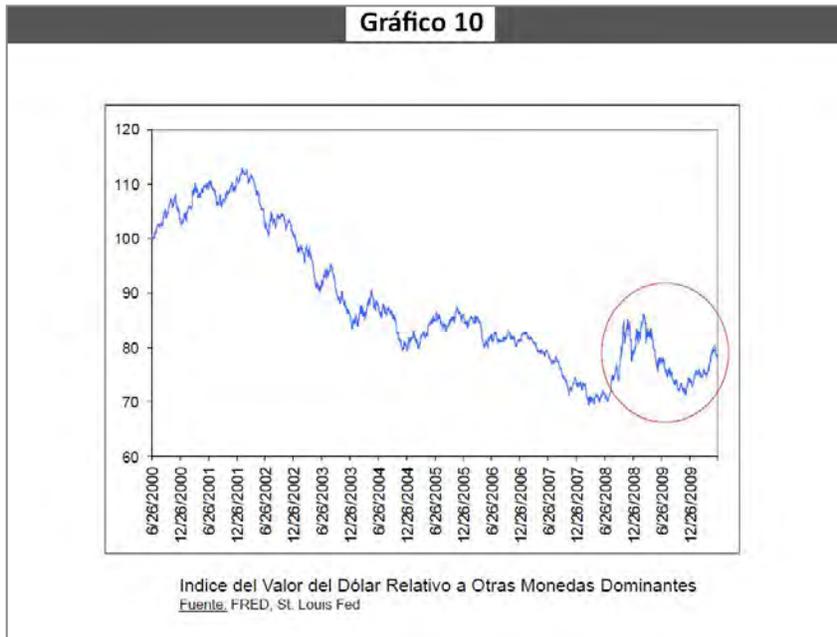
a caer claramente solamente a mediados del 2008. (Gráfico 7). La tasa de crecimiento del PBI, de la misma manera hasta julio del 2008 había sido positiva. (Gráfico 8).

Si bien la tendencia había empezado a caer hacia mediados del 2008, es en octubre de



ese año cuando recién se produce el gran colapso alrededor de la situación de Lehman Brothers. Lo mismo se puede decir de la Bolsa. (Gráfico 9).

De manera notable el desplome de la economía, dicho sea de paso, estuvo asociado con una apreciación del dólar norteamericano. El valor del dólar norteamericano



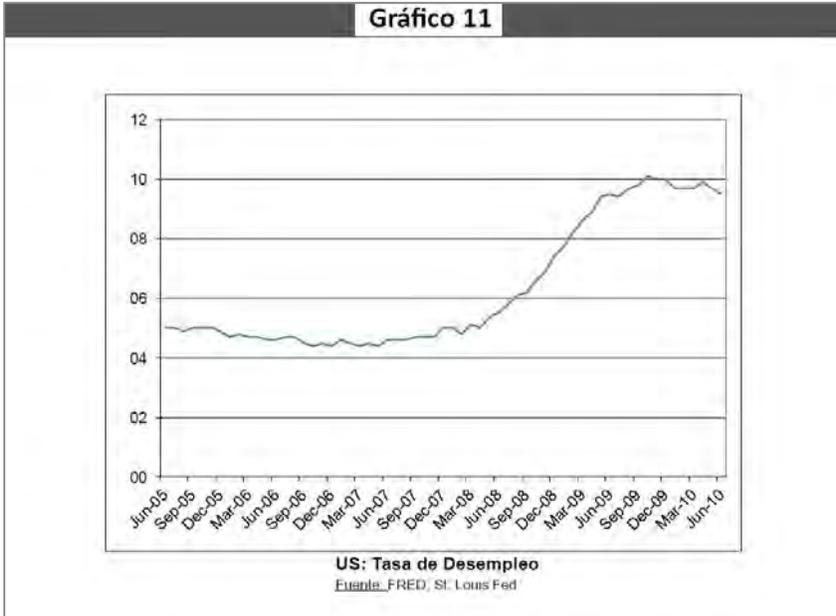
había experimentado una depreciación constante desde el 2000, pero al principio de la crisis el dólar primero se apreció, y después de la crisis de Lehman, se ha mantenido

básicamente en el mismo nivel. Esta es una señal de huida hacia la liquidez. (Gráfico 10).

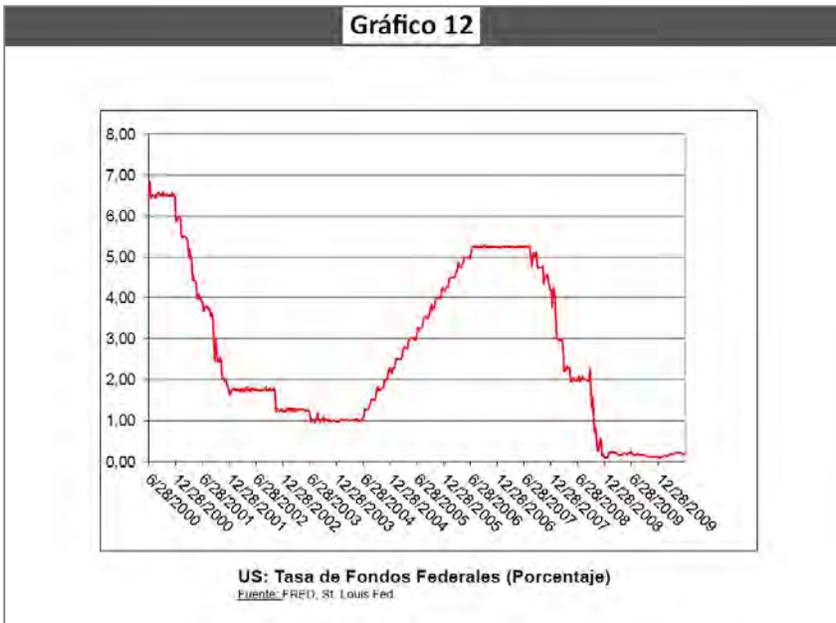
Y bueno, después de Lehman, la situación en Estados Unidos rápidamente se deterioró, la tasa de desempleo subió hasta 10%. (Gráfico 11).

**Diapositiva 8**

- De manera notable, el desplome de la economía estuvo asociado con una apreciación del dólar norteamericano
- Señal de “carrera por liquidez”

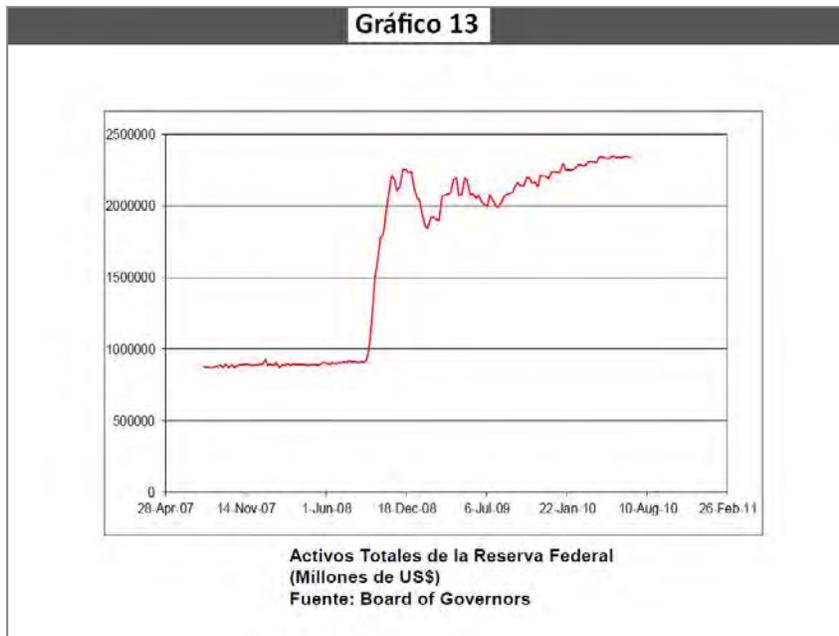


Quería enfatizar que hubo un *shock* relativamente pequeño comparado con el tamaño de la crisis, que fue el *shock* en el mercado inmobiliario, pero el gran mecanismo amplificador ha sido el mecanismo financiero. Y el mecanismo financiero colapsó en varios sentidos, colapsaron los mercados de crédito a corto plazo sobre todo; hubo



un momento sobre el cual simplemente nadie podía pedir prestado. Y eso es lo que realmente justifica la actuación de la Reserva Federal y de otros bancos centrales y la provisión directa de liquidez.

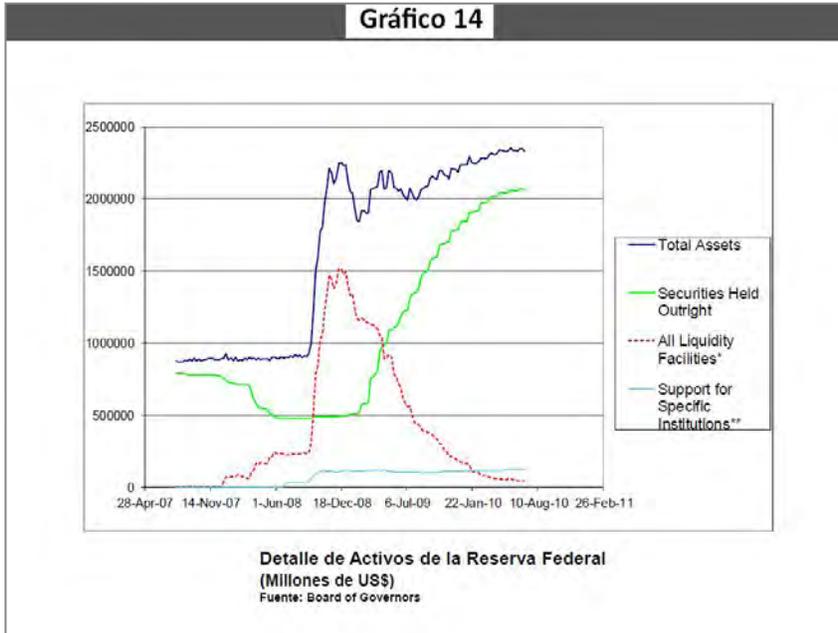
La respuesta fue claramente proveer tanta liquidez como se necesitase. Ello se podía haber hecho de la forma convencional, es decir, bajar la tasa de interés interbancaria. Sin embargo, esta medida llegó al límite hacia finales del 2008 porque la tasa de interés interbancaria efectivamente llegó a cero. (*Gráfico 12*). Por tanto la respuesta de la Reserva Federal fue implementar programas de asistencia de liquidez y de creación de



crédito inmediata. Entonces se ve por ejemplo, que después de Lehman Brothers hacia finales del 2008, los activos totales de la Reserva Federal que estaban en ese entonces en 800 mil millones de dólares más o menos, casi se triplicaron en cierto momento. (*Gráficos 13 y 14*).

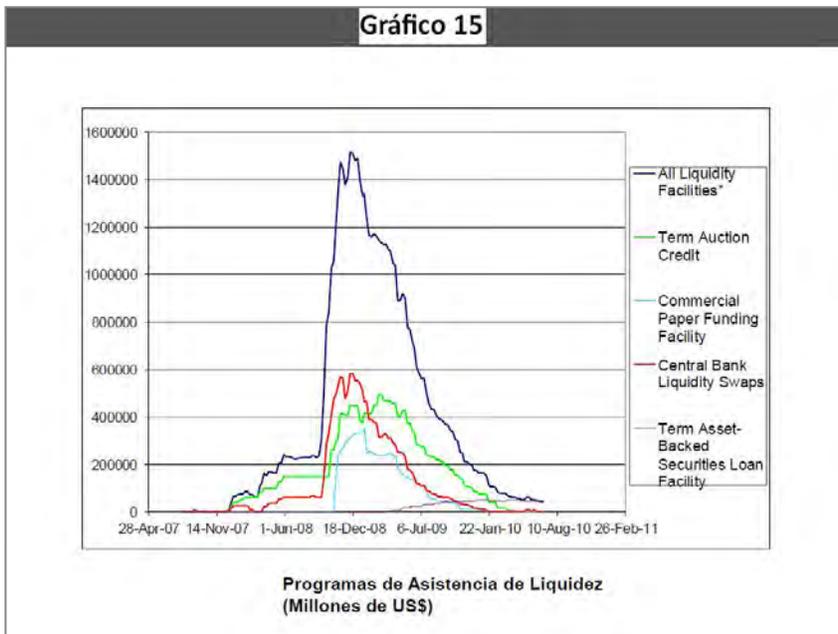
Por ejemplo, si uno ve lo que pasaba antes de Lehman Brothers, los activos de la Reserva Federal se movían muy lentamente, y de repente, más que se duplicaron.

Lo interesante, es que la composición de estas operaciones ha cambiado con el tiempo. Inmediatamente después del colapso de Lehman, las operaciones primordiales fueron las que podemos llamar de asistencia de liquidez, de préstamos de corto plazo de la Reserva Federal para mantener la liquidez, la actividad en los mercados de crédito a corto plazo. Con la normalización de estos mercados de crédito, estos préstamos han estado desapareciendo, pero no se han eliminado sino han sido sustituidos por

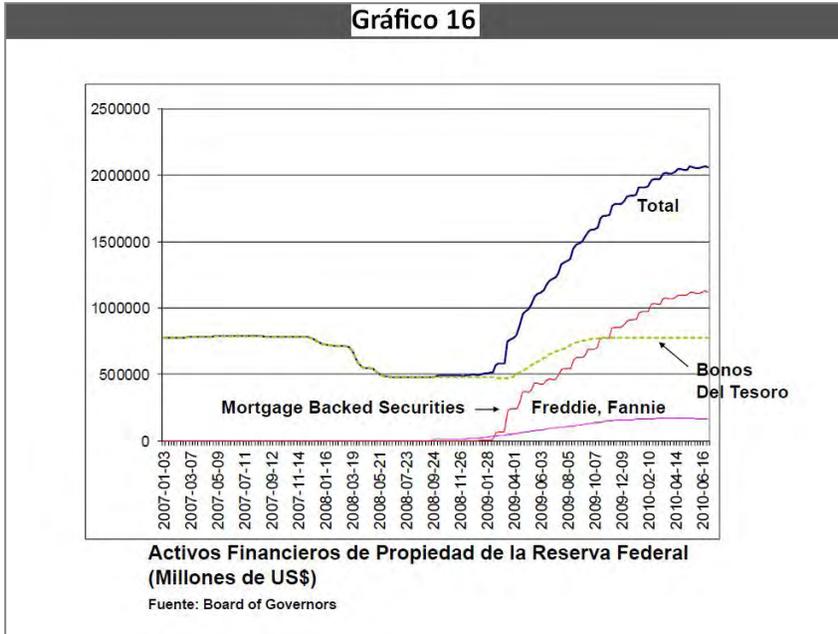


la compra de activos, de papeles por parte de la Reserva Federal, que es compra de activos relacionados con mercados de hipotecas (*term auction credit en el Gráfico 15*).

El gráfico acerca de programas de asistencia de liquidez (*Gráfico 15*) contiene una

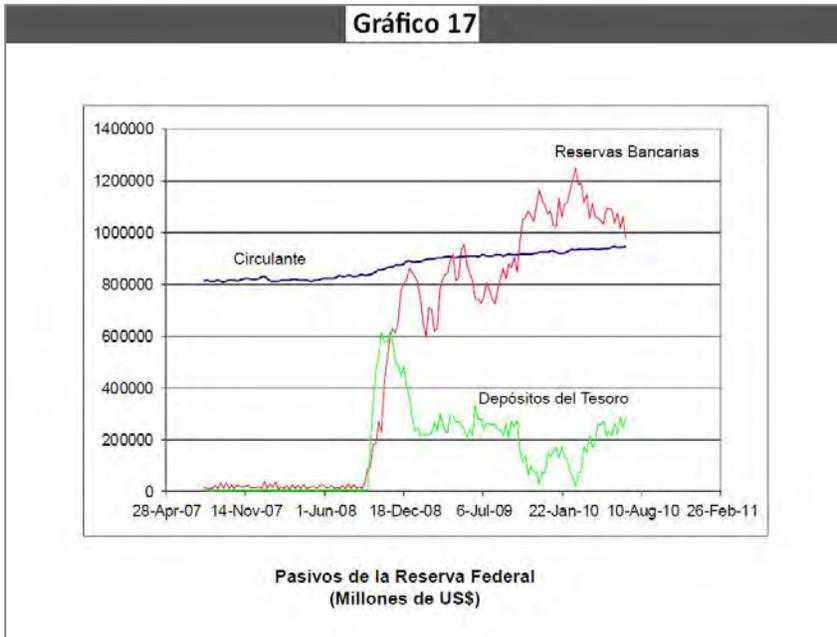


descomposición de los programas de asistencia de liquidez que tuvieron varios componentes. Hubo componentes de ayuda a los bancos, ayuda a otras instituciones financieras no bancarias, pero también incluso hubo un componente del *Commercial Paper Funding Facility*, con el cual la Reserva Federal podía ayudar a cualquier institución que decidiera. Estamos hablando de aproximadamente 1,3 billones de dólares para comprar activos (*asset-backed securities*) no relacionados con hipotecas, y la deuda de Fannie Mae y Freddie Mac. Esta es deuda de agencia, y se está apoyando mercados muy específicos e instituciones muy específicas.



Los datos del *Board of Governors* de la Reserva Federal, indican que las operaciones de activos totales han subido a 2 billones de dólares. (*Gráfico 16*). Una parte corresponde a que la Reserva Federal ha tratado de reconstruir sus activos del Tesoro, pero también una parte muy importante ha sido la compra de *mortgage-backed securities*, -los activos que llamábamos tóxicos y ahora son activos que están en la cartera del Banco Central-, y también el último componente que ha sido la deuda de Freddie Mac y Fannie Mae. Entonces una de las preguntas que uno debería hacerse al mirar estos desarrollos es, bueno ¿estas operaciones son de correspondencia de un banco central, o son operaciones más de corte fiscal? Y mi impresión es que son lo segundo.

Para terminar la discusión de la respuesta de política, cabe destacar que todos estos programas fueron creados básicamente vía creación de dinero. Algo interesante es que las operaciones no solamente fueron realizadas con creación de dinero, sino que toda esta creación de dinero ha sido mayormente canalizada o se ha traducido en



un aumento de las reservas que tienen los bancos en la Reserva Federal. Entonces el resultado neto de estas operaciones de la Reserva Federal ha sido sustituir en la cartera del sistema bancario activos tóxicos por dinero bueno. (*Gráfico 17*).

Luego de haber visto este resumen, uno se pregunta, ¿bueno y esto fue bueno o malo? ¿Qué cosa significa para la banca central? Y claramente toda esta discusión se ha reflejado por ejemplo en el debate que ha habido hasta hoy en la reforma financiera

**Diapositiva 9**

- Claramente, la respuesta de la Reserva Federal y otros bancos centrales fue proveer amplia liquidez.
- El instrumento convencional (manejo de tasa de interés interbancaria) se usó al límite, por lo que tuvo que recurrirse a mecanismos "heterodoxos", sobre todo después de Lehman.

en los Estados Unidos, y en la versión que en el Senado se aprobó a fines de la semana pasada.

Para discutir esto vale la pena recordar dónde estábamos antes de la crisis, en términos de lo que podemos llamar la visión convencional del rol del banco central, y quiero argüir que antes de

Diapositiva 10

- Los programas de asistencia de liquidez de "emergencia" están siendo cancelados.
- Pero han sido substituidos por mecanismos de intervención directa en mercados de activos, sobre todo "asset-backed securities" garantizados por Fannie Mae y Freddy Mac.

esta crisis, pues uno miraba la literatura y pensaba que había una síntesis sobre lo que era el rol del banco central y los mecanismos monetarios. Esa síntesis estaba plasmada de hecho en un libro muy famoso de Michael Woodford el 2003 y en muchos otros *papers*, que decían que el rol del banco central era controlar la inflación a

través del manejo en la tasa de interés interbancaria y de corto plazo. Claro, ex-post nos damos cuenta que la gran omisión en ese tipo de análisis fue que la mayor parte de ese análisis estaba basado en un mundo donde no hay fricciones financieras. En el libro de Woodford por ejemplo, el supuesto que se mantiene, es que los mercados de capitales

Diapositiva 11

- Estos programas fueron financiados, básicamente, vía creación de dinero.

Diapositiva 12

El rol del Banco Central

- Antes de la crisis se estaba imponiendo una visión de "síntesis" sobre los mecanismos monetarios y el rol de los bancos centrales.
- El rol del banco central es controlar inflación a través del manejo de una tasa de interés (Woodford 2003 y muchos otros)

son perfectos. Y si los mercados de capitales son perfectos, las instituciones financieras son elegantes, los teoremas de Modigliani y Miller se aplican en toda su omnipotencia, y por tanto no hay necesidad ni siquiera de pensar acerca de cuál es el rol del banco central en preservar la estabilidad financiera o actuar como el prestamista de última instancia. Bueno, todo esto ha desaparecido. Y por lo tanto tenemos que pensar en qué lecciones hemos aprendido y cómo es que vamos a reemplazar la visión convencional de la banca central con una visión alternativa. Y esto tiene varios aspectos. Por ejemplo una lección obvia es ¿qué hacer con las burbujas? Y eso lo menciono, ¿por qué?, porque antes de la crisis vimos que la Reserva Federal bajó sus tasas de interés entre

## Diapositiva 13

## La Omisión Fatal: Fricciones Financieras

- La visión convencional, sin embargo, está basada en asumir mercados financieros perfectos.
- Entre las consecuencias: las instituciones financieras son irrelevantes (diversos teoremas de MM)
- Y, por tanto, no hay mención del rol del banco central en preservar la estabilidad financiera y actuar como prestamista último.

el 2000 y el 2002, y hubo en ese entonces una discusión de las posibilidades de burbujas. Y hubo *papers*, trabajos muy influyentes de Geithner y Bernanke en particular, que argüían que la política convencional de manejo de la tasa de interés de acuerdo a la Regla de Taylor también era una política eficiente cuando había

burbujas posibles en estos modelos macroeconómicos. Pero creo que aun cuando uno no aceptase ese análisis, yo creo que el consenso en ese entonces fue simplemente que la Reserva Federal debía básicamente esperar a ver qué cosa pasaba con la burbuja, de repente desaparecía o de repente no, y trapear después. Si la cosa explotaba y mojaba a todo el sistema financiero, bueno nos preocupábamos entonces. Esto está expresado

## Diapositiva 14

## Lección 1: Qué Hacer con las Burbujas

- Antes de la crisis, la posición de la Reserva Federal parece haber sido esperar hasta que las burbujas desaparezcan o exploten para "trapear" después (*mop-up-after*, Blinder 2010).
- Avalada por ciertos modelos teóricos (Bernanke y Gertler 2002).
- *Ex post*, parece claro que una política más proactiva habría limitado los daños.

## Diapositiva 15

## Lección 2: Recordar los Deberes del Banco Central

- *Ex post* también, es sorprendente recordar que en muchos países, incluyendo los Estados Unidos, la manutención de la estabilidad financiera es uno de los deberes del banco central.
- Más allá del control de la inflación!
- De hecho, los poderes de la Reserva en este sentido son muy amplios, y por esa razón.

en un artículo muy bonito que acaba de escribir Alan Blinder. Sin embargo, *ex post* creo que el consenso se ha movido en tratar de identificar tempranamente burbujas de tipo inmobiliario de activos y tratar de tener una política más proactiva para limitar los daños.

