

## ESTABILIDAD MACROECONÓMICA Y CRECIMIENTO ECONÓMICO

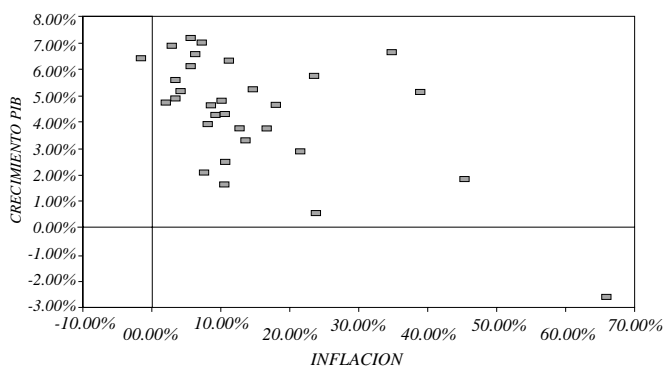
### 1. Crecimiento Económico e Inflación: Una Perspectiva de Largo Plazo

Por mandato de su Ley el objeto del Banco Central de Bolivia es procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional. Esta innovación de la Ley se dio porque con el tiempo se fue comprendiendo la importancia de la estabilidad de precios como la base firme que posibilita el crecimiento económico. Aunque existen estudios internacionales que no encuentran una relación negativa clara entre inflación y crecimiento por debajo del 8% de inflación anual, se confirma sin embargo una fuerte relación negativa con tasas más elevadas. Aún con inflación moderada de alrededor del 8%, nadie ha encontrado pruebas de una correlación positiva durante un periodo prolongado.

Un problema general es que la inflación crea incertidumbre en la economía haciendo difícil interpretar la información que proveen los precios cuando el conjunto de éstos cambia. Por otra parte, los cambios frecuentes que se observan en los precios relativos estimulan actividades especulativas, dificultan las decisiones de los agentes y generan una deficiente asignación de recursos, resultando eventualmente en menor crecimiento y mayor desempleo. Asimismo, una mayor inflación acorta el horizonte de planeación de los agentes económicos. La incertidumbre hace que las actividades de mediano y largo plazo, como es la inversión, sean postergadas y virtualmente desaparezcan, lo cual compromete seriamente las posibilidades de desarrollarse que tiene una sociedad.

En el caso de Bolivia, el gráfico 1 permite apreciar la relación negativa entre las tasas de inflación y los niveles de crecimiento. En la década del sesenta la economía creció a un promedio anual de 5,55% y se registró el promedio de inflación anual más bajo (5,8%) de la historia nacional.

**GRÁFICO N°1**  
**INFLACIÓN Y CRECIMIENTO ECONÓMICO**  
(1960-1996)



Nota: El gráfico no considera el periodo 1981-1985

Durante los años setenta el nivel promedio de la inflación anual se incrementó a 18,5% y el crecimiento anual promedio del producto se redujo a 4,98%, confirmando la relación entre estabilidad y crecimiento. Merece especial consideración el periodo 1981-1985. En él, Bolivia experimentó una de las más altas inflaciones de la historia de latinoamérica. Entre abril de 1984 y los primeros días de

septiembre de 1985, se vivió un proceso hiperinflacionario catalogado en el séptimo lugar hasta entonces. En este lapso de cinco años, la inflación alcanzó una tasa anual promedio de 2.199,6% y el producto cayó en 9,5%, las tasas de inversión disminuyeron continuamente para alcanzar en 1985 apenas 5,7% del PIB, la más baja de todos los tiempos.

El financiamiento con emisión de dinero de los persistentes y cada vez más agudos déficits fiscales, fue la semilla que desencadenó el proceso hiperinflacionario. A este hecho, debe añadirse el pesado servicio de la deuda (7,5% del PIB), y el mecanismo detonador de la indización de los salarios.

Luego de la aplicación de la Nueva Política Económica en agosto de 1985, se logró frenar la hiperinflación (ésta se redujo de una tasa anual de 8.170,5% en 1985 a 65,9% en 1986). Sin embargo, debido al ajuste de precios relativos y a las limitaciones del sector transable de la economía, el producto decreció en 2,6% en 1986. Durante los 10 años siguientes se lograron niveles mucho más bajos de inflación y la recuperación de la inversión, que han permitido lograr tasas positivas de crecimiento del PIB. En lo que va de los años noventa el producto ha crecido a un promedio anual superior al 4%; y la inflación ha sido de un solo dígito en los últimos 4 años, excepto en 1995 (12,58%).