Segunda lección que hemos aprendido es que el banco central no solamente se ocupa de la inflación, sino que además tiene que preocuparse de otras cosas como la estabilidad financiera, ser prestamista de última instancia, y de hecho hemos recordado, -porque esto estaba en el Acta de la Reserva Federal-, que la Reserva Federal

Diapositiva 16

Sección 13.3, Federal Reserve Act

In unusual and exigent circumstances, the Board of Governors of the Federal Reserve System, by the affirmative vote of not less than five members, may authorize any Federal reserve bank, during such periods as the said board may determine... to discount for any individual, partnership, or corporation, notes, drafts, and bills of exchange when such notes, drafts, and bills of exchange are indorsed or otherwise secured to the satisfaction of the Federal Reserve bank...

tiene poderes ya muy amplios para actuar en esa dirección. Es decir, el párrafo que está aquí, que está en inglés (*Diapositiva 16*), lo he traducido directamente del Acta de la Reserva Federal que dice que en circunstancias especiales, la Reserva Federal puede extender el crédito a cualquier persona que le de papeles o activos a cambio,

pero el valor de esos papeles o activos en cambio está determinado por la Reserva Federal. Entonces la Reserva Federal básicamente tiene muy pocas restricciones en cuanto al crédito que puede dar y no es cierto que la Reserva Federal hubiera estado solamente restringida a otorgar crédito a instituciones financieras o bancarias. El Acta es muy clara y dice: *la Reserva Federal puede descontar a cualquier individuo, sociedad o corporación*. Entonces la Reserva Federal tiene el poder de dar crédito a quien quiera, cuando quiera, si se trata de una emergencia. Y bueno, esto se usó, lo cual no necesariamente está acorde con la síntesis monetaria.

Diapositiva 17

Adiós "síntesis"

- Los bancos centrales en países avanzados, y en particular la Reserva Federal, implementaron programas de crédito dirigido, lo que se plasmó en el aumento del tamaño y la composición del balance del banco central
- Cambios forzados en el alcance del poder regulatorio de la Reserva Federal (e.g. bancos de inversión se convirtieron en bancos de depósitos)
- Debate sobre el rol de la Reserva Federal en términos de supervisión y regulación (e.g. reforma financiera estipula que la Reserva Federal puede obligar a la división de instituciones financieras "peligrosamente grandes"; rol de Fed en protección al consumidor, etc.)

La pregunta entonces que nos queda es bueno ¿cómo podemos pensar en cuán poderoso debería ser el banco central? Obviamente que el banco central pueda dar crédito a cualquier individuo no significa que lo deba hacer, que el banco central pueda regular o supervisar instituciones financieras no significa que lo deba

## Diapositiva 18

## Cuán poderoso debe ser el Banco Central?

- Pregunta crucial: por qué es que los programas de asistencia financiera tuvieron que ser implementados por la Reserva Federal en vez de otros agentes en el gobierno (esto es, el Tesoro)?
- Uno podría argumentar que dichos programas son eminentemente fiscales (y crean "déficits cuasifiscales")

hacer. Y hubieron operaciones que la Reserva Federal implementó, que son operaciones fiscales de naturaleza. Y esto lo digo con referencia en particular a la experiencia latinoamericana porque en los años ochenta, los años después del problema de la deuda hubo cierto debate acerca de estos problemas eminentemente

fiscales que eran implementados por el banco central. Hubo una vez una discusión por ejemplo en el Fondo Monetario, acerca de cómo pensar en lo que se llamó entonces los déficits cuasi-fiscales. Y la conclusión fue que era deseable que el banco central, en lo posible no se metiese en este tipo de operaciones.

## Diapositiva 19

## Argumentos En Favor de Aumentar el Poder de la Reserva Federal

- La Reserva Federal es una institución "más ágil" que otras agencias para responder en tiempos de crisis.
- (Pero esto puede cambiarse!)
- La Reserva Federal tiene el poder de crear liquidez inmediata y básicamente ilimitada (al menos en el muy corto plazo)

Bueno. ¿Cuáles son los argumentos? Yo pienso que hay tres argumentos que uno debería usar para evaluar este debate. Primero, uno dice: *"buena la Reserva Federal es una institución más ágil que otras agencias, que el Tesoro por ejemplo, para responder a un tipo de crisis."* Esto se puede cambiar sin embargo,

es un argumento un poco endeble me parece. El segundo argumento es que la Reserva Federal como hemos visto tiene poder de crear liquidez inmediata y básicamente ilimitada al menos en el corto plazo. Pero cuando hay una crisis tenemos que responder hoy, en las próximas veinticuatro horas. La inflación llegará en 5 años si es que no hacemos nada al respecto. Pero lo que quiero decir es que la Reserva Federal tiene el poder

**Diapositiva 20**

**Argumentos En Favor de Aumentar el Poder de la Reserva Federal**

- La independencia de la Reserva Federal la hace menos cautiva de intereses independientes y de problemas de inconsistencia dinámica.
- (Pero veremos que hay tensión de éste con los otros dos argumentos)

de crear la liquidez inmediatamente.

Finalmente está el argumento que la independencia de la Reserva Federal la hace menos cautiva de intereses independientes y de problemas de inconsistencia dinámica. Voy a decir sin embargo que hay una tensión de este argumento con los otros dos.

**Diapositiva 21**

**Especulando sobre el futuro...**

- En cuanto a la Reserva Federal, lo crucial es el poder crear liquidez a discreción.
- Esto significa que la Reserva es la institución más adecuada para actuar como prestamista de última instancia.
- A su vez, esto hace que la Reserva sea naturalmente el agente indicado como supervisor y regulador del sistema financiero (en gran parte para evitar riesgo moral).

Mi opinión, tratando de pensar qué cosa va a suceder en el futuro es que partiendo del hecho que la Reserva Federal tiene el poder crucial de poder crear liquidez a discreción, que como ya lo hemos visto lo usó, lógicamente eso significa que la Reserva Federal es la institución más adecuada para actuar como prestamista de última instancia

sobre todo en una situación de crisis. Y finalmente, llevando este argumento un paso más, significa que la Reserva Federal es naturalmente un agente que debiera estar involucrado en la supervisión y en la regulación del sistema financiero, en gran parte para evitar el riesgo moral.

Entonces, en el caso de la Reserva Federal de los Estados Unidos, sí hay un argumento fuerte para que haya muchos poderes en manos de la Reserva Federal. Quizás como arguye Blinder, lo importante no es necesariamente distinguir entre instituciones

**Diapositiva 22**

- Como arguye Blinder (2010), la distinción entre instituciones financieras bancarias y no bancarias no es tan esencial.
- Es más importante que la Reserva Federal adquiera el poder de regular las instituciones financieras que representan peligro "sistémico".

**Diapositiva 23****Más poder, menos independencia**

- La expansión en el poder de la Reserva Federal, sin embargo, va a requerir de un aumento correspondiente en la supervisión del Congreso sobre ella → *menor independencia*.
- Esto se justifica porque la expansión del poder de la Reserva es para que pueda implementar programas "enfocados" (rescate de bancos particulares, por ejemplo), lo que conlleva el peligro de corrupción, complicidad, o simple incompetencia.
- En contraste, la política monetaria "tradicional" tiene efectos más anónimos sobre la economía.

financieras bancarias y no bancarias, sino tratar de identificar aquellas instituciones financieras grandes que representan un peligro sistémico para todo el sistema. Sin embargo esa expansión de la Reserva Federal va a venir con un costo, y el costo va a ser: más supervisión del Congreso, del gobierno sobre la Reserva Federal, menos independencia. Y eso es justificable ¿por qué razón? La expansión de la Reserva Federal como hemos visto, probablemente va a ser necesaria para que la Reserva Federal pueda implementar programas que tienen objetivos que están más enfocados que la política convencional. La política convencional

de manejo de tasas de interés, básicamente es una política anónima: sube la tasa de interés, eso tiene efectos sobre todos. Pero si vamos a rescatar a una institución, sea Lehman Brothers, o Goldman Sachs, o General Motors, entonces hay una diferencia cualitativa entre las operaciones convencionales y las operaciones de crisis, si queremos verlo así, lo cual conlleva a una serie de peligros: corrupción, complicidad siempre en competencia, etc. Se justifica desde ese punto de vista que haya una supervisión más activa del Congreso sobre estas operaciones, por lo menos de la Reserva Federal, por tanto hay menos independencia.

Diapositiva 24

Más poder, menos independencia

- Menor independencia también va a ser una consecuencia de la intervención de la Reserva en mercados específicos (mortgage backed securities).
- Es cuestionable si es buena idea que estas operaciones cuasifiscales sean implementadas por la Reserva.

Y esto se justifica también porque la Reserva Federal ha tomado la decisión de apoyar ciertos mercados específicos, en particular los mercados de *mortgage-backed securities*, y ciertas instituciones, en este caso Fannie Mae y Freddie Mac. Entonces uno puede preguntarse si es que las operaciones cuasi-fiscales de este

tipo, implementadas por la Reserva, son una buena idea o no. Pero en la medida en que la Reserva Federal va a seguir implementando estos programas, el peligro o la consecuencia va a ser que va a tener menos independencia.

Pero la última pregunta que quería discutir es, ¿qué cosa significa esto para nuestros países? Porque he hablado de la Reserva Federal pero lo que estoy pronosticando para la Reserva Federal es bastante diferente de lo que yo pronosticaría o enfatizaría para países

latinoamericanos en particular. En gran parte esto se debe al grado de sofisticación de los estados financieros domésticos. Los estados financieros domésticos, por ejemplo en Latinoamérica, son mucho menos sofisticados que en los países desarrollados, como ya se discutió en esta reunión. Pero lo más importante

Diapositiva 25

Y nuestros países?

- En contraste con el análisis de Prasad (2010) y otros, mi opinión es que el análisis es bastante diferente para bancos centrales en países emergentes, incluyendo los latinoamericanos.
- En parte, la diferencia se debe al grado de sofisticación de los sectores financieros domésticos.
- Pero más importante: nuestros bancos centrales no pueden crear liquidez *internacional*.

es que en nuestros bancos centrales no se pueden crear dólares, no podemos crear liquidez internacional. Y eso es muy importante por una serie de razones: primero, -en

el trabajo que Andrés Velasco, mi co-autor, colega y amigo, y yo explicamos o enfatizamos-, el rol crucial en la liquidez internacional, en generar crisis en países emergentes. Entonces esto es más importante en la medida en que la dolarización en nuestros países sigue alta, lo cual significa que en nuestros países necesitamos

tener algún instrumento para manejar la liquidez internacional, y en la práctica eso ha significado acumulación de dólares. Ahora, habiendo dicho esto, también tenemos que reconocer que muchos de nuestros países tienen ya hace cierto tiempo un nivel de reservas muy por encima a lo que necesitamos para asegurar un nivel aceptable de liquidez internacional. Por ejemplo, una guía de cuánto necesita un país para evitar crisis es que se debería mantener 10% del Producto Bruto en Reservas o 100% de la deuda externa a corto plazo. En el caso de Perú por ejemplo, tiene ahora casi 25% al 30% del PBI en Reservas.

En la práctica la acumulación de Reservas ha sido una consecuencia de una política diferente, no de una política monetaria sino de una política de competitividad. Los bancos centrales han implementado una política de tratar de evitar una apreciación excesiva del tipo de cambio. Y este ha sido el caso en el Perú, Colombia, Brasil, menos claro en Chile, pero es cierto, en muchos países.

#### Diapositiva 26

### Liquidez Internacional y Crisis

- Chang-Velasco (2000) y otros explicaron el rol crucial de la liquidez *internacional* en la generación de crisis en países emergentes.
- Esto es más importante en la medida en que la *dolarización* persiste.
- Consecuencia práctica: acumulación de reservas (Obstfeld, Taylor, and Shambaugh 2008)

#### Diapositiva 27

### Demasiadas reservas?

- En la práctica, sin embargo, varios países tienen ya, y hace cierto tiempo, un nivel de reservas muy por arriba de la necesaria para asegurar liquidez internacional.
- Hoy se acepta que lo necesario es 10 por ciento del PBI en reservas (Jeanne-Ranciere) o 100% de la deuda externa a corto plazo (Greenspan-Guidotti)
- Perú tiene bastante más del doble.

**Diapositiva 28**

- En la práctica, la acumulación de reservas parece haber sido una consecuencia de esfuerzos de nuestros bancos centrales para evitar apreciación del tipo de cambio (Chang 2007).

La estrategia de mantener altas las reservas sin embargo tiene costos de oportunidad. Ha habido casos por ejemplo, que el costo de mantener reservas altas en los países emergentes es más del 1% del PBI. Además regresando al debate del déficit cuasi-fiscal, para los fondos en exceso de los que necesita el Banco Central para

mantener una situación adecuada de liquidez internacional, no encuentro una justificación convincente para que los fondos sean manejados por el banco central en vez de una situación separada. Es más, que el banco central mantenga esos fondos en sus bóvedas puede causar conflictos entre el gobierno y el Banco Central. El caso más claro últimamente ha sido el caso de Argentina donde básicamente hubo un conflicto por el uso de las Reservas en exceso del Banco Central, para un fin que

en sí probablemente era justificable. Uno puede debatir eso. En todo caso arrastró al Banco Central al colapso. Por tanto, quizás lo que deberíamos pensar en nuestros países es tratar de separar poderes y tratar de llevar las Reservas en exceso a alguna institución separada del Banco Central. Dicho sea de paso instituciones

**Diapositiva 29**

**Costos de las Altas Reservas**

- La estrategia de mantener altas reservas tiene costos, sin embargo, en términos de usos alternativos de esos fondos.
- Además no parece haber una justificación convincente de por qué esos fondos deben ser manejados por el Banco Central en vez de una institución separada.
- Es más, en la práctica esto puede causar conflictos entre el Banco Central y el gobierno (e.g. Argentina).

semejantes existen, existe un Fondo de Estabilización en Chile, aunque se creó por otras razones, básicamente para manejar los ahorros debido a las bonanzas

## Diapositiva 30

## Separación de poderes?

- En nuestros países, por tanto, puede ser deseable mover la administración de las reservas excesivas (i.e. los montos por encima de los necesarios para asegurar liquidez internacional) a alguna institución separada del Banco Central.
- Instituciones semejantes existen en la práctica (e.g. Chile, Noruega)

## Diapositiva 31

## Ventajas

- Ello ayudaría a preservar e incluso aumentar la independencia del Banco Central, lo que es útil para cimentar progreso en controlar inflación.
- Y aumentaría transparencia, enfatizando que los fondos en cuestión son recursos *fiscales*.
- Finalmente, separaría política monetaria propiamente dicha de otras tareas, tales como preservar tipos de cambio "competitivos".

de los precios de los minerales. Pero en general uno podría pensar en llevar estas reservas, que son recursos nacionales que se han acumulado a partir de superávits, -los ahorros nacionales-, a una institución separada del Banco Central. La ventaja obviamente, es que eso ayudaría a preservar y aumentar la independencia del Banco Central, y aumentaría la transferencia porque enfatizaría que los fondos en cuestión son recursos fiscales, y si estos recursos se han acumulado a base de operaciones que han tenido por objetivo mantener la competitividad y evitar la apreciación del tipo de cambio, pues esas tareas también serían más transparentes, más claras para el público. Claramente hay un peligro. El peligro es que uno podría pensar que el Banco Central evita que estas Reservas en exceso se gasten de forma populista. Ese es un argumento que escuché por ejemplo la semana pasada cuando estuve discutiendo esas ideas con gente en el *National Bureau of Economic Research*. Pero mi impresión es que el problema político es uno que tiene que resolverse en cada país de acuerdo a su propia realidad y su situación socio política. Y finalmente uno debe admitir que cuando las demandas populistas son fuertes, pues mantener las Reservas en el Banco Central no las elimina, simplemente hace que el conflicto también afecte las operaciones del Banco Central, y el Banco Central se vuelve un agente en conflicto político con el resto del gobierno.

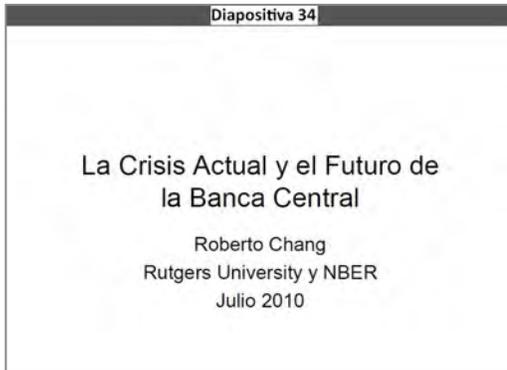
## Diapositiva 32

## Peligros

- Argumento en contra: el Banco Central evita que las reservas (excesivas) se gasten en forma "populista".
- Esto es un problema político que cada país debe resolver de acuerdo a su propia realidad y situación socio-política.
- Pero: si las demandas populistas son fuertes, mantener las reservas en el Banco Central no las elimina!

## Diapositiva 33

- Las consecuencias de la crisis para la banca central son diferentes, en nuestro análisis, para la Reserva Federal que para otros países, incluyendo los nuestros.
- Clave: capacidad de crear liquidez mundial.
- El análisis, por tanto, cambia en la medida si uno cree que van a aparecer competidores al dólar (Euro, yuan?)



Un par de reflexiones finales: aquí una de las cosas que quería enfatizar es que las consecuencias de la crisis para la banca central son muy diferentes para los países desarrollados, -Estados Unidos, Europa-, que para los nuestros. La clave es la capacidad de crear liquidez mundial: Estados Unidos la tiene, nosotros no la tenemos. El análisis cambiaría en la medida en que puedan aparecer competidores al dólar, como el euro, el yen, y si uno

piensa que hay posibilidades para una reforma en el sistema monetario internacional o hay posibilidades para disminuir la dolarización aun más. Pero es el tipo de desarrollo que vamos a ver si se cumple o no en el más largo plazo. Bueno muchas gracias.

### Referencias Bibliográficas

Allen, F. and E. Carletti. "The Global Financial Crisis", en Céspedes, L.F., R. Chang, D. Saravia (Eds.) *Monetary Policy under Financial Turbulence* (2010), Estudios, Serie Banca Central, Volumen 16, Banco Central de Chile, Santiago de Chile, pp. 23-47.

Brunnermeier, M.K., (2009). "Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007-2008", *Journal of Economic Perspectives*, 23 (1), pp. 77-100.

---

## Preguntas y Respuestas a Ponencias 5, 6 y 7

**Coordinador: Rafael Boyán - Director del Banco Central de Bolivia**

**Rafael Boyán (RB).** La primera pregunta es ¿la asimetría en la fortaleza de la política monetaria y fiscal se debió a problemas de coordinación entre ambos? Si eso es así, ¿qué relación tiene con la autonomía de los bancos centrales?

Y la segunda pregunta es ¿qué experiencia se puede rescatar de la política fiscal boliviana frente a los países de la OECD (*Organisation for Economic Co-operation and Development*)? Muy relacionado a eso tenemos la pregunta de Santa Cruz, ¿fueron los buenos resultados macroeconómicos de los últimos años: superávit fiscal, reducción de la deuda externa, la balanza comercial positiva; o fue la baja penetración financiera de Bolivia en los mercados financieros internacionales el factor más relevante para que la crisis internacional haya golpeado relativamente poco a Bolivia; o fue una combinación de ambos?

**Alejandro Neut (AN).** Bueno, preguntas de alguna manera relacionadas. En relación a la pregunta de Santa Cruz, la respuesta es: no se sabe. Es esa la pregunta que ahora toda la gente se está haciendo, y lo que yo traté de exponer, la importancia de responder esa pregunta más que tener la respuesta, es ¿qué es lo que estuvo detrás de la buena fortuna o del crecimiento, digamos de los países latinoamericanos? Y es un debate que existe hoy. Prácticamente en todas las instituciones se habla de este tipo de asuntos, en Washington, en el BID, en la CEPAL, en la OCDE: ¿qué es lo que estuvo detrás del éxito de varias economías, en particular de América Latina?, ¿fue fortuna o fue fortaleza? Y si fue fortaleza ¿cuál fue la fortaleza?, ¿fue de política monetaria, fue de política fiscal? Y uno tiene indicios y razones para pensar que todas fueron importantes. Sin duda la fortuna traducida en un *shock* externo menos severo en América Latina por el lado comercial en algunos países, tuvo un efecto en relación a países que sufrieron más. Pero sin duda también hubo un efecto de fortaleza. La medición de esas cosas creo que es un análisis que se va a producir en los próximos 5, 10, 20 años y que va a necesitar más de un análisis con datos microeconómicos. Estos datos agregados son básicamente importantes para apuntar al tipo de preguntas, al tipo de cosas que uno quiere responder.

En relación a la primera pregunta, realmente no he pensado si ha habido un efecto de descoordinación. Seguramente en algunos países ha habido descoordinación entre política fiscal y política monetaria pero no veo ahí la raíz de una debilidad en las políticas macroeconómicas. Veo más una debilidad la falta de espacio para actuar, más que una descoordinación. Sin duda en una crisis grande, lo estamos viendo, hay una coordinación natural en el sentido que ambos están trabajando, por lo menos en el caso de las Reservas, con el doble objetivo de la inflación y de la estabilidad del sistema financiero. Otros países tienen también dobles objetivos, no necesariamente

es algo bueno o malo. De ahí que la descoordinación no la veo como raíz del problema, la veo como un componente que hay que analizar en la realidad de cada país. Sí, más importante es el espacio fiscal que cada una de estas políticas cree para enfrentar las crisis según los objetivos que tienen estipuladas por las distintas Constituciones que existen en cada país.

**(RB).** Muchas gracias. Bueno ahora vamos a pasar a las preguntas realizadas para la Dra. Myriam Quispe Agnoli. Y la primera pregunta es de La Paz. ¿Cómo evalúa las posibles presiones inflacionarias a futuro por efectos de la política monetaria laxa expansiva que está llevando a cabo el Fed? ¿Cuáles los efectos para América Latina de esta política?

La segunda pregunta es: según su exposición la regla de decisión de la política fue distinta a lo que sugería la Regla de Taylor, ¿esto se debió a un error de la política, una falencia de los modelos macroeconómicos, el DSGE y otros, o una combinación de ambas?, ¿qué lecciones puede extraer en el marco de la regulación macroprudencial que es apoyada en el marco de los postulados de Basilea para evitar crisis especulativas delincuenciales hipotecarias?, ¿qué fue lo que falló?

La última pregunta de El Alto, ¿qué se espera de la nueva regulación financiera aprobada el sábado pasado por el Presidente Obama sobre el movimiento financiero de Estados Unidos?

**Myriam Quispe.** En primer lugar muchísimas gracias por sus preguntas. Voy a comenzar a contestar la primera pregunta de La Paz que señala acerca de la evaluación de las posibles presiones inflacionarias a futuro por efecto de la política monetaria expansiva que está llevando a cabo el Fed, y cuáles son los efectos para América Latina de esta política, ¿cuál es el efecto para América Latina de esta política? Quiero responder esa pregunta en la rueda de política monetaria, en la que justamente voy a hablar sobre las políticas o las estrategias de salida para ver cómo vamos a lidiar con este tipo de políticas monetarias expansivas. La segunda pregunta es acerca de la regla de decisión de política la cual fue distinta a la sugerida por la Regla de Taylor y si se debió a un error de política, a un problema con los modelos macroeconómicos o a una combinación de ambas. En realidad les puedo decir, la simulación con la Regla de Taylor se hizo con datos que se tenían ex post. Ahora cuando estamos evaluando una política monetaria, lo más seguro es que la Regla de Taylor nos está sugiriendo que quizás deberíamos subir la tasa de interés, y modelos macroeconómicos nos pueden estar diciendo qué hacer. Es por eso que trabajamos en el Fed, porque si bien tenemos modelos y reglas, esos son instrumentos pero es el factor humano el que interviene. Se tienen que tomar todos esos instrumentos para evaluarlos considerando la información que se tiene de la economía. En ese momento se toman decisiones como el caso del Comité de Operaciones de Mercado Abierto, pero las sugerencias que uno puede dar están basadas en toda la información que en ese momento se tiene evaluando una serie

de otros factores. Y sí, usamos modelos macroeconómicos, DSGE, usamos BVar, usamos una serie de modelos econométricos, porque queremos justamente saber si bajo diferentes supuestos nos están saliendo los mismos resultados, pero es el criterio del Asistente de Política Monetaria el que va a comenzar a dar una sugerencia de política.

Acercas de las lecciones en el marco de la regulación macroprudencial que es apoyada por los postulados de Basilea, y para evitar crisis especulativas y delincuencia hipotecaria, ¿qué fue lo que falló? En realidad creo que en primer lugar hubo un atraso. Creo que no se mantuvo con el mismo paso las innovaciones financieras que existían. Si bien somos una institución supervisora, reguladora, los postulados de Basilea todavía no se están tomando en consideración en su integridad, no están en su aplicación plena.

Para evitar crisis especulativas y delincuencia hipotecaria, esta es mi opinión, lo que necesitamos es educación financiera. Y lo que está haciendo el Fed hoy día es educar a maestros para que esos maestros eduquen a sus alumnos en el colegio, y para que les comiencen a enseñar lo que es una tarjeta de crédito, cuáles son las consecuencias de pagar el mínimo en lugar de toda la cantidad. No estamos enseñando al público, estamos enseñando al intermediario, al profesor en inglés y en castellano, con una serie de documentos acerca de educación financiera. También estamos dando toda una serie de documentos acerca de consultoría o asesoría con respecto a préstamos hipotecarios porque muchos de estos préstamos hipotecarios se hicieron durante negociaciones que fueron turbias en las que hubo mucho engaño. Entonces lo que ha faltado es una educación financiera, y eso el Fed lo está tomando muy en serio. Creo yo que es una política que es necesaria.

Respecto a la pregunta de El Alto, acerca de ¿qué se espera de la nueva regulación financiera aprobada el sábado pasado por el Presidente Obama sobre el movimiento financiero de Estados Unidos? Bueno, por lo que he podido ver, gracias a esta regulación financiera el Fed está saliendo envigorizado, tiene responsabilidades, y ahora sí se puede implementar los estatutos de Basilea III en las capacidades de supervisión y regulación. Vamos a tener mayores herramientas en ese sentido para supervisar, para regular bancos, y se van a tener una serie de instituciones para proteger al consumidor y para tomar otras decisiones que puedan afectar a la salud financiera. Entonces en ese sentido ha sido un aspecto muy positivo para la Reserva Federal. Muchas gracias.

**(RB).** Se agradece las respuestas a la Dra. Myriam Quispe. Ahora voy a pasar las preguntas para el Profesor Chang. La primera pregunta es ¿existe algún paralelo entre la burbuja *prime rate* el 2008 y la burbuja de Japón en 1990?, ¿cuál es la política monetaria más adecuada para Latinoamérica en el marco del actual contexto de turbulencia financiera?, ¿debe continuar siendo la inflación el principal objetivo?, ¿hay algún rol sobre la actividad?

Y esta pregunta es de Cochabamba: si las tasas de interés a largo plazo son extraordinariamente bajas, entonces una política fiscal muy restrictiva podría generar una recesión a mediano plazo ¿cuál es su opinión?

**Roberto Chang (RCh).** En relación a la pregunta 1 acerca de los factores paralelos entre la burbuja de Estados Unidos el 2008 y la burbuja de Japón de 1990, yo creo que hay varios paralelos: primero la experiencia japonesa en cierto sentido condicionó la respuesta del gobierno norteamericano y de la Reserva Federal en particular, porque en los debates de principios de los 2000, por ejemplo, cuando había gente que decía que la Reserva Federal debía tomar un rol más activo en desinflar la burbuja, el contra argumento era que eso se hizo en Japón. En Japón no solamente desinflamos la burbuja sino matamos al payaso y a toda la gente de la fiesta. Muchas de las lecciones que se usaron en la práctica para la respuesta de política de Estados Unidos son lecciones que se aprendieron de la experiencia japonesa. La segunda lección fue que el peligro de la deflación era un peligro quizás mayor que el peligro de la inflación, una cosa que se enfatiza mucho. Y el peligro de la inflación es mayor cuando el gobierno no tiene la capacidad de prometer creíblemente que la inflación va a ser positiva, como ha sido el caso de Japón la misma que ha influenciado mucho la respuesta, la política última de la Reserva Federal. La Reserva Federal trata de convencer al público que cuando la inflación empiece a subir no van a subir las tasas de interés demasiado rápido. Entonces sí, hay bastantes paralelos.

Las otras dos preguntas eran acerca de cuál es la política monetaria más adecuada para Latinoamérica en el marco del contexto de turbulencia, y acerca de si la inflación debería ser el principal objetivo. Yo creo que la respuesta es sí, la inflación debe ser el principal objetivo por una razón práctica que es, a los países latinoamericanos que han implementado un régimen de inflación objetivo les ha ido básicamente bien, muy bien. Para qué vamos a romper algo que funciona. Trataría de hacer ciertas reformas pero dejando básicamente el centro, el núcleo del sistema, de énfasis, en inflación, intacto. Incluso cuando he mencionado que las Reservas en exceso deberían moverse con una institución diferente del banco central, eso ayudaría a que el banco central preserve su independencia al evitar conflictos potenciales con el Ejecutivo. Entonces, sí, yo creo que la política monetaria más adecuada es tratar de mantener la inflación, una inflación estable que ha ayudado a la prosperidad a muchos de nuestros países ahora.

Finalmente la pregunta de Cochabamba es, si las tasas de interés a largo plazo son muy bajas entonces una política fiscal muy restrictiva ¿podría generar una recesión a mediano plazo?, ¿cuál es mi opinión? Mi impresión es que la política fiscal en estos momentos en particular no debería ser demasiado restrictiva. Es decir, yo concuerdo con las opiniones de Krugman y de otros, que el peligro número uno fue remover el estímulo fiscal demasiado rápido. Y esto está combinado con una visión acerca de lo que significa, por lo menos en los Estados Unidos, el problema fiscal. El problema fiscal

de Estados Unidos no es el déficit de este año ni del año pasado, el problema fiscal que se viene es el problema de mediano plazo, de las pensiones y del sistema de salud, que desde el año 2014-2015 para arriba harán que la deuda de Estados Unidos, si no hay una corrección, explote. Esto es independiente de lo que pase con la tasa de interés de largo plazo. Va a ser una decisión en cierto sentido condicionada a lo que esté sucediendo en términos de la política de Estados Unidos, y por otro lado también va a influir la reacción del mercado en relación con las posibilidades de que Estados Unidos siga creando deuda pública a altos niveles a tasas de interés bajas. Eso puede cambiar, en ese sentido creo que en esos momentos va a haber mucha más presión para un cambio fiscal en el mediano plazo.

**(RB).** Bien. Le vamos a ceder la palabra al profesor Klaus Schmidt.

**Klaus Schmidt.** Muchas gracias. Un par de comentarios sobre las excelentes presentaciones de Myriam Quispe y Roberto Chang. Deseo partir con el tema acerca de que la elevada exportación de capitales de países exportadores con las consiguientes bajas tasas de interés mundiales fue una causa importante de la crisis. Este es un contrafactual. Y el contrafactual es muy sencillo. Hubo un alto ahorro y exportación del exceso de ese ahorro por parte de China y algunos otros pocos exportadores de capitales en cantidades importantes y las consiguientes bajas tasas. Una decena de países recibieron esos capitales, precisamente aquellos diez países donde hubieron imperfecciones de mercado y de política en regulación y supervisión financiera. El epicentro de la crisis financiera fue en Inglaterra, fue en Estados Unidos, algo en España, y en algunos otros países europeos. Fueron diez países: Rumania, Bulgaria, los tres Bálticos, España, Irlanda, Grecia, Estados Unidos, Inglaterra y quizás otros pocos más. El resto del mundo ahorró en épocas de vacas gordas, con políticas macroeconómicas responsables. Latinoamérica es un buen ejemplo, y no tuvieron esas imperfecciones masivas de políticas ni de fallas de mercado que creo fueron las causas número dos y tres y que son las causas principales. Segundo punto, la lógica de darle más poder a la Reserva Federal, que planteó Roberto, creo que es impecable para acometer su función de estabilidad financiera y como muy bien dijo Myriam, eso fue reforzado con la nueva ley que pasó la administración de Obama el sábado pasado. Los argumentos que se dan me parece que están bien, pero ¿por qué no se dan en otra dimensión de las políticas que es la política cambiaria? Estados Unidos es un *outlier* completo en cuanto a que el Fed es uno de los pocos bancos centrales del mundo que no maneja la política cambiaria. Las Reservas son manejadas por el Tesoro, y el Tesoro decide cuándo intervenir y cuándo no. En coordinación con otros bancos centrales y en la misma lógica de darle más poder en la dimensión de estabilidad financiera también valdría la pena resaltar la política cambiaria o de intervenciones y de acumulación de Reservas. Por eso esta asimetría me lleva a pensar que elementos de histéresis histórica, política, economía política son tan importantes como nuestros argumentos de lógica institucional o económica para argüir que ciertas funciones en política económica deberían estar en un Tesoro, una Superintendencia de Bancos o en un

banco central. Finalmente un punto factual que quería clarificar, creo yo es importante hacerlo, es que el manejo de fondos soberanos para autoridades fiscales como el caso de Noruega y Chile es completamente independiente y es ortogonal; más bien diría normativamente debiera ser ortogonal al manejo de Reservas Internacionales por al menos dos motivos: número uno, por separación e independencia de política monetaria y de política fiscal. En el caso de Chile es por razones de suavización cíclica y de gasto estable en el tiempo; en el caso de Noruega es por transferencia intergeneracional como el fondo de pensiones, ex fondo de petróleo, que son objetivos fiscales básicos. El segundo argumento, es que la acumulación y desacumulación en estos fondos soberanos por parte de las autoridades fiscales en países que son exportadores de materias primas, precisamente amortiguan los efectos de los ciclos de los precios de las materias primas sobre el tipo de cambio y por tanto requieren menores intervenciones cambiarias que aquellos bancos centrales que persiguen o se preocupan por la estabilidad cambiaria. En ese sentido son políticas muy distintas y mantengámoslas muy separadas.

**(RCh).** Agradecer por el comentario y las preguntas. En cuanto al primer comentario, es cierto que la burbuja inmobiliaria de la que estamos hablando que fue la que tuvo más efectos fue la de los Estados Unidos y en otro par de países, pero no todos los países tuvieron ese problema. Pero también es cierto que hubo una política de acumulación de Reservas de ciertos países, no de todos, en particular de China: un consejo muy claro hacia el fondo del Tesoro de los Estados Unidos. Eso fue lo que facilitó los grandes flujos de capitales hacia los Estados Unidos y creó en ese país una situación de excesiva liquidez. No digo que haya una teoría, yo estoy repitiendo lo que llamé “el consenso”, así que estas ideas no son necesariamente más y en parte una de las debilidades del consenso es que no hay una explicación muy clara acerca de cómo es que el exceso de liquidez necesariamente se traduce en la aparición de una burbuja. Sin embargo, históricamente hemos visto que las burbujas inmobiliarias han aparecido después de reformas financieras o apertura financiera, en las situaciones en las cuales hubo grandes flujos de capital hacia otros países.

El segundo punto, acerca de la política cambiaria, es muy interesante. En los Estados Unidos el problema cambiario se ignora. Es decir, el gobierno impulsa la fortaleza del dólar pero a veces les resulta conveniente que el dólar se deprecie. Y eso ha quedado muy claro por ejemplo con los efectos de la depreciación sobre la distribución de riqueza mundial. Como vimos en la gráfica del dólar, en los años del 2000 hasta la crisis, el dólar se había depreciado muy fuertemente con respecto a otras monedas. Eso significaba que el déficit en cuenta corriente en los Estados Unidos no era un problema tan grande como parecía. Es decir, Estados Unidos tiene una situación inversa a países latinoamericanos por ejemplo, sus activos son en moneda extranjera, sus pasivos son en dólares, entonces si el dólar se deprecia, los pasivos de Estados Unidos disminuyen en términos relativos. Eso favorece a los Estados Unidos y el gobierno de Estados Unidos está contento que sea así, porque es un mecanismo estabilizador. Por eso no

hay una presión para que haya demasiado control sobre el tipo de cambio en estos momentos, porque en cierto sentido Estados Unidos, se beneficia de lo que De Gaulle llamó el “privilegio exorbitante” y por tanto no hay razón desde el punto de vista de los Estados Unidos para que eso cambie.

**(RB).** Muy bien, quiero agradecer a los tres panelistas, al Dr. Alejandro Neut, a la Dra. Myriam Quispe Agnoli y al profesor Roberto Chang.



# MESA REDONDA

**COMPENDIO**

---

IV Jornada  
MONETARIA



# Ponencia 1 – Mesa Redonda

## La respuesta del BCRA frente a la crisis financiera internacional

**Arnaldo Bocco**

**Director, Miembro de la Junta de Gobierno**

**Banco Central de la República Argentina**

Buenas tardes. Quiero agradecer la calidez, la recepción y la organización e invitación a estas jornadas de parte del Banco Central de Bolivia. Vamos a mirar en forma comparada cómo hemos actuado los bancos centrales en momentos de crisis. En particular en el caso argentino, después de venir de una muy importante crisis expresada en el año 2001 cuando se agotó un periodo extenso y forzado de administración de política cambiaria con el comportamiento de tipo de cambio fijo, se produjo un cambio muy importante en el interior de la economía; la implosión que produjo ese sistema de convertibilidad trajo consecuencias, especialmente en el sistema productivo y gravemente en el sistema financiero que quedan en la memoria colectiva tanto institucional, de las entidades, como en la



memoria colectiva de los agentes económicos, de los actores sociales.



En julio de 2007 detectamos la crisis en la que estamos focalizados en este momento cuyo fuerte impacto se produjo en el 2007. En ese momento hubo un grado de atención que duró de julio a octubre. Como consecuencia del

proceso vivido anteriormente, tuvimos una economía que ante cualquier inestabilidad, los actores económicos dejaron de atesorar, de tener posiciones en pesos y cambiaron sus carteras al atesoramiento en dólares. Una política muy importante que siguió el Banco Central hasta el año 2007 fue la de haber acompañado, en sintonía con el gobierno, un programa de salida de la crisis, y establecido un tipo de cambio real competitivo, así como haber promovido una inserción de la economía argentina en el mundo con un grado de apertura que posibilitara el crecimiento de las exportaciones, aumentara la participación de las importaciones, generara una recuperación del mercado interno. Sin embargo, habiéndose producido un cambio muy importante en ese territorio, empezamos a detectar que estaban ocurriendo cosas que podían ser muy graves para la economía mundial y queríamos prepararnos para eso. Veníamos de una decisión soberana tomada por el gobierno nacional de desendeudarse con los organismos multilaterales de crédito y habíamos pagado una deuda muy importante con el Fondo Monetario, con lo cual nuestro sistema de acumulación de reservas nos había permitido desembolsar 9.500 millones de dólares y estábamos saliendo de esa fase a fines del 2005.

En ese momento tomamos la decisión importante de estabilizar el mercado de cambios y de proveer toda la cantidad de dólares que los agentes requirieran por cualquier situación. Cuando a lo largo de un siglo y medio todas las catástrofes nacionales fueron producidas por golpes especulativos del sector externo en la economía, uno tiene que mirar que eso puede volver a producirse. Entonces el Banco Central ha hecho su política de administración de reservas y su tipo de cambio real administrado, una política de muy largo plazo precisamente para protegerse de la inestabilidad internacional que trajo consecuencias muy graves en situaciones previas que vienen del siglo XIX. Eso se superó y en el 2007 pasamos la situación más compleja. Tuvimos un pequeño

desbalance en marzo del 2008 con una situación bastante particular: por una parte, en ese mismo periodo la economía argentina venía creciendo, veníamos batiendo récords históricos en saldo de la balanza comercial que no los habíamos tenido nunca, de compras diarias, movimientos diarios, mensuales y anuales, -anualizado a doce

**Diapositiva 3**

*Las respuestas del BCRA frente a amenazas de estabilidad probaron que el esquema monetario y financiero es resistente a shocks de diferente tipo*

<b><i>Cuatro episodios en los últimos dos años</i></b>	<b><i>Respuesta del BCRA: una estrategia secuencial</i></b>
<i>1. Julio - Octubre 2007</i>	<i>• Estabilizar el mercado de divisas</i>
<i>2. Abril - Julio 2008</i>	<i>• Apuntalar la demanda de dinero</i>
<i>3. Septiembre - Diciembre 2008</i>	<i>• Proveer la liquidez necesaria, actuando como prestamista de última instancia en moneda local</i>
<i>4. Marzo - Mayo 2009</i>	

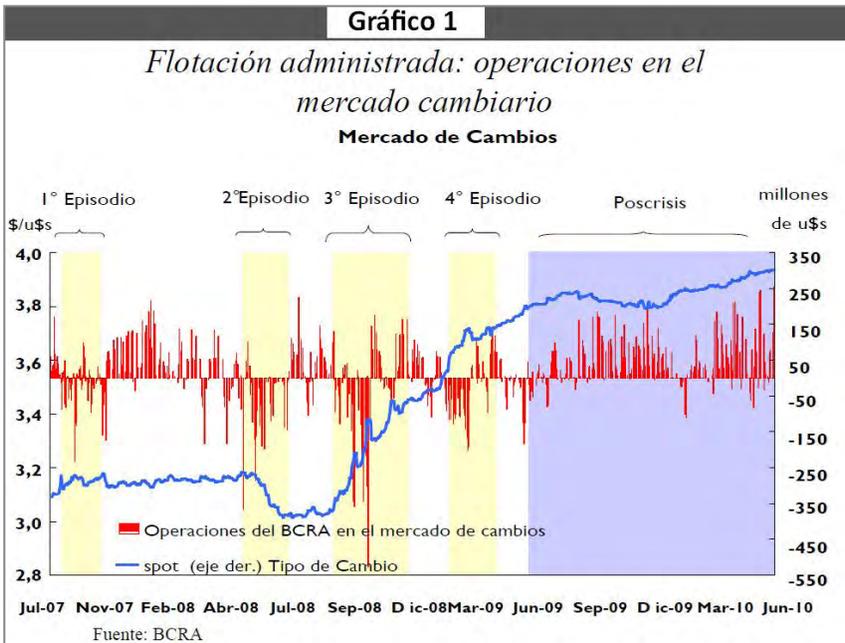
meses en el mercado de cambios por el saldo de la balanza comercial y el movimiento favorable de capitales que tenía la Argentina-, y por otro lado porque en el 2008 hubo un problema interno, un conflicto que duró bastante tiempo, lo que nos obligó a colocar dólares ya que se produjo un proceso de inestabilidad política que terminó afectando esa tenencia de dólares. Eso fue entre abril y julio del 2008. Volvimos a crear una situación equivalente a la anterior en la que seguimos manejando el mercado cambiario y apuntamos a sostener la demanda de dólares que había en el sistema. Argentina tiene un mercado único libre de cambios y en ese mercado único libre de cambios todos los exportadores liquidan sus divisas. El remanente es comprado básicamente por el Banco Central o por los agentes económicos y los importadores van y compran al sistema bancario el mismo que compra al mercado o al Banco Central para girar los pagos de las importaciones.

Fue un año muy interesante el 2008 porque veníamos con un nivel de crecimiento del producto muy elevado después de casi 6 años, creciendo al 8% acumulado. El 2008 crecimos hasta mitad de año, un poco más, hasta la crisis de octubre. Se volvió a retomar en septiembre y diciembre del 2008 con una nueva intervención importante.

El día del colapso de Lehman Brothers se produjo un *overlapping* ya que sucedió el mismo día de la asamblea del Fondo Monetario y del Banco Mundial. Los actores del mundo se movilizaron para encontrar una salida a ese eventual colapso que podía tener la economía internacional y para encarar una gran crisis que se avecinaba. Y la sensación que tenían los ministros de hacienda, ministros de economía de los países, y que tenían los directivos de los bancos centrales, los gobernadores, presidentes de bancos centrales era que estábamos en la antesala de una situación muy compleja, que era imprescindible dar mensajes muy contundentes.

Una crisis se aborda de esa manera, sin excitaciones. Uno tiene que actuar rápidamente y contener los desajustes de las malas lecturas que los mercados hacen de cualquier pequeño espacio en el cual se pueda meter el proceso especulativo. Nosotros estábamos seguros que habíamos trabajado para la consolidación de las instituciones financieras, habíamos pasado de una situación de colapso y desaparición de entidades, a un sistema financiero con alto nivel de liquidez, con muy bajas tasas de carteras en mal estado, digamos con el 3% de morosidad en el sistema bancario en su conjunto, habíamos crecido en la oferta crediticia con una gran penetración y una re-bancarización del sistema. El ataque en esta primera etapa lo veíamos por el lado del mercado cambiario. Entonces lo que hicimos fue establecer el mensaje que, a todo el sistema bancario íbamos a proveer de la cantidad necesaria de dólares o de pesos que fueran imprescindibles para establecer el equilibrio ante una situación de inestabilidad. Los bancos se preguntaban “¿para qué una ventanilla de liquidez si en realidad lo que sobra es liquidez?”. Bueno, ante el eventual retiro de depósitos, o que la gente hubiese querido comprar dólares, etc., establecimos: ventanillas de liquidez, mecanismos indirectos, mecanismos de *swap* y *swaps* con dos bancos centrales en

monedas locales, una innovación muy importante porque veníamos de hacer un trabajo que pusimos en marcha justo en el 2008, como fue el comercio con Brasil en pesos y en reales evitando pagos en dólares y la compensación, todos los días, de tales pagos. De esa manera quedó establecida entre los dos bancos centrales esa hermandad del comercio, con un sistema en el que los dos bancos están, hoy en día, ya muy flexibles en la operación en pesos y reales.



En el gráfico (*Gráfico 1*) se observan los periodos de la flotación administrada, las operaciones que tuvimos a lo largo del tiempo, el cambio que tuvo la cotización del tipo de cambio, los 4 episodios de dicha flotación, y lo que podríamos llamar a nuestro juicio la post-crisis, que va de junio del 2009 hasta estos días.

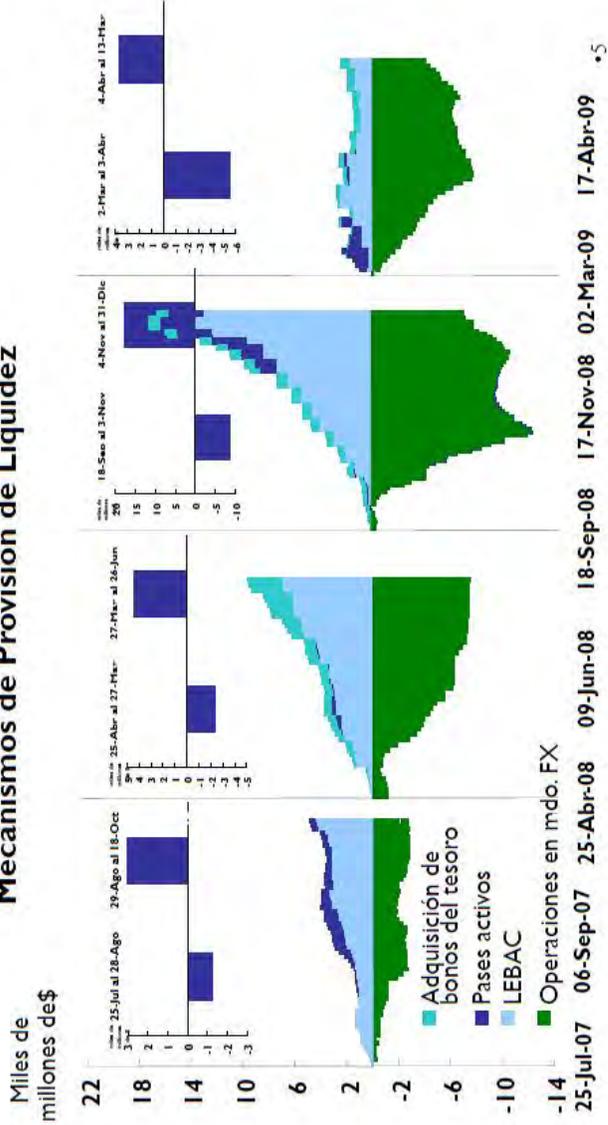
Intervinimos inyectando toda la liquidez que pudimos hacer. Fuimos interviniendo en el mercado de cambios y compramos todas las reservas para mantener el tipo de cambio. Nosotros tenemos una estacionalidad tremendamente marcada en los periodos en los cuales los exportadores liquidan divisas, entre marzo y julio, que son periodos en los cuales hay una asociación enorme entre el grado de evolución de la actividad de esos sectores y su penetración en el comercio internacional. Ello coincide con una fuerte intervención de los agentes que compran dólares para pagar importaciones o el Banco Central para crecer en sus reservas. (*Gráfico 2*).