### 2. Evolución de las Tasas de Inversión (1987-1996)

La incertidumbre que desalentaba a las empresas nacionales y aumentaba el riesgo país durante la hiperinflación condujo a la inversión a sus niveles más bajos en la historia de Bolivia. En cambio, la estabilidad macroeconómica de los últimos 11 años ha permitido un incremento paulatino de las tasas de inversión de la economía.

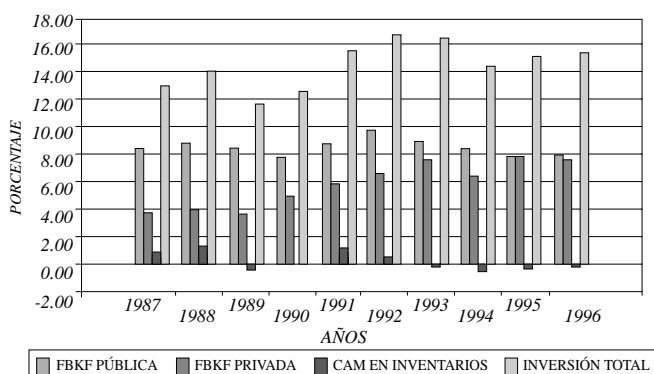
Entre 1987 y 1996 la inversión como porcentaje del PIB registró una tasa promedio de 14,5%, alcanzando un máximo de 16,7% en 1992. Es importante mencionar que en los últimos cuatro años el promedio ha sido ligeramente superior (15,4%). Dentro de la inversión total, la formación bruta de capital fijo (FBKF) creció de 12,2% en 1987 a 15,6% en 1996, llegando a su nivel más alto en 1993 (16,7%). Asimismo, se debe destacar que el cambio en inventarios ha sido negativo durante los últimos cuatro años (-0,3% en promedio), lo cual refleja la importante recuperación de la demanda agregada interna, contrariamente a lo que a veces algunos analistas sostienen.

El gráfico 2 permite apreciar que la inversión privada adquirió mayor importancia en los últimos años. En 1987 alcanzaba a 3,8% del PIB (30% del total), y en la última gestión se duplicó llegando a 7,7% (cerca al 50% del total invertido). El aumento de la inversión en los últimos años se relaciona estrechamente con el vigoroso ascenso de la inversión extranjera directa (IED), la que financió un tercio de la inversión bruta fija en 1995 y 1996.

Cabe señalar que la capitalización de las empresas públicas explica sólo una fracción de la favorable trayectoria de la IED, ya que buena parte de los recursos aportados por los socios estratégicos, especialmente en los sectores eléctricos, de telecomunicaciones e hidrocarburos, no se han materializado de inmediato, permaneciendo fuera del país en cuentas en fideicomiso. En paralelo, la representación de

inversión pública en el PIB se ha reducido paulatinamente desde 1992, año en el cual representó un 9,7% del PIB, hasta situarse en niveles similares a la inversión privada en 1996 (7,9%). La reducción de la inversión pública resulta de una política que ha buscado disminuir el efecto desplazamiento (“crowding out”) sobre la inversión privada en el sector productivo, focalizando los recursos públicos en el sector social, luego del proceso de privatización de las principales empresas públicas.

**GRÁFICO N° 2**  
**EVOLUCIÓN DE LAS TASAS DE INVERSIÓN**  
(Como Porcentaje del PIB)



Se espera para los próximos años un incremento sostenido de la inversión privada, especialmente de las empresas capitalizadas y de la inversión directa extranjera, debido a la estabilidad económica y política, y a las ventajas que ofrece actualmente nuestra legislación al inversionista extranjero. Se debe mencionar que solamente el gasoducto al Brasil requerirá una inversión de \$us. 460 millones en el lado boliviano, recursos que serán aportados en un mayor porcentaje por inversionistas privados. Esta inversión presentará en promedio un 1,8% del PIB en los próximos años. En suma, la recuperación de la inversión y del crecimiento, aun si éste no satisface todavía, ha acompañado a la caída en la tasa de inflación. La estabilidad macroeconómica ha sido una condición previa para esta recuperación.

### Inversión Privada y Tasas de Interés

Las tasas de interés del sistema bancario han caído sostenidamente, lo que ha permitido ampliar el acceso al crédito. La tasa de interés activa efectiva promedio anual en moneda extranjera descendió en 1996 a 17,64%, 11,97 puntos porcentuales por debajo del nivel vigente en 1987 (29,61%). La caída en las tasas de interés se ha debido a una mejora sustancial en la situación fiscal, a un mayor acceso a los mercados privados internacionales de capital, y a la señal dada por la sustancial caída de las tasas de rendimiento de los títulos públicos. Sin embargo, la inversión privada parece ser todavía poco sensible a las tasas de interés ya que ha aumentado en una proporción bastante más baja que la proporción en que ha caído el costo del crédito. Se debe destacar empero que el coeficiente de correlación entre la inversión privada y las tasas de interés es bastante elevado (-0,9).