El manejo de la crisis se realizó en tres campos: liquidez en pesos, en el que utilizamos todas las líneas de pasaje a activos que pudieron efectuarse hacia el mercado, operaciones

**Gráfico 2**

*A fin de aliviar el stress en los mercados financieros, el BCRA inyectó liquidez mediante diversos medios siguiendo una estrategia secuencial: estabilizando el mercado de divisas y luego proveyendo liquidez*

**Mecanismos de Provisión de Liquidez**



Fuente: BCRA

de mercado abierto, intervención mediante las ventanillas de liquidez usando bonos emitidos por el Gobierno y que están en poder del Banco Central. Se menciona que el 100% de los redescuentos que le dimos al sistema bancario en la crisis del 2001 los terminamos de cobrar el 2008, de tal manera que muchos bancos nos pagaron con títulos que se habían emitido, y esos títulos los tenemos hasta su vencimiento, de tal manera que también tenemos la posibilidad de jugar en ese mercado. Trabajamos también sobre el manejo del efectivo de los bancos, sobre los requisitos de liquidez y las licitaciones de opciones de acceso a pases activos, de tal manera que ahí dimos la imagen que teníamos toda la artillería para atender el frente en pesos ante la posibilidad de que hubiera un corrimiento de pesos hacia otras monedas. En cuanto a la liquidez en dólares, se produjeron dos hechos que la literatura habitualmente pasa muy por alto, que fueron que en el momento que colapsa Lehman Brothers se produjeron 2 situaciones: con la administración del tipo de cambio, dos bancos centrales de América Latina presentaron una situación inusual, como fue la colocación que los exportadores hacían de futuros sabiendo que tenían tipos de cambio más o menos estables y que podían establecer compra de futuros para sus exportaciones y dotarse de liquidez. En el caso de Brasil, fueron aproximadamente 80 mil millones de dólares y el caso de México la cifra era bastante menor, menos de la mitad, con lo cual muchos de los agentes económicos que habían entrado con gran cantidad de capitales entre octubre y diciembre del 2008, migraron de Brasil y migraron obviamente de México. La salida llevó a una devaluación del real que llegó, en los primeros días de diciembre, a 2,5. Eso es tremendamente importante porque nuestro tipo de cambio en la Argentina está asociado a una canasta de monedas de los países a los cuales exporta e importa lo cual tiene efectos de penetración; y a una canasta de productos que son representativos, *commodities*, por lo cual seguimos día a día la evolución de las monedas de los países a los cuales exportamos, en particular las cuatro monedas que más influyen, una de

#### Diapositiva 4

### *Manejo de la crisis: principales medidas*

#### **Liquidez en pesos**

- Nuevas líneas de pases activos (a tasas de interés fijas y variables)
- Recompras anticipadas de LEBAC y NOBAC: mercado secundario, facilidad automática y opción put
- Operaciones de Mercado Abierto (bonos del gobierno)
- Ventanilla de liquidez usando colaterales no tradicionales (Bogar y PG)
- Ventanilla de descuento: precalificación de garantías, que incluye todas las fuentes de fondeo (no sólo depósitos)
- Se permite computar el efectivo en bancos en su totalidad para la integración de efectivo mínimo
- Posiciones bimestrales para los requisitos mínimos de liquidez
- Licitaciones de opciones de acceso a pases activos.

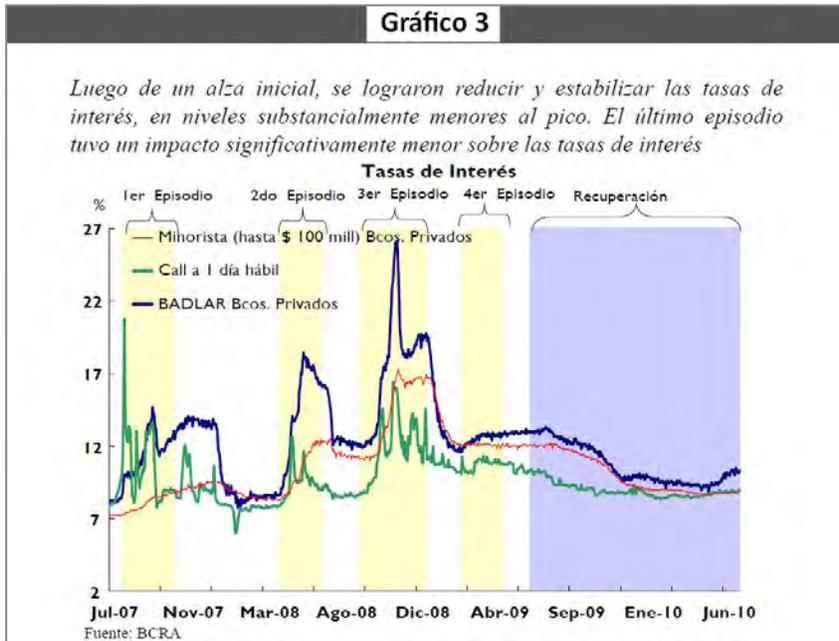
#### **Liquidez en dólares**

- Operaciones en el mercado cambiario
- Pases activos en dólares, junto con una línea específica de pases activos en dólares para bancos que hayan dado préstamos al sector exportador
- Menores requisitos de encajes en dólares
- *Swaps* de monedas con el Banco Popular de China y con el Banco Central de Brasil

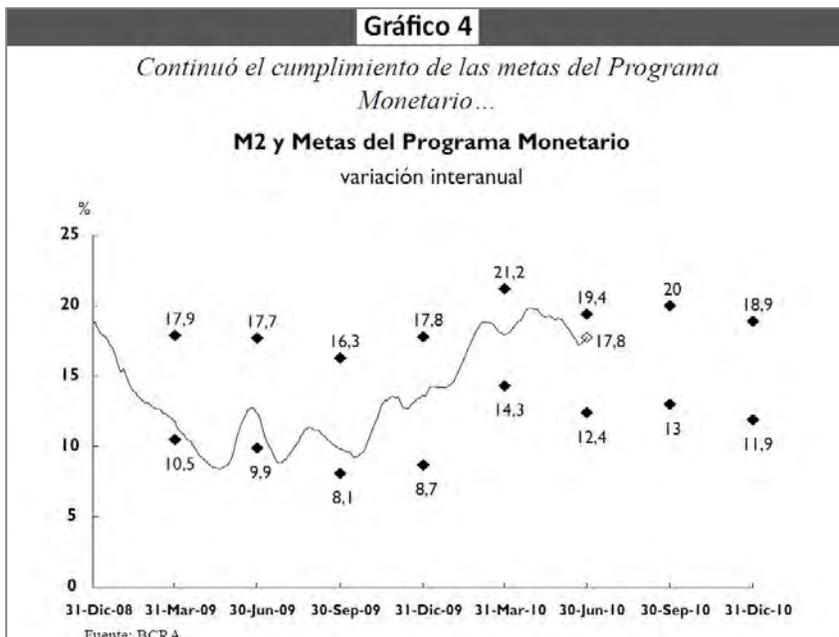
#### **Otras**

- Licitaciones de *swaps* de tasas de interés fija por variable a fin de ayudar a los bancos a prevenir descalces de tasas de interés fija y variable.
- El BCRA comenzó a promover el mercado de tasas de interés futuras.

las cuales es el real, obviamente por el 30% de comercio que tenemos con Brasil de ida y vuelta. De tal manera que establecimos un mecanismo similar al de Brasil. Brasil depositó parte de sus reservas en los bancos, y esas reservas fueron usadas para financiar a los exportadores. Nosotros dimos



líneas a los bancos en dólares para pre-financiar exportaciones, y no permitir que el comercio exterior cayera. Los bancos obviamente no tomaron esas líneas, o las tomaron muy poco. Tuvimos pases activos en dólares, tuvimos menores requisitos



de encajes, hicimos dos *swaps*, dos contratos de *swaps*: uno con el Banco Central de China, que lo firmamos en la reunión del BID en Medellín después de un periodo de trabajo muy interesante, que correspondían a 10 mil millones de dólares en yuanes y en pesos, y otro con Brasil por una cifra más o menos semejante en pesos y en reales para contar con recursos en caso que hubiera una situación internacional que nos pudiera perjudicar en un periodo de largo plazo.

Cuando tuvimos un impacto en la tasa de interés, la indujimos hacia la suba. Esto permitió que la gente dejara de comprar dólares. La compra de dólares fue importante pero también fue importante la demanda en pesos. Pasado el periodo conocido, el sistema se ajustó, y ahora estamos en un periodo de recuperación con tasas de intereses bastante estables en nuestra economía. (Gráfico 3).

En la post-crisis tenemos un programa monetario con agregados de M2. Se realiza el seguimiento al programa monetario a 12 meses. Cerramos al 30 de junio cumpliendo con el programa monetario y realmente vemos que la situación es muy importante en esta fase de recuperación. (Gráfico 4).

Quiero señalar dos cosas. La caída del producto fue baja. El sector privado acaba de publicar una corrección de sus estadísticas, acercándose bastante a las estimaciones que tienen tanto el Ministerio de Economía como el Banco Central. Es decir, la estimación nuestra es que el producto no llegó a caer al 1% el año pasado, caso contrario la economía no se podría haber recuperado de la manera en que se está recuperando este año. Nosotros tenemos una proyección corregida de 6,9% del producto al 30 de junio, pero la tasa de arrastre, por la forma en que se recuperó, nos lleva a un producto que este año vuelve a crecer probablemente entre el 7%-7,5% y no descartamos que crezca

al 8%. ¿Por qué? Porque la Argentina tiene un complejo agrícola industrial muy importante y que este año recuperó la caída de un 30% de sus cosechas del año pasado por sequía, y eso es exportable casi en un 70% de tal manera que tarde o temprano, si no lo hizo en el primer semestre lo hará en el segundo. Tenemos un complejo automotriz





que está integrado con el de Brasil y este año tenemos una producción local de 730.000 autos y se venderán en el mercado local más de 650.000. Exportamos a Brasil, una parte a México y a otros países y además importamos autos de Brasil para el mercado

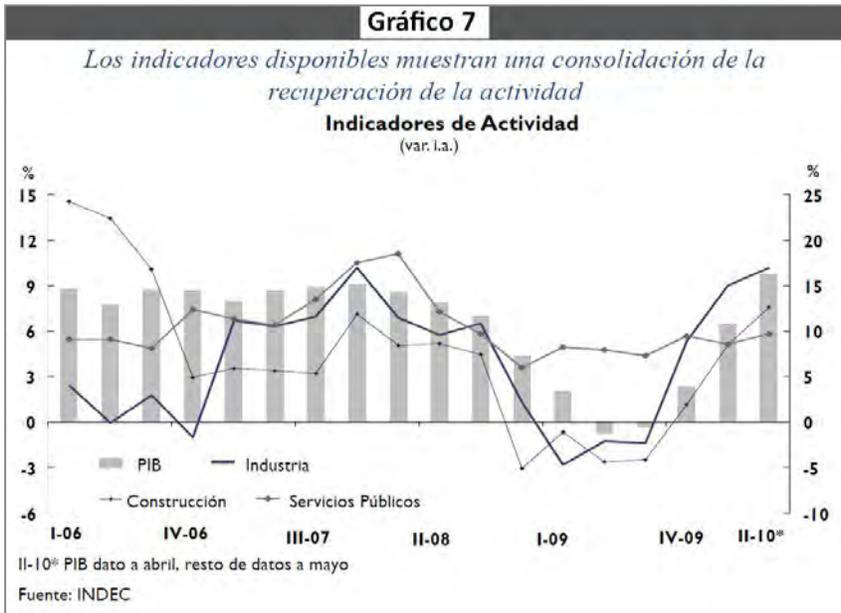


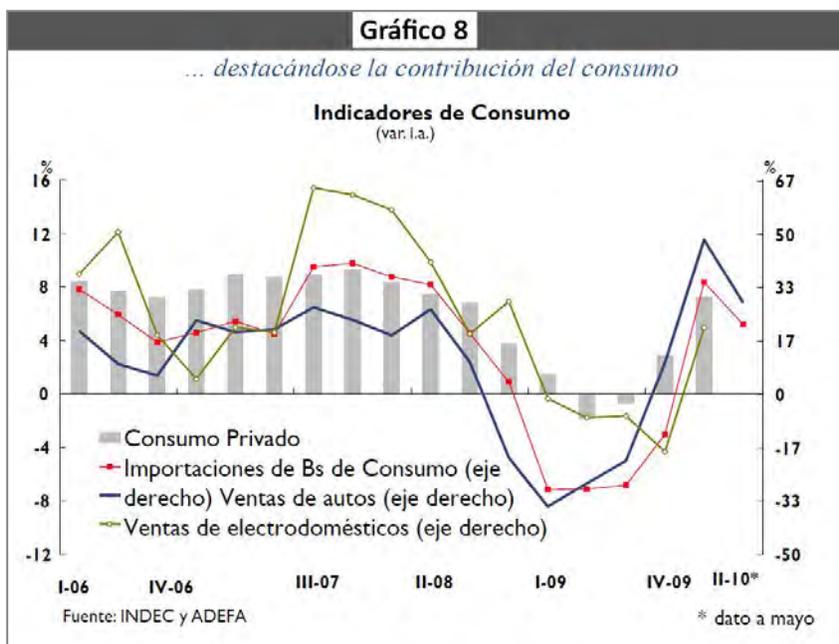
doméstico. Tenemos al sector automotor y la industria alimenticia, la industria textil, química, siderúrgica, etc., en un proceso de recuperación con tasas de crecimiento, preocupantes por lo elevadas, porque eso puede tener influencia sobre los precios.

¿Cómo se comportó el sistema financiero a la salida de la crisis? Crecieron los depósitos: en el último año crecieron 30,2%, y el crédito, en un periodo muy veloz de recuperación, creció tanto al sector privado, expresado en créditos de 180 y 360 días (Gráfico 5) especialmente a micro, pequeñas y medianas empresas, como el crédito de consumo aunque más el crédito a empresas. (Gráfico 6).



Por lo tanto estamos muy atentos al comportamiento en un momento como el que





estamos viviendo con fuerte expansión del producto y el acompañamiento que hace el sistema financiero. En los gráficos (*Gráficos 7 y 8*) se puede ver cómo ha evolucionado el crédito al sector privado hasta más o menos el 10 de julio. El gobierno en el periodo de desaceleración de la economía internacional, de caída del comercio y de impacto sobre el desestímulo local en los agentes económicos, hizo un gran Plan de Obras Públicas especialmente en infraestructura con autopistas y rutas para el traslado de mercancías y personas; estableció un Frente Federal Solidario, que es una distribución de una parte del crecimiento de la recaudación, hacia las provincias (tenemos un país federal con 24 provincias en el cual se distribuyen y se co-participan todos los impuestos, menos los impuestos del comercio exterior); hubo un Programa de Recuperación Productiva, en el que la banca argentina le dio un crédito a General Motors para la producción de dos automotores que los lanzó al mercado internacional desde la Argentina, desde la ciudad de Rosario, y en 6 meses General Motors devolvió la totalidad del dinero que había salido del Banco de la Nación de nuestro país; se estableció un programa que se llama “Programa Argentina Trabaja” que es un financiamiento que hace el presupuesto público a la retención de los asalariados y sus puestos de trabajo en los momentos en que las empresas denuncian una caída de la actividad; se hizo una medida que en nuestro país es revolucionaria estableciéndose un sistema de Asignación Universal por hijo, que se paga a las madres: se paga el 50% en una tarjeta y el 50% si la madre establece que el niño recibió la salud y educación, lo cual está anotado en la escuela, -ello subió en la escuela pública el 25% de la matrícula y produjo un cambio social muy interesante-; el Congreso aprobó la Ley de Movilidad Previsional que permite ajustar

las remuneraciones, a los que llamamos sujetos pasivos que son aquellos trabajadores jubilados. (Véase Apéndice).

Diapositiva 7

### Agenda

- Medidas ante la crisis
- Postcrisis
- Conclusiones

•20

Para finalizar el mensaje es que la primera cuestión es construir un colchón de liquidez y de solvencia para asegurar la estabilidad tanto monetaria como financiera. Esa es nuestra experiencia. Creemos que eso es importantísimo y así ocurrió. No necesitamos salir a darle liquidez al sistema, pero se

requería que el sistema supiese que teníamos todas las baterías cargadas y las armas cargadas para atender la inestabilidad. La flotación administrada en el tipo de cambio minimizó la volatilidad del mismo a diferencia de otros países y pudimos manejarla y no impidió que hoy tengamos casi 51 mil millones de reservas que siguen creciendo a pesar que alguien recién habló de colapso. Colapso en un sistema de Banco Central por la salida de un presidente es un poquito fuerte, yo no lo vería así.

Diapositiva 8

### Conclusiones

- La importancia de construir colchones de liquidez y de solvencia para asegurar la estabilidad monetaria y financiera
- Flotación administrada del tipo de cambio: minimizar la volatilidad pero sin proveer un seguro implícito
- Estrategia secuencial para enfrentar shocks: estabilidad cambiaria, tasas de interés, inyecciones de liquidez
- **La naturaleza de las medidas ante la crisis hizo innecesaria una estrategia de salida**
- Prestamista de última instancia: liquidez ampliamente disponible, pero no libremente
- Un sistema financiero que actúa como un amortiguador de shocks y no como propagador
- La política monetaria y la flotación administrada por otro lado permitieron lograr estabilidad financiera y cambiaria.
- La crisis financiera global demostró que la estrategia es resistente a shocks de diferentes orígenes

•21

Hay una estrategia secuencial de estabilidad cambiaria, tasa de interés, inyección de liquidez. El cuarto paso que menciono es la naturaleza de las medidas de la crisis: nos permitió una estrategia de salida, es decir, ablandar, hacerle sentir al mercado, a la sociedad que la crisis la habíamos dejado

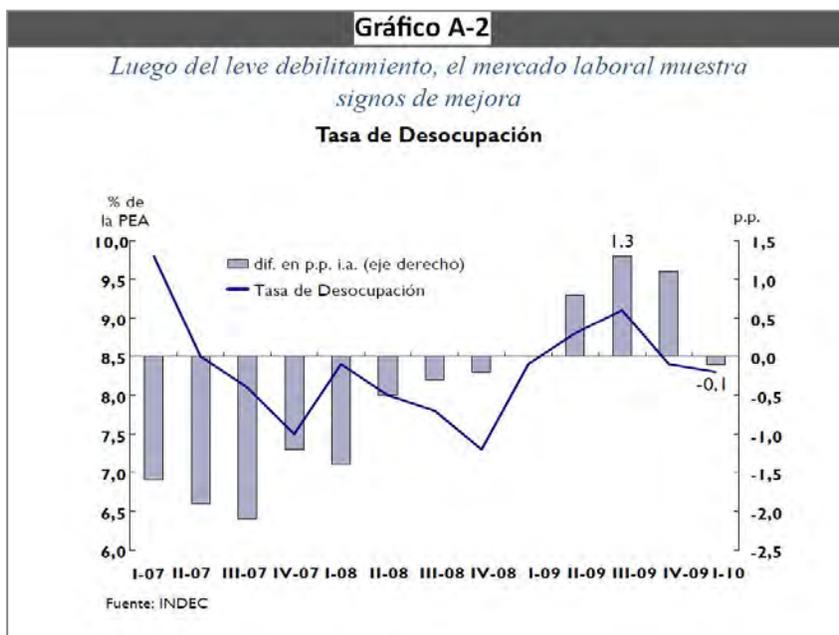
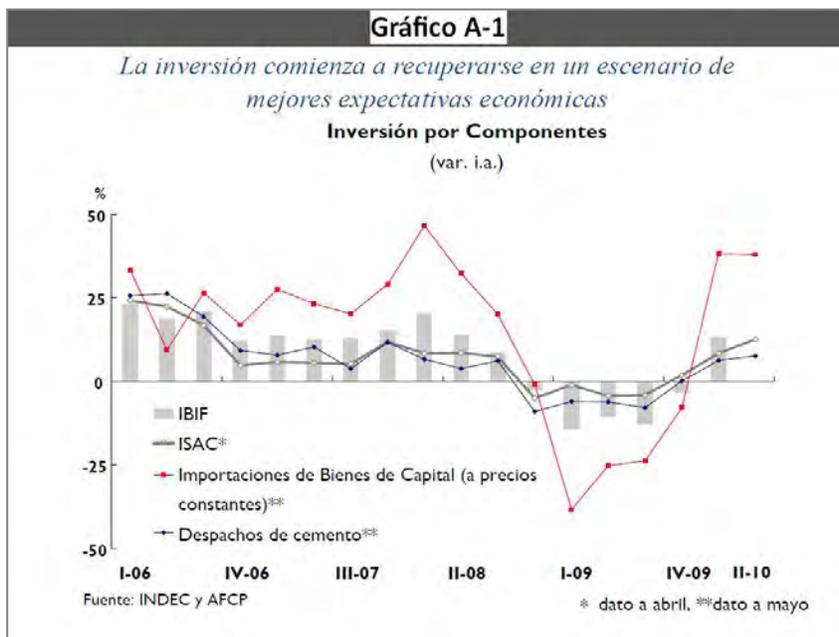
atrás, que la crisis internacional la habíamos dejado atrás. Tenemos una relación comercial con Brasil que es muy importante, es nuestro principal socio comercial, pero así como Brasil es importante, China es importante, -es una gran economía que ha permitido construir un cambio radical en las manufacturas de origen agropecuario que exporta la Argentina-, pero Chile es un país importante, Perú es un país importante en nuestro comercio, Uruguay es un país importante, Venezuela es un país importante, de tal manera que nos permitió establecer un arco y que la sociedad percibe que el núcleo duro de la crisis no pasa por esos países que son nuestros socios comerciales y son quienes nos compran y a quienes les vendemos. Y algo que es muy importante es que la sociedad todavía es bastante conservadora en pensar que la economía está creciendo tan velozmente, entonces es cuidadosa a la hora del gasto. Sin embargo, estamos en un proceso de recaudación muy elevado y estamos en un proceso de administración del gasto público.

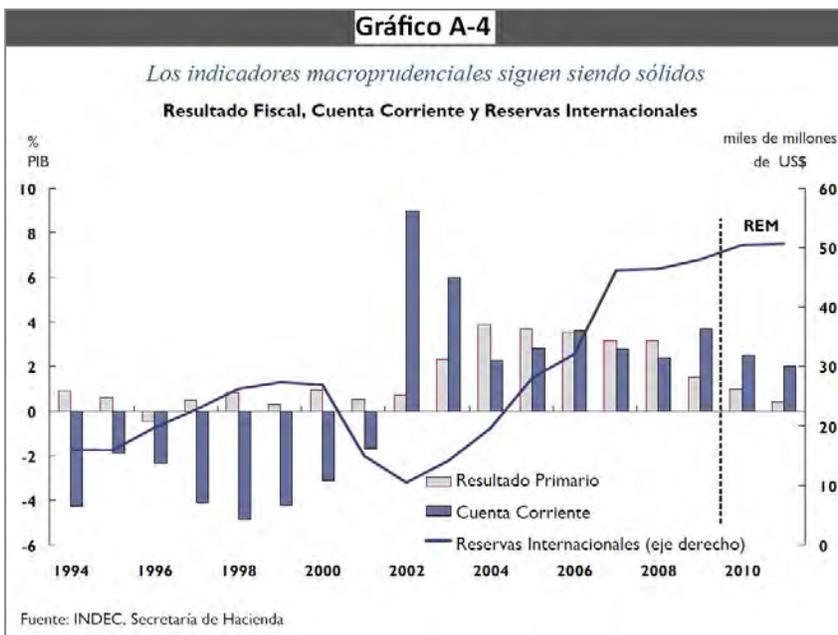
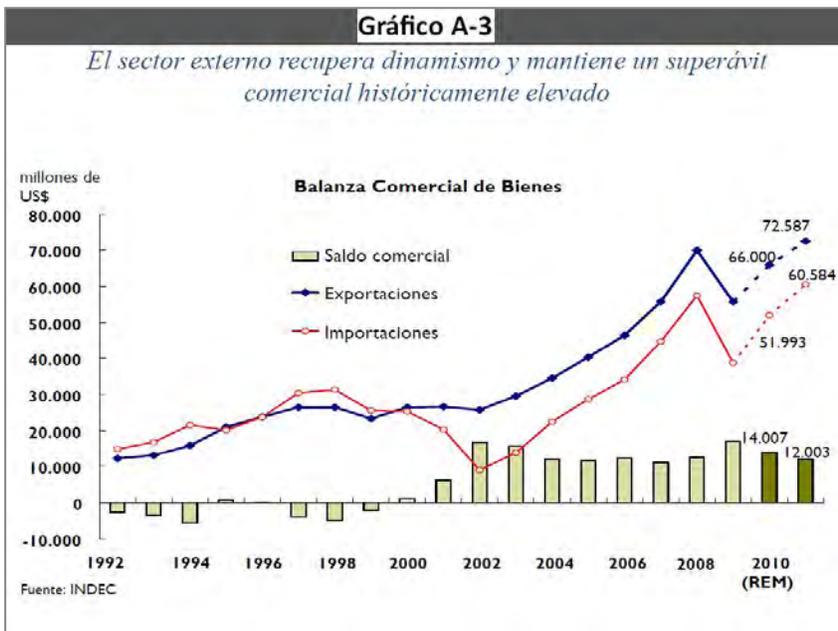
Aquí lo señaló el Presidente del Banco Central de Bolivia en la inauguración en la mañana: dos puntos claves que ayudaron fueron el superávit fiscal y el superávit comercial, los superávits mellizos fueron fundamentales a la hora de darle previsibilidad al agente económico doméstico.

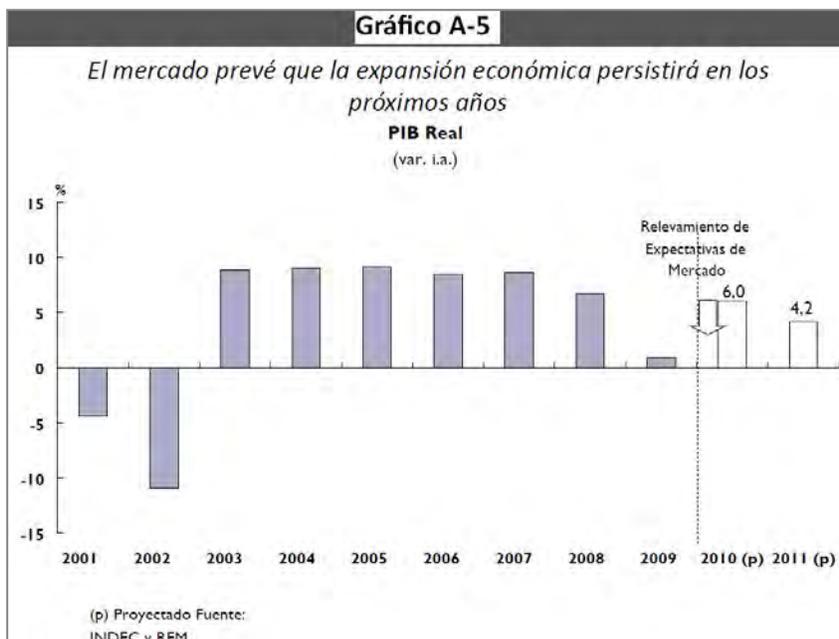
Apareció muy fuerte el banco central como prestamista de última instancia, como lo dije recién, para tener un sistema financiero que amortiguara los *shocks* y finalmente procurar que este desacople de la economía, que no existió, nos contaminara el probable acople que tuviésemos, lo menos posible. Participé de muchas reuniones acerca de la crisis en Basilea, en las reuniones de los bancos centrales del Mercosur con los cuales hemos tenido también un estrecho intercambio de opiniones sobre las actuaciones ante la crisis, hemos compartido muchas posiciones y creo que la región no necesariamente por casualidad está en la situación que está. Algunas cosas bien hicimos y estamos recuperando los frutos: cuando llueve mucho en el campo, uno puede tener una excelente cosecha, pero es muy difícil que uno coseche si antes no sembró, si uno sembró cosecha muy bien. Muchas gracias.



## APÉNDICE. RECUPERACIÓN LUEGO DE LA CRISIS.







## Ponencia 2 – Mesa Redonda

### Estrategia de política monetaria del Banco Central de Chile durante la crisis

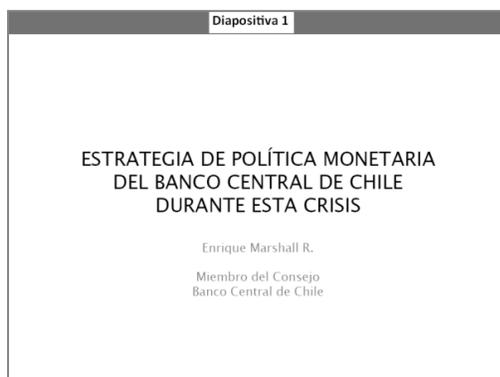
Enrique Marshall

Miembro del Consejo

Banco Central de Chile

Muy buenas tardes a todos. Quiero partir agradeciendo la invitación del Banco Central de Bolivia y particularmente a su Presidente, mi amigo Gabriel Loza.

Voy a compartir con ustedes algunas reflexiones sobre la estrategia de política monetaria aplicada por el Banco Central de Chile durante esta crisis. La crisis económica y financiera que hemos enfrentado en estos años se ha sentido con intensidad en todas nuestras economías prácticamente sin excepción. La economía chilena como la mayoría de las latinoamericanas contaba con sólidos fundamentos al inicio de esta crisis, lo que permitió adoptar acciones de políticas bastante desinhibidas e incluso inéditas. Estas acciones en el caso concreto de Chile han evolucionado en el tiempo respondiendo al desarrollo de la crisis y sus implicancias para la economía interna, pero lo fundamental ha permanecido alineado con el marco de políticas vigentes.



Cuando surge la crisis, la política monetaria estaba en un ciclo moderado y gradual de alza de tasas de interés. A comienzos del 2008 las economías desarrolladas, particularmente Estados Unidos, habían visto resentido su crecimiento mientras los precios de las materias primas alcanzaban niveles extremadamente elevados. El dólar se depreciaba contra casi todas las monedas, el peso chileno no era la excepción. Se configuraba así un escenario externo con múltiples riesgos, la mayor parte de los cuales exhibían un sesgo negativo en cuanto a sus implicancias para el crecimiento y la inflación a nivel doméstico. En ese contexto y para fortalecer la posición de liquidez internacional de la economía chilena, el Banco Central anunció en abril del 2008 un programa de incremento de las reservas internacionales por 8 mil millones de dólares el que se implementaría en un lapso de 8 meses. Esta fue la primera intervención cambiaria desde el 2002 y la tercera desde que se adoptó la fluctuación cambiaria en 1999. Este programa considerado una acción de política excepcional no comprometía el esquema de metas de inflación

**Diapositiva 2**

**Programa de incremento de las reservas internacionales**

- Este programa, considerado una acción de política excepcional, no comprometía el esquema de meta de inflación ni la flotación cambiaria.
- La decisión de intervenir fue preanunciada con detalles con el objeto de asegurar una completa transparencia.
- Con ello se dejaba en claro que no se perseguía un determinado valor o rango para el tipo de cambio.
- Se indicó, al mismo tiempo, que las compras de dólares se esterilizarían completamente, de acuerdo a un programa que estaba en línea con la política de emisión de deuda del BC.

**Diapositiva 3**

**Programa de incremento de las reservas internacionales**

- No se identificaba en ese momento un conflicto entre la política monetaria y la acumulación de reservas, pues se habían reducido las presiones inflacionarias y existía espacio para absorber una depreciación del peso sin amenazar la meta inflacionaria.
- Lo que se buscaba, en último término, era reforzar los pilares de la economía chilena para sobrellevar adecuadamente las turbulencias que se observaban en ese momento y la eventualidad de un deterioro adicional, severo y abrupto del entorno externo, como el que finalmente se produjo a fines de 2008.
- La acumulación de reservas reforzaba las sólidas posiciones que exhibía la economía chilena en materia fiscal, de balanza de pagos y de estabilidad financiera.

ni la fluctuación cambiaria. La decisión de intervenir fue preanunciada con detalles con el objeto de asegurar una completa transparencia.

A mediados del 2008 el panorama para la inflación mostraba un claro deterioro. Los precios de las materias primas habían subido hasta alcanzar máximos históricos. En ese contexto el Banco Central reaccionó con determinación incrementando la tasa de política monetaria en 200 puntos bases entre junio y septiembre. Además en su informe de septiembre, previo al colapso de Lehman, estimaba que en el escenario más probable serían necesarios nuevos aumentos en la tasa

de política monetaria. En el tercer trimestre del 2008 la crisis internacional se intensificó y el escenario internacional experimentó un serio deterioro. El impacto alcanzó esta vez con bastante severidad las economías emergentes prácticamente sin excepciones. En Chile, los mercados financieros se tensionaron, las tasas de interés en los mercados monetarios tanto en pesos como en dólares subieron significativamente reflejando una estrechez de la liquidez. (*Gráfico 1*). El peso chileno afectado hasta ese momento por fuerzas que tendían a fortalecerlo se depreció significativamente. El Banco Central reaccionó frente a este deterioro del escenario macro-financiero con un conjunto de acciones de políticas. (*Gráfico 2*). A fines de septiembre suspendió el programa

**Gráfico 1**

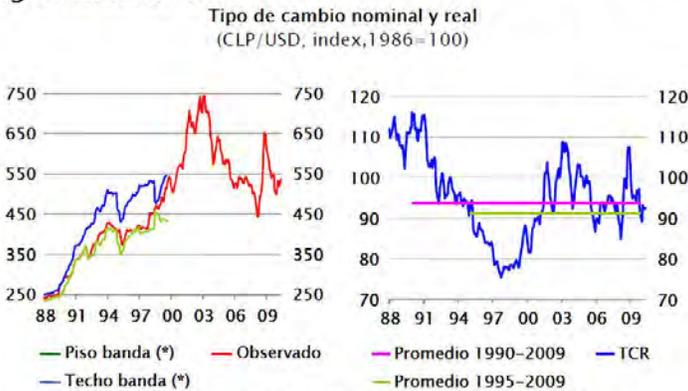
Las tasas de interés en los mercados monetarios (pesos y dólares) subieron significativamente reflejando una estrechez de la liquidez.



Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico 2**

El peso chileno, afectado hasta ese momento por fuerzas que tendían a fortalecerlo, se depreció significativamente.



(\*) La banda de flotación cambiaria operó hasta septiembre del 2009.  
Fuente: Banco Central de Chile.

de acumulación de reservas iniciado en abril. Durante la aplicación del programa se incrementaron las reservas en 5.750 millones con lo cual se logró completar el 70% de la meta que se había anunciado inicialmente. Pero como ello no era suficiente para

mitigar las tensiones, el Banco Central dispuso un programa de inyección de liquidez en dólares mediante operaciones de compras *swap* de divisas. Estas operaciones tuvieron

**Diapositiva 4**

**Deterioro del panorama inflacionario interno**

- A mediados del 2008, el panorama para la inflación mostraba un claro deterioro. Los precios de las materias primas habían subido hasta alcanzar máximos históricos.
- El desarrollo de la crisis financiera internacional había elevado de manera significativa los riesgos e incertidumbre de la economía mundial, así como su impacto sobre la inflación y el crecimiento a nivel global e interno.
- La inflación doméstica superaba el 9% anual, varios puntos porcentuales por sobre la meta.
- Esta alta inflación era de origen externo, pero estaba acentuada por una creciente propagación hacia otros precios, mayor que la observada en otras economías.

**Diapositiva 5**

**Intensificación de la crisis global**

- En el tercer trimestre del 2008, la crisis internacional se intensificó y el escenario macroeconómico mundial experimentó un serio deterioro.
- Las perspectivas de crecimiento global mostraron una severa corrección a la baja y los precios de las materias primas colapsaron.
- El impacto alcanzó esta vez con severidad a las economías emergentes, prácticamente sin excepciones.
- En Chile, los mercados financieros (monetario, cambiario y bursátil) se tensionaron. Los bancos restringieron las condiciones crediticias, mientras las expectativas de empresarios y consumidores se deterioraron abruptamente.

inicialmente un plazo de 28 días pero luego se extendieron hasta 180 días. Para mitigar el impacto sobre la liquidez en pesos, el Banco Central ha abierto una ventanilla para operaciones *repos* a 28 días con una tasa igual a la tasa de política monetaria. Este es un concepto de tasa flotante. Al mismo tiempo la lista de instrumentos elegibles para estas

operaciones que eran bastante reducidas se amplió incluyendo los certificados de depósitos bancarios, que es un instrumento de alta presencia en el mercado monetario.

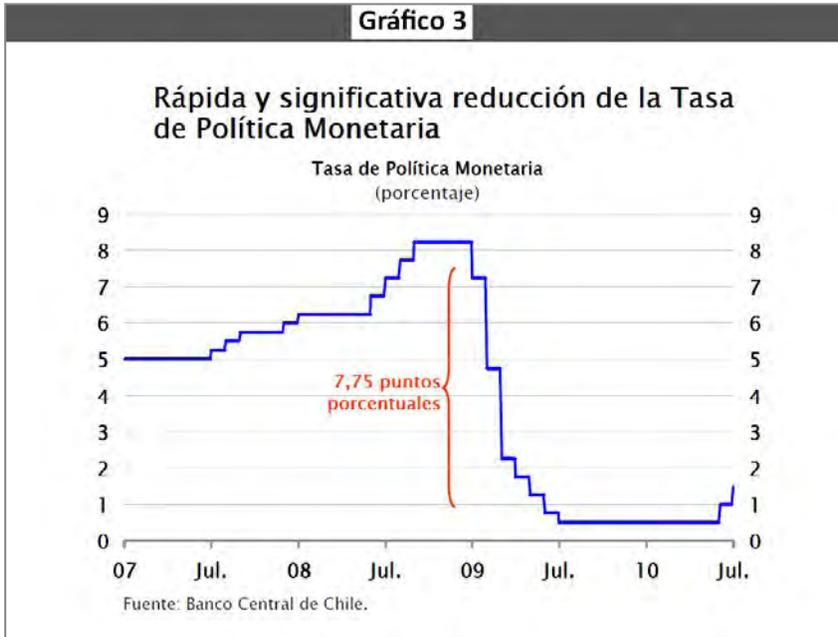
Estas dos facilidades que permanecieron abiertas hasta junio pasado contribuyeron a normalizar en forma relativamente rápida el funcionamiento de los mercados

**Diapositiva 6**

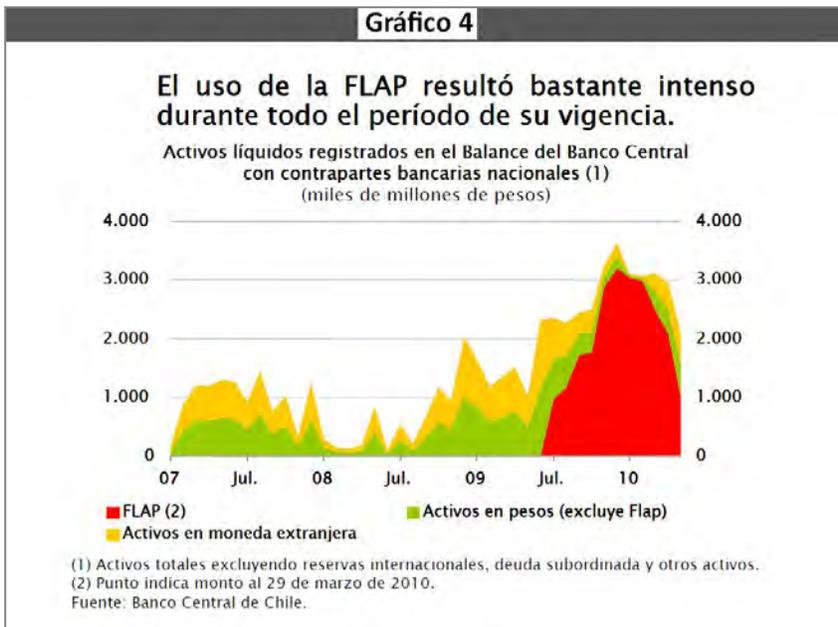
**Intensificación de la crisis global**

- El Banco Central reaccionó frente a este deterioro del escenario macro-financiero con un conjunto de acciones de política.
- A fines de septiembre suspendió el programa de acumulación de reservas iniciado en abril.
- Durante la aplicación del programa, el Banco Central incrementó sus reservas en US\$ 5.750 millones, con lo cual logró completar el 70% de la meta que se había anunciado inicialmente.

monetarios. Pero el nuevo escenario macroeconómico exigía también un cambio en la orientación de la política monetaria pasando de una tasa de 8,25% a comienzos de año a una tasa de 2,25% en marzo del 2009. Por su parte el gobierno anunció y puso en aplicación un paquete de estímulo fiscal por más de 4 mil millones ese mismo año. Así, tanto la política monetaria como la política fiscal, inyectaron estímulos para compensar y mitigar la sustancial caída de la demanda interna. En estas circunstancias la coordinación de acciones por parte de las autoridades resultaba clave para el logro de los objetivos perseguidos.



Enfrentada la evidencia de una drástica contracción de la demanda interna, una reducción significativa de las presiones inflacionarias y un aumento de los riesgos para el escenario global, el Banco estimó conveniente y necesario, continuar inyectando



estímulos monetarios. Por tanto, la tasa de política monetaria siguió bajando hasta alcanzar un mínimo histórico de 0,5% a julio del año pasado. (Gráfico 3). En ese momento el Banco anunció además que la tasa permanecería en dicho nivel por tiempo prolongado. En el gráfico se aprecia la evolución de la tasa de interés y se visualiza con claridad la drástica rebaja que se inicia a principios del año 2009.



Con el objeto de reforzar la política monetaria y particularmente la señal de que la tasa permanecería en su nivel mínimo de 0,5% por un tiempo prolongado, se adoptaron varias medidas complementarias. La principal fue establecer una facilidad de liquidez que denominamos FLAP, Facilidad de

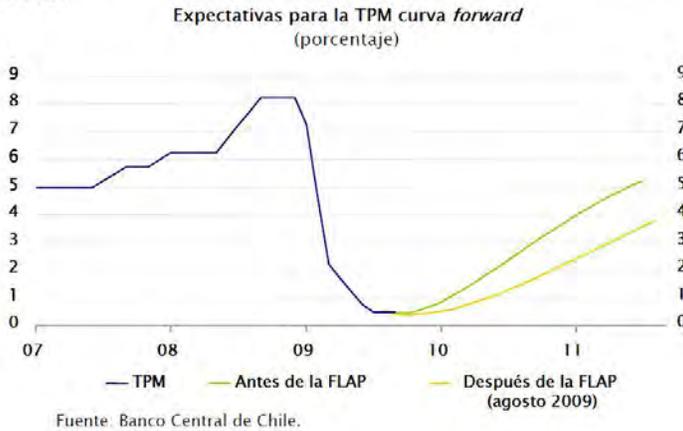
**Diapositiva 7**

**Medidas complementarias**

- Para guardar coherencia con lo anterior, el BC ajustó el plan de emisiones de pagarés a plazos menores a un año.
- Por la misma razón, suspendió, por todo lo que restaba del 2009, la emisión de títulos de deuda a plazos iguales o superiores a un año.

**Gráfico 6**

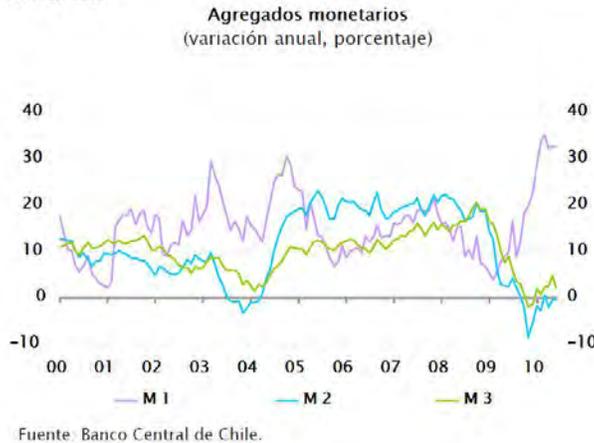
En todo caso, el efecto buscado se logró: la curva de expectativas para la tasa de política efectivamente redujo significativamente su pendiente en el tramo corto.



Liquidez a Plazo, que contemplaba operaciones de 90 y 180 días, con una tasa de interés fija igual a la tasa de política monetaria, esto es 0,5%. Es decir el Banco se comprometía a otorgar liquidez a esa tasa para reforzar su compromiso de política

**Gráfico 7**

Los agregados monetarios también se expandieron, acorde con la posición adoptada por la política monetaria.

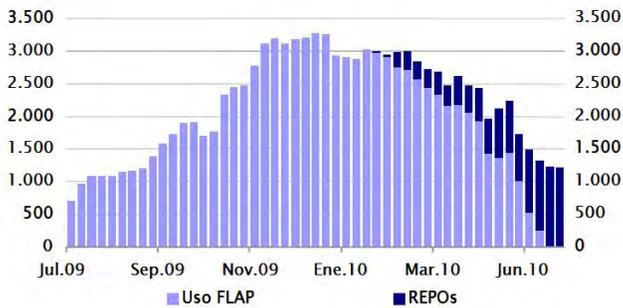


monetaria. La señal que había entregado en el sentido de que la tasa permanecería en ese nivel por varios trimestres con el uso de esta facilidad, resultó bastante intenso durante todo el periodo de su vigencia. En el gráfico (*Gráfico 4*), la zona que representa la Base Monetaria, muestra el uso que se hizo de esta facilidad por parte del sistema

**Gráfico 8**

**El retiro de la FLAP fue ordenado y coincidió con el uso de fuentes alternativas de liquidez.**

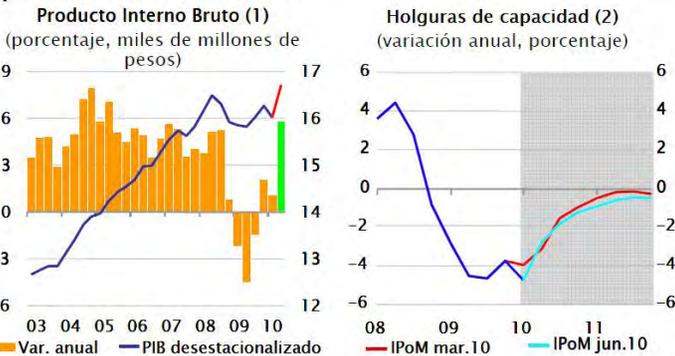
Uso de la FLAP y REPOs  
(miles de millones de pesos)



Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico 9**

**La actividad, más allá de los efectos transitorios del reciente terremoto, muestra una clara recuperación, que conducirá a un cierre de las de holguras de capacidad hacia el 2011.**



(1) El segundo trimestre del 2010 corresponde al promedio de los Imacec publicados de abril y mayo y a la estimación de junio de la Encuesta de Expectativas Económicas de julio del 2010. (2) El área gris, a partir del segundo trimestre del 2010, corresponde a la proyección.  
Fuente: Banco Central de Chile.

bancario. Como resultado de ello el balance del Banco Central se expandió pero lo hizo en términos más bien moderados. (Gráfico 5). En todo caso el efecto buscado se logró. La curva de expectativa para la tasa de política monetaria efectivamente se redujo significativamente, disminuyendo su pendiente en el tramo más corto. (Gráfico 6).