Las tasas de interés, no obstante su importante reducción, consti-

tuyen todavía una limitación, más no la única, para la inversión y el crecimiento económico. El reto de la política monetaria para los próximos años es disminuir la volatilidad y nivel de las tasas de interés. Idealmente las tasas internas deben aproximarse a las internacionales, una vez que la prima por riesgo país se encuentra cercana a cero como consecuencia de la imagen de estabilidad económica y política que tiene el país en los mercados internacionales.

Existen algunos factores que poco tienen que ver con la tasa de interés, que no han permitido un crecimiento más acelerado de la inversión. Entre éstos se deben destacar la administración de justicia y las incertidumbres legales que crean contingencias y que hacen que la inversión, especialmente la de largo plazo, se vuelva poco atractiva. Adicionalmente, la poca flexibilidad del mercado laboral ha contribuido a este comportamiento en la inversión.

### Tipo de Cambio Real e Inversión

La mayor parte de la inversión productiva, luego de la aplicación de la Nueva Política Económica, se ha orientado al sector de producción de bienes comercializables internacionalmente. En este contexto, la política cambiaria es fundamental para el crecimiento de este tipo de inversión. El BCB se ha esforzado en mantener un tipo de cambio real estable, a fin de preservar la competitividad de la economía boliviana en relación a sus principales socios comerciales e incentivar la inversión orientada hacia los mercados externos.

Entre diciembre de 1987 y diciembre de 1996 el Índice del Tipo de Cambio Efectivo y Real muestra una ganancia de competitividad significativa del 53 %. En el mismo periodo, la correlación entre este índice y la inversión es positiva y muy importante (0,75).

Una vez más, el rigor fiscal y monetario ha conducido a un tipo de cambio real y estable, que contribuyó además al notable crecimiento de las exportaciones no tradicionales (14,9% en 1996). En algunos países, por no haber acompañado a su política de tipo de cambio con medidas fiscales y monetarias apropiadas, el tratar de lograr un tipo de cambio más competitivo se ha traducido más bien en alta inflación.

### 3. Profundización financiera

**CUADRO No. 1**  
**PROFUNDIZACIÓN FINANCIERA**

	M'3 Promedio	PIB (miles Bs)	M'3/PIB (%)
1987	1.051,932	8.884,398	11,8
1988	1.395,335	10.805,500	12,9
1989	1.806,698	12.693,906	14,2
1990	2.767,889	15.443,136	17,9
1991	4.249,577	19.132,128	22,2
1992	6.113,906	22.014,006	27,8
1993	8.223,422	24.458,969	33,6
1994	10.598,417	27.602,912	38,4
1995	12.089,103	31.485,104	38,4
1996	14.360,142	36.193,979	39,7

*Nota: Los valores de M'3 son promedios anuales*

La profundización financiera, medida como la relación  $M^3/PIB$ , se ha incrementado notablemente en la última década.

El cuadro 1 muestra que esta profundización creció sostenidamente de 11,8% en 1987 a 39,7% en 1996, un crecimiento de 240%. En niveles comparativos, la profundización financiera en Bolivia para 1996 es superior a la de otros países latinoamericanos como el caso de Chile, México y Perú. Sin embargo, como puede verse en el cuadro comparativo, es todavía pequeña en relación a la de países más industrializados como son EE.UU y Alemania (véase cuadro N° 2).

**CUADRO No. 2  
PROFUNDIZACIÓN FINANCIERA  
INDICADORES DE ALGUNOS PAÍSES**

PAÍS Y MONEDA	M3	PIB	M3/PIB
BOLIVIA (Mill. De Bolivianos)	16.122	36.194	44,5
EE.UU. (Miles de Mill. De \$us)	4.503	7.576	59,4
ALEMANIA (Miles de Mill. De DM)	2.359	3.540	66,6
ESPAÑA (Miles de Mill. De Pesetas)	58.136	73.661	78,9
MÉXICO (Mill. De Nuevos Pesos)	714.439	2.544.218	28,1
PERÚ (Mill. De Nuevos Soles)	34.170	149.481	22,9
CHILE (Miles de Mill. De Pesos)	12.072	29.645	40,7

FUENTE: Estadísticas del FMI (Para Bolivia se utilizó el  $M^3$ ).