**Diapositiva 8**

**Retiro de la Facilidad de Liquidez a Plazo**

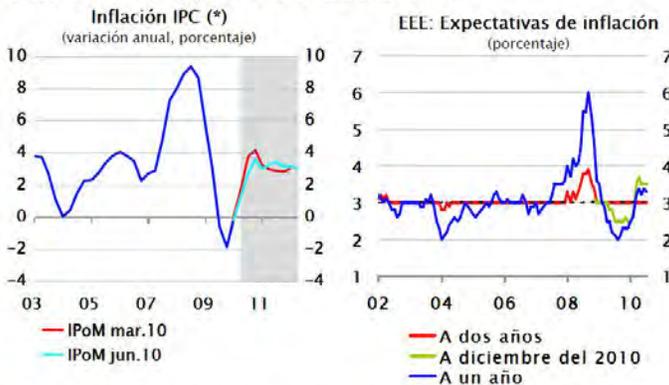
- A fines del 2009, el Consejo anunció el retiro programado y gradual de las medidas complementarias y, en particular, de la FLAP.
- Se informó que se reduciría cada mes el plazo máximo de las operaciones en 30 días hasta la completa eliminación del acceso en el transcurso de un período de 6 meses, lo que concluyó en junio pasado.
- La gradualidad buscaba minimizar eventuales efectos adversos o costos de ajuste.
- Este anuncio no alteraba las señales entregadas previamente respecto de la trayectoria de la TPM durante el primer semestre de este año, pero contribuía a preparar el retorno al formato habitual de política monetaria, que supone fijar una tasa para operaciones de cortísimo plazo sin adquirir compromisos para plazos más largos.

Los agregados monetarios también se expandieron acorde con la posición adoptada por la política monetaria como lo muestra el gráfico. (Gráfico 7). A fines del año pasado el Consejo del Banco, el Directorio del Banco anunció el retiro programado y gradual de las medidas complementarias y en particular de

la FLAP. (Gráfico 8). Este anuncio no alteraba las señales entregadas previamente respecto de la trayectoria de la tasa de interés durante el primer semestre de este año pero contribuía a preparar el terreno para retornar a un formato habitual de política

**Gráfico 10**

**El panorama en materia de inflación, determinado principalmente por la trayectoria de la actividad, apunta a una convergencia a la meta en el mediano plazo y es coherente con expectativas de mercado.**



(\*) El área gris, a partir del segundo trimestre del 2010, corresponde a la proyección. Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

monetaria y que supone fijar una tasa para operaciones de cortísimo plazo sin adquirir compromisos para plazos más largos, que se podían justificar en ese momento dadas las circunstancias extraordinarias que se enfrentaban. El retiro de esta facilidad de la FLAP fue ordenado y coincidió con el uso de fuentes alternativas de liquidez, como son los *repos* que usa normalmente el Banco a plazos normales, cortos, menores a siete días.

¿Dónde estamos hoy día? La economía chilena ha mantenido una senda de recuperación en el último año apoyada por el impulso de las políticas macroeconómicas y particularmente por la política monetaria. La actividad más allá de los efectos bastante transitorios del reciente terremoto que nos

afectó, muestra una clara recuperación que conducirá, de acuerdo a las proyecciones con que contamos, a un cierre de las holguras de capacidad durante el año 2011. (Gráfico 9).

El panorama en materia de inflación **d e t e r m i n a d o** principalmente por la trayectoria de la actividad apunta a una convergencia a la meta, que es de 3% en el mediano plazo y es coherente con las expectativas que mantiene el mercado. (Gráfico 10). Teniendo en cuenta estos antecedentes, el Banco decidió

Diapositiva 9

### El actual escenario macro

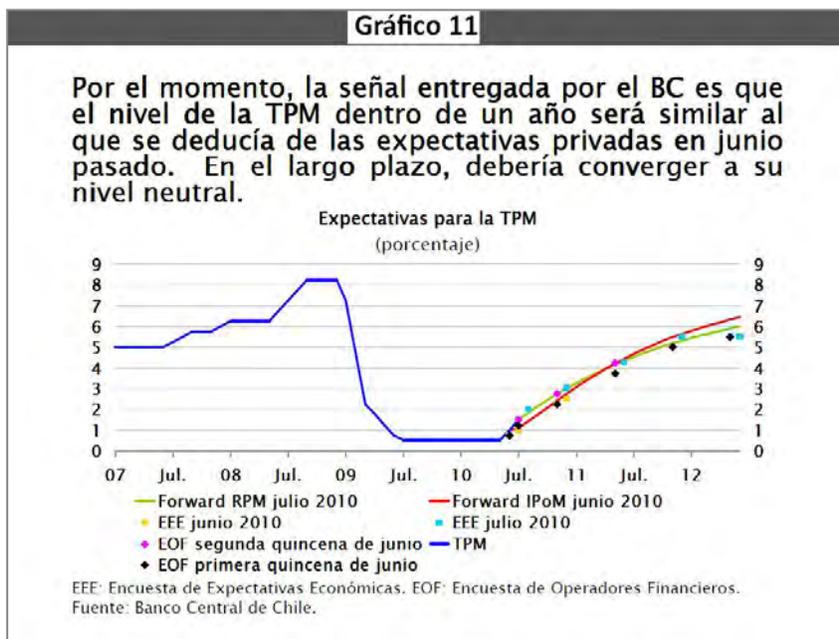
- La economía chilena ha mantenido una senda de recuperación en el último año, apoyada por el impulso de las políticas macroeconómicas y, particularmente, por la política monetaria.
- Las proyecciones del BC sugieren que la economía crecerá entre 4,0 y 5,0% en 2010, con una tasa que promediará cerca de 6% en el segundo semestre del año.
- El terremoto tuvo efectos importantes, mayores que los previstos, en la actividad del primer trimestre, pero su recuperación también ha sido más rápida que la esperada.

Diapositiva 10

### El actual escenario macro

- La demanda muestra un dinamismo superior al previsto, en parte por los efectos inmediatos del terremoto, pero también por el estímulo ejercido por las condiciones macroeconómicas internas.
- La inflación seguirá una senda de convergencia a la meta en los próximos trimestres. Sin embargo, el cierre de las holguras de capacidad podría incubar presiones inflacionarias si la política monetaria no se ajusta preventivamente.
- Las tensiones observadas en los mercados financieros externos, si bien son un factor de riesgo que debe ser seguido con atención, no parecen modificar significativamente estas perspectivas internas.

recientemente iniciar el proceso de normalización de la política monetaria. Si bien la normalización, entendida en un sentido más amplio, ya se había iniciado con el retiro de las medidas no convencionales o extraordinarias, la tasa oficial todavía se mantenía en este nivel mínimo histórico de 0,5%.



En la reunión de junio, el Banco subió la tasa de interés en 50 puntos base, y en la reunión de este mes realizada el jueves pasado procedió a efectuar un nuevo aumento de la misma magnitud, con lo cual la tasa de política quedaba en estos momentos en 1,5% que sigue siendo, para todos los efectos, una tasa bastante expansiva. En todo caso el Banco ha señalado que el ritmo y la intensidad de la normalización dependerán tanto de las condiciones macroeconómicas internas como de la evolución del incierto escenario externo.

Por el momento la señal que ha entregado el Banco es que el nivel de la tasa de política monetaria dentro de un año será similar al que se deducía de las expectativas privadas en julio pasado, esto es una tasa levemente por debajo del 4% y levemente por sobre el 4%. (Gráfico 11).

Concluyo con algunas reflexiones finales. El marco general de políticas macroeconómicas y particularmente el régimen de políticas monetarias se mostró adecuado para enfrentar esta severa crisis global. La política monetaria exhibió capacidad de reacción y flexibilidad para mitigar los efectos adversos en el plano interno. Si bien el Banco adoptó medidas extraordinarias o no habituales, la conducción general se mantuvo

ajustada a las políticas y reglas preestablecidas. Ello ha sido fundamental para preservar la credibilidad y por tanto la efectividad de las políticas perseguidas. La flexibilidad a la cual aludía ha estado presente principalmente en la implementación de las acciones de política. Por ejemplo, cuando se consideró necesario revertir el curso de la política monetaria o bien cuando se estimó conveniente reforzar señales que se habían entregado con acciones extraordinarias. En periodos normales cuando la conducción del Banco Central sigue un curso predecible con ajustes más bien graduales, estos rasgos o atributos del esquema de política vigente pueden no ser bien apreciados, me refiero a esta flexibilidad, pero sí son valorados cuando se enfrentan crisis o cambios bruscos de escenario como ha ocurrido en el transcurso de estos últimos años. El balance del Banco Central y los agregados monetarios se han expandido en este periodo pero lo han hecho en forma más bien moderada, como señalé anteriormente, de manera que el retorno a niveles y/o a tasas de variación normales no plantea un serio desafío de política. La conducción de la política monetaria se ha visto enormemente facilitada por los sólidos fundamentos de la economía, en particular por la existencia de cuentas fiscales sanas, por un sistema bancario que puede exhibir una adecuada solvencia de gestión y por un mercado de capitales marcado por la presencia de importantes inversionistas institucionales que le confieren relativa estabilidad a los flujos financieros.

Como ocurre en la mayoría de las economías emergentes, la normalización de la política monetaria ya se ha iniciado respondiendo a la evolución de la economía interna. Pero la crisis global aun no concluye y persisten riesgos que deben ser monitoreados con atención. En todo caso como se ha comprobado en esta crisis el Banco Central, me refiero al caso de Chile, cuenta con los instrumentos necesarios para mitigar los efectos internos de una eventual intensificación de tensiones en los mercados financieros internacionales. Muchas gracias por su atención.



## Ponencia 3 - Mesa Redonda

### Situación actual, pronósticos y estrategias de salida

Myriam Quispe Agnoli

Banco de la Reserva Federal de Atlanta

Diapositiva 1

#### SITUACIÓN ACTUAL, PRONÓSTICOS Y ESTRATEGIAS DE SALIDA

En la presentación anterior les decía cómo es que la hoja de balance del Fed había aumentado ya sea en la parte de activos como en la parte de pasivos. Entonces las estrategias de salida en cuanto a política monetaria se plantean en torno a la pregunta “¿qué vamos a hacer con esos activos?”.

Esta es la parte referida a “Pronósticos y estrategias de salida”. Citando al Presidente del Directorio, Dr. Bernanke, él ha mencionado dos puntos: “La

*secuencia y la combinación de los instrumentos de política monetaria que la Reserva Federal utilice para salir de la presente crisis dependerá de lo que suceda en la economía y en los mercados financieros. Actualmente no anticipo que la Reserva Federal venda cualquiera de los activos que tiene”.* Así que el Fed no va a vender ningún activo en

el corto plazo a menos que la política restrictiva se libere y la economía se encuentre en camino a una recuperación sostenida.

Diapositiva 2

#### Estrategias de Salida de acuerdo al Presidente del Directorio Bernanke

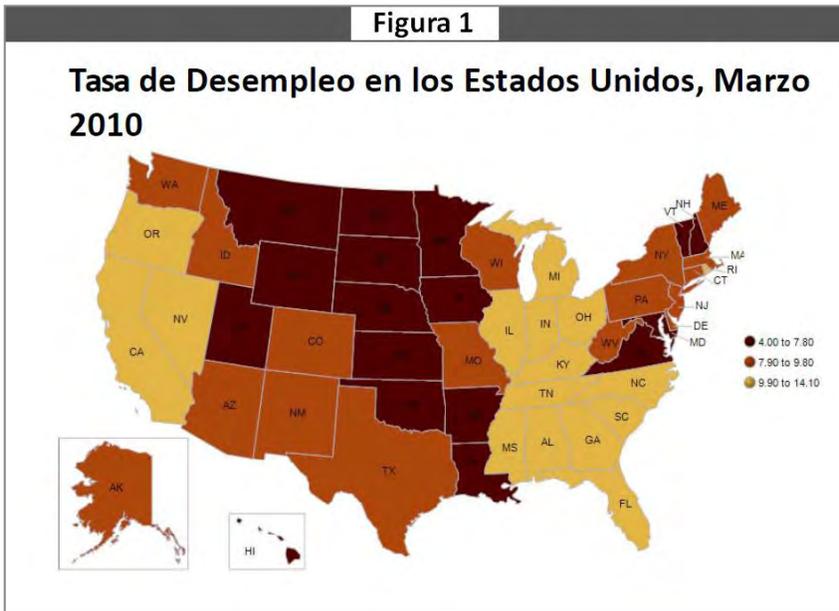
- “La secuencia y la combinación de los instrumentos de política monetaria que la Reserva Federal utilice para salir de la presente crisis **dependerá de lo que suceda en la economía y en los mercados financieros.**”
- “Actualmente no anticipo que la Reserva Federal venda cualquiera de los activos que tiene, en el corto plazo, al menos hasta que la política restrictiva se libere y la economía se encuentra en camino a una recuperación sostenida”

En cuanto a la situación actual les quería mencionar que uno de los grandes problemas que tiene ahora la economía son las elevadas tasas de desempleo. Si vemos al país, las tasas de desempleo

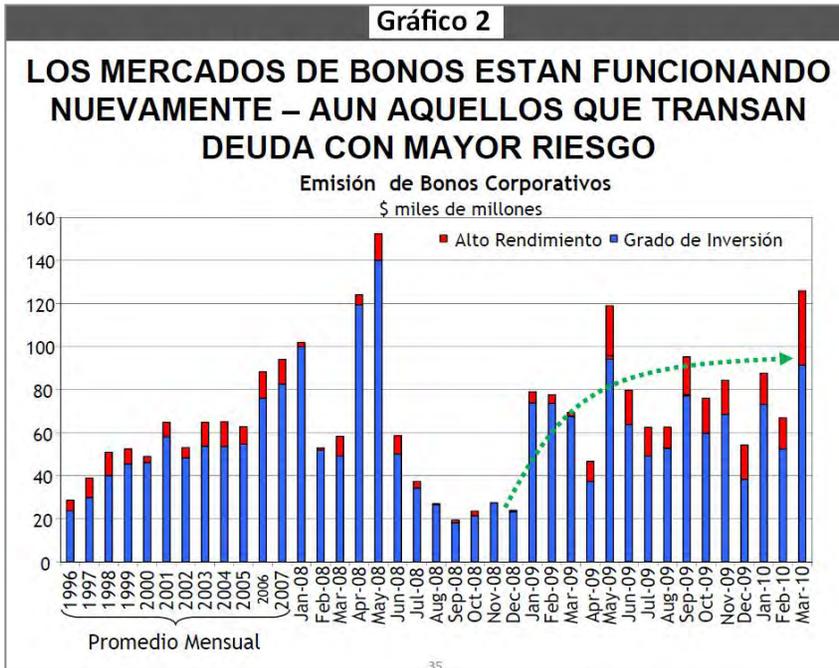
Source: Ben Bernanke, February 10, 2010

12

en las áreas que tienen el color más claro van de 10% a 14%, y son aquellas que también han sido afectadas por la burbuja inmobiliaria y los problemas que ha tenido Estados Unidos. (Figura 1).



En cuanto a la inflación, se tiene el Índice de Precios al Consumidor actual y el pronóstico. (Gráfico 1). El pronóstico está entre 1% y 3% de la inflación respecto al



próximo año, al 2011; sin embargo se ve que hay una banda en la que la inflación se encuentra en ese rango.

Un punto importante que les mencionaba es acerca de la falta de liquidez en los mercados y la presencia de incertidumbre. Podemos observar que los mercados de bonos están funcionando nuevamente aun a pesar de aquellos que tienen un mayor riesgo. En el gráfico (*Gráfico 2*) se muestran aquellos bonos que tienen alto rendimiento y por ende tienen más riesgo, y aquellos bonos que muestran un grado de inversión. Estamos viendo mercados de bonos, mercados de deuda que están funcionando.

Con respecto al Producto Interno Bruto, se tienen los pronósticos del PIB de acuerdo a *Blue Chip*. (*Gráfico 3*). Son cambios porcentuales de las tasas trimestrales anualizadas,

**Tabla 1**

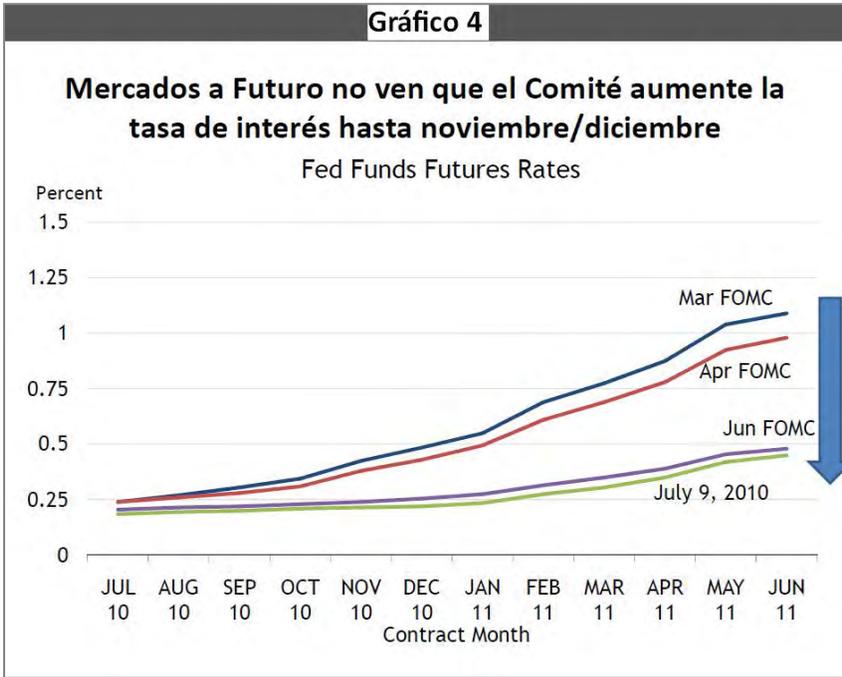
**Pero...el sistema continúa preparando sus políticas anticipando una necesidad de “salir” de la política actual**

	Instrumento	Impacto en las reservas	Impacto en las Cuentas de Balance	Estado Actual
Esto es el regreso a la política normal y no representa una política restrictiva	Ventana de Descuento	--	--	Aumento el spread por 25 bps, disminuyo el plazo a overnight
	Facilidades de liquidez	--	--	TALF es la última que esta abierta. Mayoría cerró en Febrero y la última (TAF) en Marzo.
Estos son instrumentos para salir de una política expansiva	Interes a Reservas	--	--	Lista para ser implementada. Tasa podría llegar a ser la meta para operaciones. Disponible para deuda del tesoro y de agencia. Para deuda con soporte de hipotecas en desarrollo.
	Reverse Repos	Cae	Ninguno	En desarrollo. Planes para examinar remates el próximo año.
	Depósitos a Plazo	Cae	Ninguno	No se anticipa en el corto plazo.
	Venta de Activos	Cae	Disminuye	Esta es una estrategia pasiva .
	Maduración de Activos	Cae	Disminuye	

37

y a partir del tercer trimestre del 2010 lo que se está viendo es que se espera un crecimiento del 2% a 3%. También se muestra el modelo de proyección estadística a través de un BVAR, y como se observa se produce una caída y nuevamente se recupera. Esta proyección es de Consensus. Y lo que estamos esperando es que la historia no se repita, que este ciclo no se repita, sino que sea bastante estable.

Con respecto a las estrategias de salida tenemos las dos estrategias de uso común que son la ventana de descuentos y las facilidades de liquidez. Se está tratando



que las facilidades de liquidez vayan desapareciendo. La ventana de descuento ha aumentado el *spread* por 25 puntos base disminuyendo el plazo a *overnight*.

Otras estrategias de salida están en la parte inferior de la tabla. (Tabla 1). Se indican los instrumentos para salir de una política monetaria expansiva (primera columna de la Tabla 1), cuál sería el efecto en las reservas (segunda columna de la Tabla 1) y cuál sería el efecto en las cuentas de balance (tercera columna de la Tabla 1). Entre los instrumentos de salida se tienen los intereses a reservas, - una política vista como la más probable-, sin embargo no tienen ningún efecto en las reservas ni en la hoja de balance. También se cuenta con los *reverse repos*, un instrumento disponible para la deuda del Tesoro y de agencias pero con respecto a aquella deuda con apoyo de hipotecas está todavía desarrollándose, se está analizando. Impactaría disminuyendo las reservas, sin embargo no habría impacto en el balance. Depósitos a plazo es algo que estamos desarrollando y examinando las posibilidades de remates. Y por supuesto la venta de activos que era lo que les mencionaba acerca del Dr. Bernanke, que es algo que sí disminuiría las cuentas de balance pero no se anticipa en el corto plazo. Finalmente la última política que no es una política activa, es la maduración de activos. Dejar que los activos maduren y que terminen. Ello haría caer las reservas y disminuiría la balanza, pero es una estrategia completamente pasiva.

Esas son las políticas que se están manejando hoy en día en la Reserva Federal.

¿Y qué es lo que se está esperando que pase con la tasa de interés de política monetaria? Lo que se está pensando es, -de acuerdo a los mercados de futuro-, que el Comité va a aumentar la tasa de interés pero recién a finales de este año. (*Gráfico 4*). Muchísimas gracias.

## **Ponencia 4 - Mesa Redonda**

**Alberto Torres**

**Banco de México**

Nos pidieron que para esta mesa redonda intentáramos preparar una intervención alrededor de las acciones de política fiscal y monetaria que se habían tomado durante la crisis y las estrategias de salida al respecto.

Teniendo esto en cuenta déjenme tratar de transmitirles cuál es el mensaje central de esta intervención y es que para lograr crecimiento económico sostenido básicamente lo que tenemos que hacer es tomar las acciones necesarias para incrementar la productividad. Una herramienta muy importante para lograr eso es la política macro. La política macro puede contribuir, -obviamente sabemos que no es la única, no es un sustituto de otros aspectos de política micro y toda esta discusión reciente de reformas estructurales en nuestras economías-, pero para que la política macro pueda dar todo lo que puede dar en su contribución al crecimiento económico sostenido se necesita un elemento básico: congruencia entre los diferentes elementos de la política macro, fiscal, monetaria, cambiaria, política de deuda pública, etc.

El segundo punto que nos comentaron era que tratáramos de transmitir la experiencia de nuestros países o de nuestras economías. Eventos como esta crisis permiten identificar las vulnerabilidades. Entonces quiero transmitirles cuál es la experiencia en México con lo que sucedió recientemente y cómo se han tomado acciones para fortalecer algunas de las vulnerabilidades que han sido evidentes en la economía mexicana.

Primero, uno o dos puntos muy breves sobre la crisis, con particular atención en cómo esto afectó a México. Segundo les comentaré las acciones principales en términos de política fiscal, monetaria, cambiaria y de deuda que se tomaron en México y la razón por la cual se fueron tomando, ya que se llevaron a cabo en términos de la postura macro en general. Y tercero algunas consideraciones finales.

Déjenme empezar entonces con esta primera parte acerca de qué significó esta crisis. Posiblemente todos en algún momento pensamos que nuestra situación es la más difícil. México enfrentó la tormenta perfecta. Ya Myriam mencionó que los elementos de la tormenta perfecta habían estado en Estados Unidos. Sin tener que usar el término en exclusividad, les quiero comentar por qué fue particularmente difícil este episodio para México. Primero no es sorpresa la liga comercial que hay con Estados Unidos, particularmente con el sector industrial de los Estados Unidos. Entonces Estados Unidos, siendo una sociedad que por muchos años consumió un nivel elevado de bienes de consumo duradero, cambió el escenario, y tuvieron que pasar por un proceso de apalancamiento. Significaba que iban a comprar menos de estos bienes

lo que era equivalente al 80% de las exportaciones mexicanas. Ese fue un choque muy fuerte a la demanda por las exportaciones de México, no únicamente un tema cíclico, que obviamente afectó de manera muy importante, sino también como voy a comentar más adelante, un tema de mediano y largo plazo. Segundo, teniendo muchos trabajadores mexicanos especializados en el sector de construcción de Estados Unidos, esto significó también una caída muy fuerte en las remesas para el país. El precio del petróleo como resultado de la desaceleración y de la recesión mundial sincronizada, tuvo una caída muy fuerte, y voy a comentar un poco más porque también eso fue muy importante para México. Y cuarto, condiciones financieras mucho más apretadas en los mercados internacionales.

En adición a todo esto en el segundo trimestre del año pasado, hubo un episodio de influenza que complicó al sector servicios. La combinación de estos elementos a lo que llevó fue (en el primer trimestre del año pasado habían dudas serias en los mercados, sobre la capacidad de la economía mexicana para atender sus necesidades de financiamiento), a una vulnerabilidad importante que venía desde sus orígenes, que es la dependencia de las finanzas públicas del petróleo.

¿Qué es lo que esto significó? Bueno esto implicaba que la respuesta de política macro tenía que cumplir tres características principales: número uno, tenía que ser económicamente viable, es decir, tener sentido común en términos de economía, en una dirección correcta; segundo, tenía que ser políticamente viable; y tercero tenía que ser de una magnitud tal que fuera suficiente para revertir este mal sentimiento que se estaba gestando en los mercados durante los primeros tres meses del año pasado.

En este sentido, las acciones tuvieron básicamente el ancla de las respuestas de la política macro; fue una consolidación fiscal en un contexto de un régimen de tipo de cambio flexible, con una política monetaria sensata en el entorno en el que estaba teniendo lugar estas cosas, y un sistema financiero que permaneció bien capitalizado durante la crisis. Estos son los elementos que permitieron dar la vuelta al problema.

Dos o tres comentarios sobre la parte fiscal. Hasta inicios del 2008 se percibía la postura fiscal relativamente sólida en México con una dependencia bastante clara sobre la parte de los ingresos petroleros. No obstante, en la medida en que la crisis empezaba -incluso en la medida en que fue más evidente la desaceleración económica tanto en Estados Unidos como en México-, el gobierno federal tomó algunas acciones de tipo contra-cíclico para incrementar el gasto público, acciones encaminadas a aumentar gasto en infraestructura, programas para dar garantías para mayor financiamiento a través de banca de desarrollo, u otros.

Sin embargo, hacia principios y mediados de 2009, comenzó a ser cada más evidente la caída en la actividad económica, sorprendiendo en magnitud tanto en la parte industrial de Estados Unidos como en la parte de México. Eso se complicó con el episodio de influenza y esto significó que se comenzó a abrir una brecha en la expectativa sobre el déficit fiscal en el sentido de tener que tomarse acciones. Entre esas acciones se utilizaron recursos no recurrentes de fondos de estabilización, los ingresos por coberturas de ventas de petróleo también se utilizaron, hubo una reducción importante en el gasto corriente del gobierno federal y esto permitió cerrar el año cumpliendo la regla de balance fiscal, tal como establece la ley. No obstante era evidente que el problema no era cíclico, que el problema era un problema más de fondo y de largo plazo. Entonces esto hacía necesario tomar medidas exactamente encaminadas hacia el largo plazo para fortalecer la posición fiscal. Y ¿qué fue lo que se hizo? A mediados del año pasado el gobierno federal propuso una reforma fiscal que incrementaba el impuesto al consumo y modificaba reglas de consolidación fiscal para grandes empresas. Son los dos elementos más importantes de la reforma. Adicionalmente a ello se realizaron cortes y reducciones en el gasto público en el presupuesto propuesto para el 2010. Siempre se dice que viendo hacia atrás todo el mundo tiene vista de 20-20. No obstante si uno ve lo que está en el fondo del problema del reciente episodio de volatilidad con las dudas recientes sobre sostenibilidad fiscal en los países del sur de Europa, uno podría pensar que tuvo un gran mérito, que salir de una recesión estando en la parte baja del ciclo como estaba México fue un gran avance, una medida de consolidación fiscal justo en un momento sumamente difícil y creo que ahora está pagando el haber tomado esas acciones a tiempo.

Dos comentarios breves y muy rápidos sobre la parte de política monetaria. La primera parte de 2008, los precios de los *commodities* todavía se iban al alza, había presiones de inflación en general en todos los países. El Banco Central subió 75 puntos base las tasas entre enero y julio. Posteriormente a medida que vino el episodio de Lehman hubo una sincronización de la disminución de la actividad económica prácticamente en todos los países, por lo cual se realizó un cambio en la postura monetaria en la medida en que un entorno de inflación a la baja y expectativas de inflación a la baja lo permitían. El Banco Central disminuyó las tasas de 8,25 hasta 4,5 durante el primer semestre de 2009.

Lo que ha pasado el 2010 es que hubo una expectativa de que la inflación iba a subir por el cambio en los impuestos al consumo. Lo que se esperaba más o menos se cumplió en los primeros meses: un aumento de una sola vez en el nivel de precios que afectaría a la inflación anual, la medición de la inflación anual durante 12 meses. No obstante recientemente el *slack (lentitud)* en la economía y la evolución favorable en términos de mayor estabilidad incluso luego de una ligera tendencia de depreciación en el tipo de cambio nominal, han favorecido el desempeño de la inflación y esto ha permitido, mayor tiempo en el que el Banco Central ha podido permanecer con las tasas de interés de corto plazo. En este sentido los participantes en el mercado, -y lo

que está en la curva de rendimientos implícitos-, han venido posponiendo la fecha en la que piensan que el Banco va a comenzar con el retiro del estímulo monetario.

Hubo un conjunto de medidas que están exactamente en la integración entre política fiscal y política monetaria que se tomaron durante la crisis y que fueron sumamente importantes. A lo mejor se podría decir que algunas de ellas fueron de tipo no convencional, o por lo menos no fueron usuales. Son medidas que están entre política fiscal y monetaria porque claramente son acciones que estuvieron relacionadas con bonos de deuda pública, con acciones que requieren recursos fiscales y con intervenciones del Banco Central: el Banco Central abrió una ventanilla de liquidez adicional para los bancos con requisitos colaterales menos exigentes con tasas de interés un poco más bajas que las que tenía tradicionalmente, hubo una recompra de bonos de largo plazo por parte del gobierno federal, modificó su calendario de colocación de deuda más hacia corto plazo y menos hacia largo plazo en los momentos en los que había poca liquidez en los mercados, hubo una recompra de bonos emitidos por el Fondo de Protección Bancaria (al ahorro) en México, -la percepción de riesgo de esos bonos aumentó muy fuerte después del episodio de Lehman, quedaron sin liquidez, entonces el Banco Central hizo una acción que la podríamos tal vez catalogar como del tipo *credit leasing*, una compra esterilizada de este tipo de bonos-, y otro elemento muy importante es que hubo recursos del gobierno federal a través de los bancos de desarrollo para fortalecer emisiones de deuda privada y dar garantías para la emisión de deuda privada.

Quiero comentar dos o tres puntos sobre la parte de la política cambiaria. Estos tal vez fueron un poco más publicitarios o tuvieron más difusión: la experiencia fue una depreciación sumamente fuerte y rápida en el tipo de cambio, porque los mercados financieros aun experimentaban condiciones financieras mucho más astringentes a partir de la quiebra de Lehman. México necesitaba la respuesta natural al choque que estaba recibiendo, con las características que menciono a un principio, particularmente de una economía como Estados Unidos, pensando que iba a consumir mucho menos de los productos que México exporta durante los siguientes años. Esto significaba una depreciación del tipo de cambio real. En el contexto de esta depreciación, se movió muy rápido el tipo de cambio nominal. Este movimiento cambiario llevó a pérdidas en algunas empresas privadas, algunas corporaciones porque realizaron operaciones bajo el nombre de cobertura, pero realmente resultaron simplemente apuestas que no estaban cubiertas. Eso generó pérdidas muy importantes en el mercado cambiario que provocó una pérdida de liquidez muy rápida por las llamadas al margen (*margin calls*) de este tipo de posiciones. Esto junto con la preocupación sobre la postura fiscal que ya comenté hace un momento, complicó mucho el funcionamiento y la liquidez para el mercado cambiario en México. En este contexto lo que sucedió fue que la Comisión de Cambios, que en México está integrada por tres miembros de la Junta de Gobierno del Banco de México y tres personas del Ministerio de Hacienda, tomó la decisión de instruir al Banco Central de intervenir para restaurar un funcionamiento ordenado

del mercado. Entre los mecanismos que usó el Banco, estuvieron subastas diarias de dólares con precio mínimo a un tipo de cambio 2% más depreciado que el del día previo, -este era principalmente un mecanismo para reducir volatilidad: subastas extraordinarias en días muy particulares donde la liquidez se vio afectada de manera muy importante-, y otro programa de subastas diarias anunciadas con suficiente tiempo por montos fijos. El propósito principal fue compensar el superávit que se esperaba para la cuenta de capital del sector público con el déficit que se percibía para el sector privado y realmente más o menos así es como funcionó. También se contrató la línea *swap* por 30 millones de dólares con Estados Unidos, de los cuáles solo se usaron prácticamente 3 millones. Y hubo otras medidas en 2009 que complementaron estas acciones. Una de ellas fue, que la Comisión de Cambios hizo dos veces en el año, una en marzo y otra vez, -que lo actualizó me parece en mayo-, sobre la Balanza de Pagos prevista para el año, en el que mostraba e ilustraba que no iba a haber realmente un problema para cubrir las necesidades de financiamiento externo en la economía durante el año. Ello coincidió con las acciones y los anuncios del G20 en marzo del año pasado en el sentido de que iban a canalizar recursos a las economías emergentes, lo cual produjo un cambio en el sentimiento de los mercados internacionales en marzo-abril. Asimismo en ese momento sucedió la contratación de la línea de crédito flexible con el Fondo (*Monetario Internacional*) por cerca de 47 millones de dólares. Todo este grupo de medidas reforzadas por el proceso de consolidación fiscal que ya mencioné, mejoraron y cambiaron el panorama para la economía mexicana. Ya hacia finales del año pasado, como resultado de lo que había sucedido y ante un argumento utilizado por las calificadoras de que el nivel de reservas internacionales era más bajo que el de otros países con niveles de desarrollo relativamente similares, México recibió una reducción de 1 grado en sus niveles de calificación de deuda soberana. Este es el panorama respecto de la política cambiaria.

Hay dos elementos adicionales que quiero comentar. Ya en este año en 2010 el Banco por instrucción de la Comisión de Cambios, comenzó un nuevo programa para acumular reservas: la venta de opciones para la venta de dólares al Banco Central. Es un programa que ya se había usado del 96 al 2001 y está en marcha desde febrero de este año.

De todos los mecanismos de intervención que mencioné hace un momento, el único que quedaba vigente a principios de este año era el de la venta condicional, subastas a un tipo de cambio 2% más depreciado para evitar episodios de volatilidad. Se canceló ese programa también a principios de este año. El único que está en curso o vigente, es el programa para acumular reservas.

Antes de terminar tengo dos o tres comentarios también sobre la parte de manejo de deuda pública. México, a marzo de este año, ya había tomado las acciones necesarias para cubrir todas sus necesidades de refinanciamiento durante el año. En ese sentido, el manejo de la deuda, tanto la externa como interna, que otra vez retomó el camino

para aumentar la duración y profundidad de este mercado, ha venido funcionando de manera importante. Esto permitió junto con la solidez de la postura macro, que la demanda por bonos mexicanos en pesos a tasa fija haya sido sumamente importante. Este año México ha entrado a ciertos índices o ciertas categorías que permiten que más inversionistas tengan acceso a estos bonos.

Un mensaje central es que: el elemento clave era tener una respuesta de política macro que fuera ordenada y coordinada y por un monto y magnitud suficiente, ¿para qué?, para cambiar el sentimiento, ¿por qué?, para lograr un acomodo de una depreciación del tipo de cambio de la manera más ordenada posible, ¿cómo?, con un movimiento del tipo de cambio nominal sin que esto se traspasara a un movimiento en inflación. La combinación adecuada, el *policy mix* correcto y más eficiente para el tipo de choque como el que recibió la economía mexicana era una consolidación fiscal, una contracción en la parte fiscal y un relajamiento en la parte monetaria.

El elemento más importante de la política macro, en mi opinión, es la congruencia entre todos los elementos de la parte macro, porque el ejemplo de México es uno de aquellos en los que la crisis ilustró algunas de sus vulnerabilidades. Se puede discutir el tema más micro y de reformas estructurales, pero algunas de las vulnerabilidades había que atender y se están atendiendo.

Como comentarios o recomendaciones generales diría que no hay un sustituto para finanzas públicas sanas; segundo, a pesar de que estén en un entorno macro estable con estabilidad de precios y finanzas públicas sanas, eso tampoco es un sustituto para tener una adecuada regulación del sistema financiero. Por muchos años tuvimos este tipo de entorno macro estable tanto en Estados Unidos como en nuestras economías pero en la parte de regulación financiera hubieron ciertas deficiencias. Y tercero, acerca del uso del balance del Banco Central, del poder que tiene esta herramienta del balance para atender muchos elementos de lo que sucedió en la crisis, simplemente aventaría una señal de alerta y de cuidado: se debe tener mucho cuidado en usar el balance del Banco Central en economías que no tienen la experiencia de tener la aceptación social acerca de que la mejor contribución a la política macro es un entorno estable, es decir, finanzas públicas sostenidas, sanas y que se perciben como sustentables; se debe tener mucho cuidado en usar los balances de los bancos centrales cuando no se tiene esta cultura y esta historia de estabilidad de precios. Y con esto termino.

## Ponencia 5 – Mesa Redonda

Jorge Estrella

### Banco Central de Reserva del Perú

Muchas gracias. En primer lugar quisiera agradecer la invitación al Banco Central, al Lic. Gabriel Loza Tellería por esta gentileza.

Y lo que quisiera contarles a todos ustedes es una historia de éxito en respuesta a la crisis más grande que ha tenido la economía después de la Gran Depresión del 29. Pero esta historia de éxito no se puede contar sin regresar 30 segundos a cambios institucionales importantes en cuanto a política fiscal y política monetaria.

El 99 en el Perú se aprobó la ley de regla fiscal que obligaba al sector público a no tener más allá de un déficit fiscal de 1% del PBI y en general la ley indicaba que debía haber por lo menos equilibrio fiscal. En el 2002 se aprobó también, por el lado monetario, el esquema de metas explícitas de inflación. Cambiamos nuestro esquema de hacer política monetaria, de metas de inflación, con el cambio de instrumentos monetarios, por el cambio de la tasa de interés de referencia. Ya antes, el 93 se le había dado autonomía al Banco Central y se había prohibido el crédito al sector público. Todo lo que se hizo el 93 fue justamente evitar o prohibir medidas que durante la década de los 80 generaron un proceso hiperinflacionario muy fuerte en el Perú. Es decir, se prohibió el crédito al sector público, se prohibieron tipos de cambio múltiples, se prohibieron créditos sectoriales a la banca, se prohibieron incluso tasas de interés diferenciadas. Entonces este arreglo institucional que gobernó la política económica del Perú, llevó a que tengamos instrumentos que nos han llevado a enfrentar la crisis de la mejor manera posible o con todos los *buffers* o colchones que podíamos tener para poder hacer una política monetaria y fiscal contra-cíclica.

¿Cómo nos encontró la crisis entonces? La crisis en septiembre del 2008 nos encontró con una tasa de crecimiento del producto que iba, durante los tres años anteriores, a un ritmo de 7%- 8%; con una inflación que iba creciendo relativamente por este aumento de los precios de los *commodities* y por el impacto del crecimiento en la actividad económica; con superávits fiscales importantes, -durante tres años el fisco ahorró alrededor del 2% del PBI, entonces tenía un colchón para poder hacer política contracíclica-; nos encontró con empresas sumamente saneadas, empresas que venían de crecer 8%, 10% durante tres años; con un sector financiero muy solvente muy poco comprometido con la deuda *subprime* o con los créditos *subprime* de Estados Unidos; y nos encontró con un Banco Central que había acumulado reservas internacionales por alrededor de 36 mil millones de dólares y estaba en un proceso de aumento de tasa de interés básicamente para contrarrestar este aumento de la inflación, -habíamos aumentado ya 200 puntos básicos-, la tasa de interés estaba en septiembre de 2008 en 6,50; recuerdo que aprobamos el

último aumento en la tasa la primera semana en septiembre de 2008, y en la segunda semana, el 15 quebró Lehman y como sucedió con el caso del Banco Central de Chile todos los futuros aumentos que teníamos previstos en la tasa, obviamente se olvidaron.

¿Cuáles fueron las políticas que implementamos? Quisiera comparar con los resultados que tuvimos al enfrentar la crisis del 98. Lo primero fue que nuestra política se basó en las tres eles. Y las tres eles ¿cuáles son?: Liquidez, liquidez y liquidez. Lo que teníamos que hacer en ese momento era proveer de liquidez a todo el sistema financiero tanto en moneda nacional como en moneda extranjera, y liquidez a mayores plazos. Y eso fue lo que hicimos: vender alrededor de 7 mil millones de dólares en el mercado *spot* y además vender obligaciones indexadas al dólar, certificados de depósito reajustables que era una venta futura de dólares por alrededor de 4 mil millones de dólares. En total vendimos como 11 mil millones de dólares de los 36 mil millones de dólares que teníamos acumulados de reserva. Fue una gran diferencia respecto a la crisis del 98, en la que no vendimos dólares. El 98 atacamos toda la crisis ya sea con un aumento de la tasa de interés o simplemente con la depreciación de la moneda, y teníamos en contra nuestra el saldo de reservas que era alrededor de 7 mil millones de dólares. El seguro de acumular reservas internacionales es un seguro caro pero paga, y a nosotros nos pagó muy bien. Esto no quiere decir que nos haya permitido una depreciación. El tipo de cambio en septiembre del 2008 recuerdo que estaba alrededor de 2,90 y después, cambió el entorno internacional alrededor de marzo del 2009, llegó a estar entre 3,25 y 3,28.

En relación a nuestras políticas lo primero que hicimos fue, durante todo el cuarto trimestre del 2008, proveer liquidez en moneda extranjera básicamente vendiendo dólares, proveer liquidez y reducir los encajes en moneda extranjera. Como ustedes saben, nuestra economía es una economía dolarizada, ahora tiene alrededor del 45% de los depósitos y créditos en dólares. A comienzos de los 2000, los créditos y depósitos en dólares estaban entre 70% y 75%. Parte de la acumulación de reservas internacionales que hemos tenido se debió básicamente a la desdolarización. Se pasó de 75% de dolarización a alrededor de 50% en el 2008 y todo eso consistió en que los agentes económicos se deshicieron de dólares y mandaron más soles. Algunos profesores de economía monetaria *old fashion*, decían “*está aumentando en una cantidad enorme la emisión monetaria en el Perú, se viene la hiperinflación*”. No. Sucedió que éramos una economía dolarizada, había la misma cantidad de dinero, solo que con un recambio en el portafolio de los agentes económicos. Entonces dimos además medidas excepcionales de liquidez en moneda nacional: proveímos liquidez en *repos* hasta un año a tasa de interés fija y proveímos liquidez en *swaps* con dólares. Había agentes económicos en Perú que no tenían colaterales en soles para poder acceder a liquidez pero sí tenían colaterales en dólares. Entonces aceptamos los dólares como colateral y les dimos un crédito a una tasa de interés igual a la tasa de referencia de ese momento. Bajamos la tasa de interés recién en febrero del 2009. Casi ningún país latinoamericano rebajó el cuarto trimestre. Recuerdo que Colombia fue el único que bajó 25 puntos básicos en diciembre, Chile bajo

en enero, y nosotros bajamos 25 puntos básicos en febrero y llegamos a bajar la tasa de 16,50% hasta 1,25%. Llegó a ser la segunda tasa de interés más baja después de la de Chile que estuvo en 0,5%. Entonces lo primero que hicimos fue proveer liquidez, asegurar que el mercado monetario funcione, asegurar que los mecanismos de transmisión de la política monetaria funcionen, y posteriormente ya cuando era eficaz la reducción de la tasa de interés de política, se hizo esto por alrededor de 6 meses. En los últimos meses se bajó como a 100 puntos básicos cada mes.

Se acompañó esta política monetaria coordinada con el Ministerio de Economía con un impulso fiscal sumamente importante. Se hizo un plan de estímulo fiscal de alrededor del 4% del PBI. Pasamos de tener un superávit de 2% del PBI en el 2008 a tener un déficit de 2% del PBI en el 2009, en parte por los estabilizadores automáticos, por un menor ingreso de 2% y en parte por una política de gasto expansiva del 2% del PBI. Y el 2010 se está terminando el plan de estímulo económico.

Esto es simplemente gracias a lo que se hizo en años anteriores. ¿Cuáles fueron los resultados de esta política? Los resultados fueron muy buenos. Se evitó con nuestra política el *credit crunch* (*contracción del crédito*). Tuvimos una experiencia muy mala en el 98 en el que prácticamente se paralizó el sistema de crédito y se paralizó el sistema de pagos y generó una caída del producto tremenda en el 99 y 2000 sobre todo. Esta vez no fue así. Esta vez solo hemos tenido dos trimestres de caída del producto en términos desestacionalizados y a partir del tercer trimestre del 2009 empezamos a recuperarnos. El cuarto trimestre nos recobramos bastante, llegando a tener en el año un crecimiento de alrededor de 0,9% del PBI, alrededor de 2 puntos más de lo que crecía el mundo. El Perú ha estado creciendo entre 2 y 3 puntos más de lo que crece el mundo, de una manera ordenada y con estabilidad macro en este año 2010. La inflación en el 2009 estuvo entre el rango meta del Banco: bajó de 6,25% en el 2008 a 1,25% en el 2009. En este año las perspectivas siguen siendo buenas. Hemos tenido un primer trimestre con un crecimiento de alrededor de 7% el segundo trimestre; con los datos preliminares debemos estar creciendo 9%, y deberemos estar cerrando el año con un crecimiento mayor al 7%.

En cuanto a la inflación tenemos una inflación proyectada entre 2,2% y 2,5% que está dentro del rango, meta el mismo que está centrado en 2% con un desvío de más menos 1%.

Estamos en un nivel de crecimiento con el que prácticamente durante este año estaríamos cerrando el *output* negativo que teníamos por este menor crecimiento respecto al potencial del 2009.

¿Y qué hemos estado haciendo? Lo primero fue que a mediados del 2009 ya no se estuvieron dando facilidades crediticias a los bancos que no fueran *swaps*, o que no fueran *repos* a largo plazo. A partir de mayo de este año hemos empezado a retirar

estímulos monetarios aumentando la tasa de interés de referencia 25 puntos básicos cada mes. Estamos ahora con una tasa de interés de 2%. Y además estamos aumentando las tasas de encaje.

Nosotros complementamos nuestra política monetaria de tasas de interés con aumentos de la tasa de encaje tanto en soles como en dólares. En dólares en parte para reducir la expansión de liquidez que pueda venir por influjo de capitales. Y ¿por qué? Porque los influjos de capitales están muy asociados con un *credit boom*. Hay diversos estudios, uno último del Fondo Monetario (*Internacional*), de Marco Terrones en el que justamente menciona que hay una correlación muy fuerte entre un *credit boom* y los influjos de capitales hacia la economía. Hay también una lógica de mantener la estabilidad monetaria vía aumentos de las tasas de encaje. La tasa de encaje como respuesta a la crisis la redujimos. La tasa de encaje marginal en moneda extranjera la redujimos de 49% a 30%, y se han lanzado dos medidas de aumento de tasa de encaje en moneda extranjera que la han elevado del 30% a 45%, las que recién van a regir a partir de agosto. Y en moneda nacional redujimos también, como medida contra la crisis, la tasa en moneda nacional de 9% a 6% y la marginal de 25% a 0%, y hemos empezado a aumentar la tasa de encaje en moneda nacional de 6% a 8% y la marginal la hemos dispuesto en 12%.