Nota.- Las razones fueron calculadas con datos de fin de período (al 31/12/96).

La reducción y control de los niveles de inflación en el último decenio permitieron la monetización de la economía y un incremento sostenido de la profundización financiera. La estabilidad de precios incrementó la confianza en la moneda local y permitió el crecimiento de la demanda de bolivianos.

Asimismo, la reducción de los niveles y volatilidad de la inflación, eliminaron la incertidumbre en las tasas de interés reales, posibilitando el crecimiento de los depósitos. A este hecho han contribuido además el fortalecimiento del sistema financiero y las mejoras introducidas en las normas de regulación del sector, los cuales han incrementado la confianza del público nacional y de las instituciones de crédito extranjeras en el sistema.

El desarrollo del mercado financiero contribuye al crecimiento del PIB, a través de una mayor canalización de los recursos captados hacia la inversión por la expansión del crédito al sector privado. En la última década el financiamiento concedido por los bancos comerciales privados se ha incrementado en 18,6 veces, de 859,2 millones de Bs a 16.874 millones de Bs.

#### 4. Volatilidad de los Agregados Monetarios

La velocidad de circulación del dinero, número de veces durante un período dado en que cada unidad de dinero circula en la economía, muestra en el período analizado una caída sostenida. La velocidad de circulación de M1 que en 1989 se ubicaba alrededor de 19,6 registró un continuo descenso hasta alcanzar a fines de la pasada gestión un nivel de 14,1 (una reducción del 28%). La tendencia decreciente es más pronunciada para la velocidad de circulación de  $M^3$ ; ésta disminuyó en 71% entre 1987 y 1996 (Ver cuadro N° 3).

**CUADRO N° 3  
VOLATILIDAD DE LOS AGREGADOS MONETARIOS**

AÑO	M1 (miles de Bs)	VI=PIB/M1	$M^3$ (miles de Bs)	V3=PIB/ $M^3$	PIB (miles de Bs)
1987	506.193	17,6	1.174.506	7,6	8.884.398
1988	662.825	16,3	1.682.692	6,4	10.805.500
1989	646.926	19,6	2.244.609	5,7	12.693.906
1990	829.883	18,6	3.338.531	4,6	15.443.136
1991	1.038.579	18,4	5.171.048	3,7	19.132.128
1992	1.236.372	17,8	7.092.130	3,1	22.014.006
1993	1.416.613	17,3	9.675.176	2,5	24.458.969
1994	1.890.214	14,6	11.767.454	2,3	27.602.912
1995	2.333.329	13,5	12.880.323	2,4	31.485.104
1996	2.572.433	14,1	16.122.442	2,2	36.193.979

En general, los cambios en la velocidad de circulación de la moneda están asociados a cambios en el grado de monetización de la economía o, en su defecto, a innovaciones financieras, es decir la aparición de sustitutos de la moneda que detentan alguna de las características inherentes al dinero.

En el caso boliviano, la tendencia decreciente observada en las velocidades de circulación se asocia a una rápida remonetización de la economía. La tendencia decreciente de la inflación que implica una mayor confianza en la moneda nacional generó un aumento de la demanda de bolivianos, lo que produjo la disminución de la velocidad de circulación del M1, no obstante el uso masivo de la tarjeta de crédito, que tuvo lugar a partir de 1990. Por otra parte, la menor incertidumbre de los rendimientos reales asociados a la menor volatilidad de la inflación, permitió el incremento sostenido del ahorro financiero y por ende, la disminución en la velocidad de circulación del  $M^3$ .

#### 5. Conclusiones

Una breve descripción de la tendencia de la inflación en los últimos años permite destacar dos aspectos de importancia: la convergencia de la inflación hacia niveles más bajos y menos variables, y una relación más estable entre la inflación y las variables monetarias.

La estabilidad de precios, objetivo primordial de la política monetaria, ha permitido a los agentes económicos ampliar sus horizontes de proyección, mejorando así los niveles de ahorro e inversión, así como la eficiencia para el conjunto de la economía. La estabilidad de precios, resultado de políticas monetarias y fiscales prudentes, viabilizó el crecimiento del producto a tasas aceptables, y permite mejorar las expectativas respecto al desempeño futuro de la economía boliviana.

En síntesis, la estabilidad monetaria ha coadyuvado a lograr un crecimiento de la demanda agregada acorde con la capacidad productiva del país, lo que permite un crecimiento sostenible, cuya tasa deberá empero aumentar. No cabe duda que la estabilidad macroeconómica es un requisito para lograr niveles de crecimiento más acelerados en el futuro.