Entonces estamos retomando unas medidas no convencionales de política monetaria, ¿por qué?, porque es fácil hacer política monetaria cuando todas las políticas son coordinadas, cuando todo el mundo coordina su política y todos bajan la tasa de interés y todos hacen una política fiscal expansiva. Entonces no hay mayor problema. El problema empieza a surgir cuando algunas economías emergentes empiezan a ver que ya es necesario retirar el estímulo monetario. Nosotros seguimos, siguió Chile después. Y sabemos que la Euro Zona y Estados Unidos van a mantener una tasa de interés muy baja durante todo el 2011, probablemente durante buena parte del 2012. En consecuencia empiezan a haber estos diferenciales de tasas de interés que pueden generar influjo de capitales que podrían afectar una economía pequeña y de libre movilidad de capitales como la nuestra y con una dolarización alta.

Son estas políticas monetarias las que conforman el *policy-mix*.

¿Cómo tiene que enfrentar la economía en general un *exit strategy* (*estrategia de salida*)? Debiera empezar retirando el estímulo fiscal antes que retirar el estímulo monetario, y el estímulo monetario retirarlo complementando los aumentos de la tasa de interés de referencia con políticas no convencionales como las que les he mencionado. El retiro del estímulo fiscal sin embargo, es mucho más complicado, no se puede hacer tan rápido como el retiro del estímulo monetario. Al respecto vamos a tener unos meses de fricción que se van a ir compensando, yo diría hacia el 2011. Vamos a estar ya con unas políticas claras de retiro de estímulo fiscal que complementen el esfuerzo del Banco Central para mantener un crecimiento sostenido de la economía y con una inflación dentro del rango meta. Muchas gracias.

## Ponencia 6 – Mesa Redonda

### Acciones de política monetaria en Venezuela ante la crisis financiera internacional

Roberto Perez

Banco Central de Venezuela

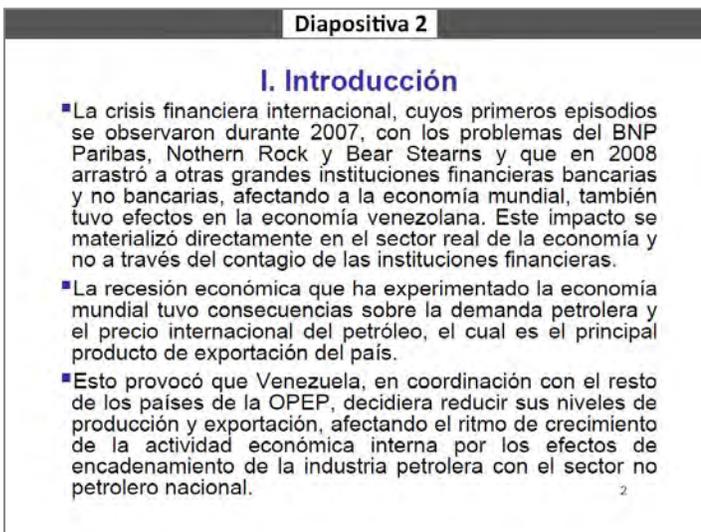


Bueno, antes que todo muchas gracias al Banco Central de Bolivia por la invitación que nos han hecho para participar en este evento.

A continuación les voy a hablar de forma sucinta cómo se ha comportado la política monetaria en Venezuela ante lo que pudieron haber sido los efectos de la crisis financiera internacional. Un punto importante es ¿cómo afecta para el caso venezolano esta crisis financiera? Y lo primero que debo explicarles es que

no tuvo un efecto directo sobre el sistema financiero venezolano, sino que los efectos de la crisis se vieron a través del flujo de comercio y del sector real de la economía. Cuando explotó la crisis financiera en el año 2008, comenzó a disminuir fuertemente el precio internacional de la cesta petrolera venezolana y eso llevó a que los países

miembros de la OPEP dentro de las cuales está Venezuela decidieran recortar las cuotas de producción y exportación. En Venezuela hay un efecto directo por los niveles de encadenamiento que tiene la industria petrolera con el resto de la economía. Cada vez que se reducen los niveles de producción ello tiene efectos negativos sobre los



**Diapositiva 3**

### **IV. Perspectivas**

- La naturaleza de los impactos de la crisis financiera internacional en Venezuela no fueron directamente sobre el sistema financiero nacional, sino sobre los ingresos externos que recibe la economía.
- Ante este panorama, el BCV decidió flexibilizar algunas variables bajo su control y facilitar el acceso a las operaciones de inyección de liquidez por parte del instituto.
- El BCV junto a las otras instituciones del Estado, siguen trabajando en forma coordinada para implementar medidas para superar la actual coyuntura económica.

14

niveles de producción agregada de la economía. Al inicio de la crisis financiera internacional la economía venezolana presentaba ciertas características que le facilitaron aislar a su sistema financiero de los efectos negativos de la misma. El primero, que fue muy importante, fue un grado de libertad que tuvo la economía nacional, y era que la

banca lucía bastante sólida, cumplía con todos los criterios de Basilea tanto I como II, -además en Venezuela hubo una crisis bancaria en el año 94 que fue bastante costosa-, y la parte de supervisión y de las normas prudenciales digamos ha sido bastante efectiva en cuanto al seguimiento del sistema bancario. Entonces, primero teníamos un sistema financiero que era sólido; en segundo lugar existía un control de la cuenta de capital y del régimen de administración de divisas.

Acá voy a hacer un paréntesis. Yo creo que están todos al tanto de que en Venezuela hay una situación política que está llevando al país hacia una modificación del funcionamiento

económico que tiene. En concreto ese cambio se está traduciendo en una mayor participación del sector público dentro del aparato productivo nacional. Eso es bastante diferente a lo que ha estado ocurriendo en la mayoría de los países de la región y hace que la dinámica económica internacional afecte en forma diferente a Venezuela.

**Diapositiva 4**

### **Acciones de política monetaria en Venezuela ante la crisis financiera internacional**

**19 de Julio 2010**

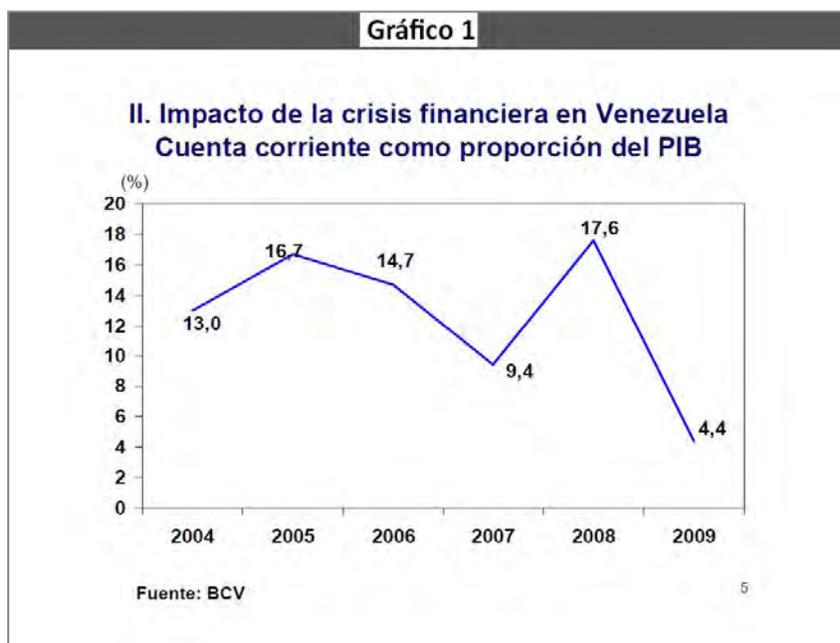
Otra de las razones por las cuales Venezuela se aisló, por lo menos el sistema financiero estuvo aislado de los efectos de la crisis internacional, fue que a principios del año 2007 previo al inicio de la crisis internacional, la Superintendencia de Bancos había solicitado a la banca desincorporar activos financieros estructurados por la banca de inversión foránea como una medida de apoyo al control en la cuenta de capital que estaba vigente. En realidad no fue tanto previniendo la crisis que venía sino más que todo una medida de apoyo al sistema de administración de divisas que fue solicitada a los bancos que eliminaran o que cancelaran sus notas estructuradas, y que al final resultó ser una medida positiva desde el punto de vista de la solidez del sistema financiero porque habían varias notas estructuradas de bancos que después cayeron con la crisis, particularmente con el caso de Lehman Brothers.

Otra característica es la poca integración a los mercados financieros internacionales.

Desde el punto de vista fiscal, en el momento del inicio de la crisis había un bajo nivel de deuda en relación al Producto Interno Bruto, y existían al igual que en el resto de los países de la región, unos niveles elevados de reservas internacionales.

Bien, entonces la crisis financiera global impactó con fuerza el mercado petrolero, con un desplome de la demanda petrolera mundial que llevó a los precios del petróleo a niveles no previstos al inicio de ese ejercicio. Me estoy refiriendo al 2008.

Las exportaciones petroleras en el caso venezolano, han representado, al menos en la última década, el 86% del total de las exportaciones petroleras. Por ello cuando en



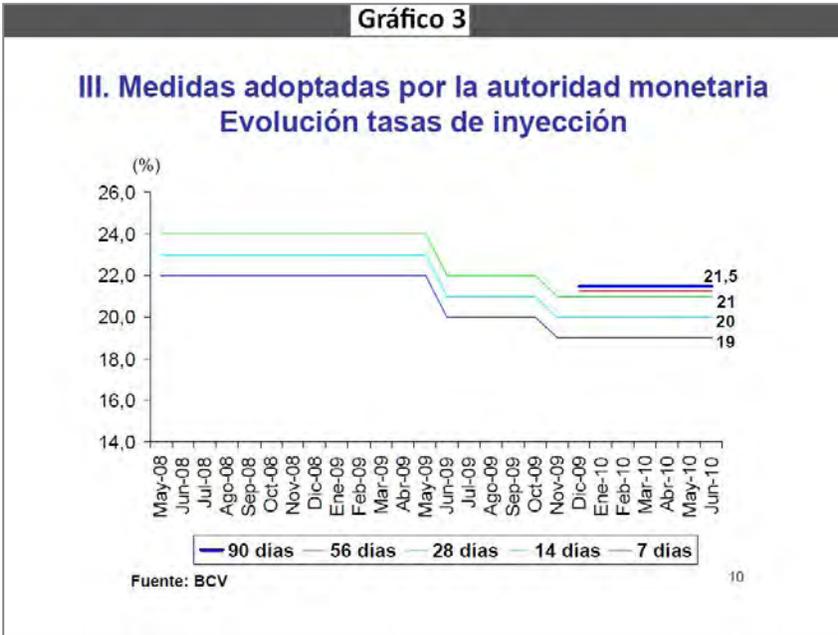
el año 2009 el precio promedio anual de la cesta venezolana se contrajo un 34%, la economía nacional se vio fuertemente afectada en el flujo de ingresos que recibía del extranjero. Esa fue la principal vía a través de la cual se sintieron las consecuencias de la crisis financiera internacional en la economía venezolana, desacelerando la demanda agregada interna y con ella la demanda de crédito. También eso explica el por qué los efectos de la crisis financiera internacional se sintieron más tarde en Venezuela, en comparación al resto de los países del área latinoamericana.

En el gráfico (*Gráfico 1*) se puede ver la medición de la cuenta corriente como proporción del Producto Interno Bruto, y cómo es que pasamos el año 2008 de una cuenta corriente superavitaria de 17,6% del PIB a, 4,4% en el 2009. (*Véase Apéndice*).

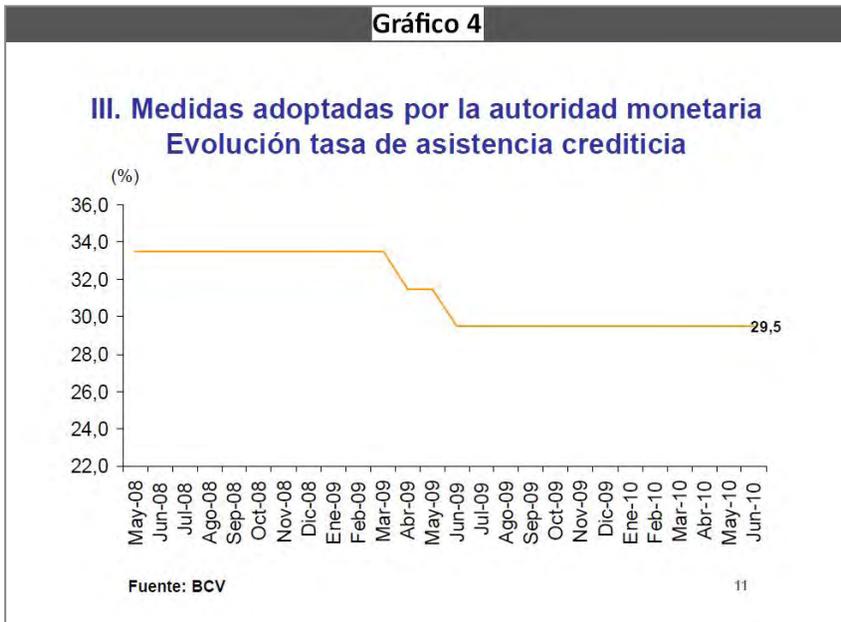
Lo que sí ha sido bastante malo en el caso venezolano a diferencia del resto de los países de la región es la evolución de la tasa de inflación. Hemos mantenido tasas de dos dígitos, alrededor del 30%, y han estado disminuyendo en el 2009, básicamente explicado por la desaceleración de la demanda agregada interna. Esta tasa de inflación interna evidentemente revela algunos desequilibrios internos que tienen que ser resueltos próximamente en el marco de todas las estrategias que se están tomando para solventar los efectos negativos en el caso venezolano. (*Gráfico 2*).



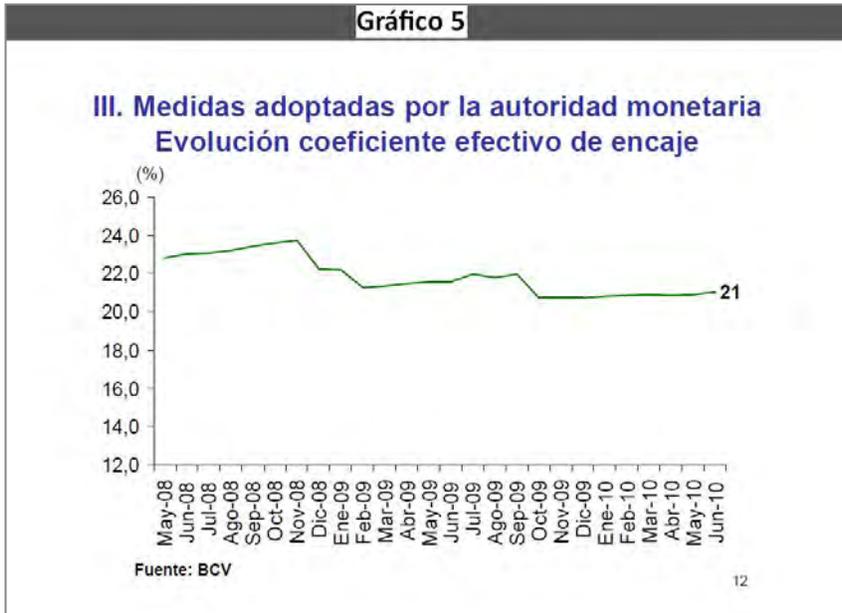
Desde el punto de vista de la autoridad monetaria, el Banco Central tomó una estrategia contracíclica. En realidad la política fiscal en Venezuela ha sido bastante expansiva en los últimos años como les estaba comentando. Y a pesar de ser expansiva había logrado mantener niveles de superávit cercanos a cero.



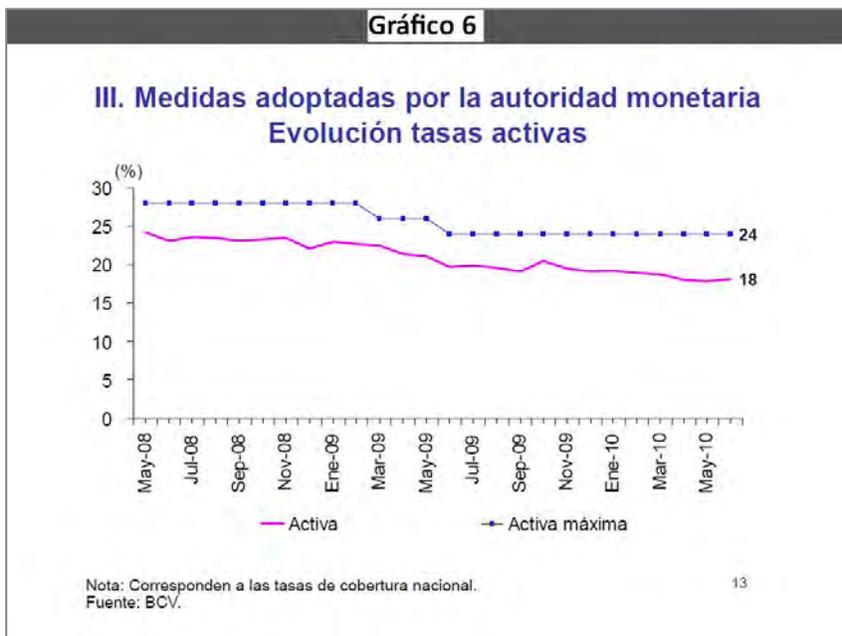
Coincidió que en el año 2007 y 2008 había una política de nacionalización de empresas que estaba llevando a cabo el Estado, que de alguna forma terminó impactando posteriormente en las cuentas fiscales porque esos ahorros fiscales se utilizaron para comprar estas empresas.



Las medidas que adoptó el Banco Central en torno al sistema financiero para mantener su sostenibilidad son las medidas ortodoxas que tomamos en la mayoría de los países: reducción de las tasas de inyección para el sistema financiero, reducción de la tasa de interés que se le cobra a los bancos del sistema financiero cada vez que solicitan



12



13

asistencia crediticia al Banco Central. Se redujo el coeficiente de encaje legal y una reducción administrativa de las tasas de interés activas en el mercado. Además se facilitaron y emplearon los mecanismos a través de los cuales se pudieron otorgar reportos, anticipos, descuentos y redescuentos, como una medida alterna para facilitar la inyección de liquidez en el sistema financiero. Se observa la evolución de las tasas de interés y que en el año 2009 se incorporaron un par de nuevos plazos para las operaciones de inyección. (*Gráfico 3*).

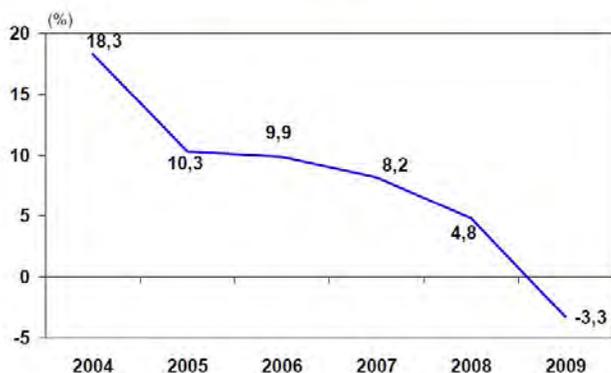
La tasa de asistencia crediticia también se mantuvo con tendencia descendente, así como el coeficiente efectivo de encaje legal. (*Gráfico 4*). Hablamos del coeficiente efectivo de encaje legal porque tenemos un coeficiente de encaje marginal y un coeficiente de encaje para la base de reservas: la sumatoria de ambas cantidades nos da la tasa, que como se puede ver, ha venido disminuyendo desde el 2008. (*Gráfico 5*). Igualmente se ha estado tratando de mantener a la baja las tasas de interés activas. (*Gráfico 6*).

Y bien, ya para puntualizar los mensajes importantes para el caso venezolano, es que la crisis financiera internacional no tuvo efectos directos, al menos no parece que haya tenido efectos directos sobre el sistema financiero nacional, sino más bien fue sobre el sector real de la economía. En ese panorama la autoridad monetaria decidió flexibilizar algunas variables bajo su control y facilitó el acceso a las operaciones de liquidez por parte del instituto. Igualmente en aras de contribuir a disminuir la contracción económica que hoy en día experimenta la economía, se están coordinando acciones de política tanto monetaria como fiscal para precisamente superar esa coyuntura económica de forma tal que la política monetaria asuma una postura contracíclica al igual que la postura fiscal. Bueno, gracias.

## APÉNDICE. IMPACTO DE LA CRISIS EN EL PIB REAL Y EL DESEMPLEO

Gráfico A-1

### II. Impacto de la crisis financiera en Venezuela Variaciones PIB real

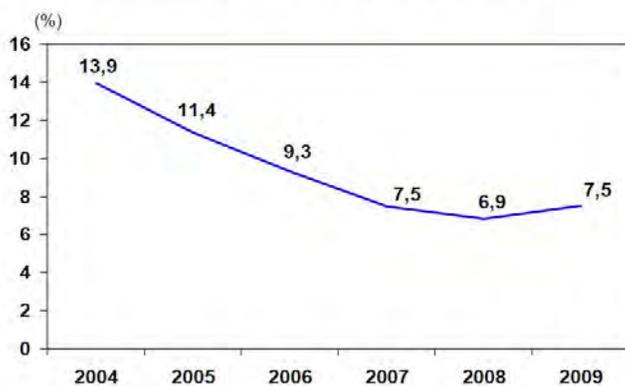


Fuente: BCV  
Año base 1997

6

Gráfico A-2

### II. Impacto de la crisis financiera en Venezuela Evolución de la tasa de desempleo



Fuente: BCV  
Año base 1997

7

## Palabras de clausura

**Gabriel Loza Tellería**

### **Presidente del Banco Central de Bolivia (periodo noviembre 2008 - noviembre 2010)**

Quiero agradecer realmente el esfuerzo que han hecho los representantes de los bancos centrales. Gracias por su presencia. Desde el norte hasta el sur han venido a Bolivia representantes de los organismos internacionales y de la academia también. Quiero agradecer al público que ha tenido esta paciencia. Es una jornada intensiva, más de ocho horas laborales.

Deseo resaltar la coordinación con las regiones de Santa Cruz, Cochabamba y El Alto, y con instituciones como la CAINCO (Cámara de Industria, Comercio, Servicios y Turismo de Santa Cruz), las universidades de Santa Cruz, Cochabamba y la Universidad Pública de El Alto. También quiero mencionar que este esfuerzo que hace el Banco Central es gracias al Directorio de forma tal de poder contar con recursos para tener una continuidad de cuatro años de estas jornadas.

Quisiera agradecer a los recursos humanos que han estado trabajando: esta todo el equipo de APEC, su Asesor Raúl Mendoza, que nos han apoyado desde hace dos meses en la organización y que se extenderá hasta dos meses después, porque tenemos que editar todas estas conclusiones que nos traen; a los recursos humanos de comunicaciones; a toda la parte de protocolo y organización interna para llevar a cabo la video conferencia múltiple y simultánea.

La conclusión de esta jornada es que cada país, cada experiencia es particular. Puede haber sincronización de las medidas de apoyo con liquidez con distinto tipo de instrumentos en el caso de los bancos centrales, pero los países tienen sus características propias y sus fundamentos económicos en los que se basan. Y la experiencia tal vez es ésta: la de compartir, sacar lecciones, cada uno sacará las mejores lecciones en cuanto a su ámbito, sobre todo ustedes, todos los asistentes que nos han acompañado. Muchas gracias. Un aplauso para todos.

Este libro se terminó de imprimir durante  
diciembre de 2012 en la Editorial Quatro  
Hnos., Calle Cuba N°1687 casi esquina  
Carrasco, 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