



PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DE CHILE
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y ADMINISTRATIVAS
INSTITUTO DE ECONOMÍA
MACROECONOMÍA INTERNACIONAL, EAE240B-2.

Actividad 5.

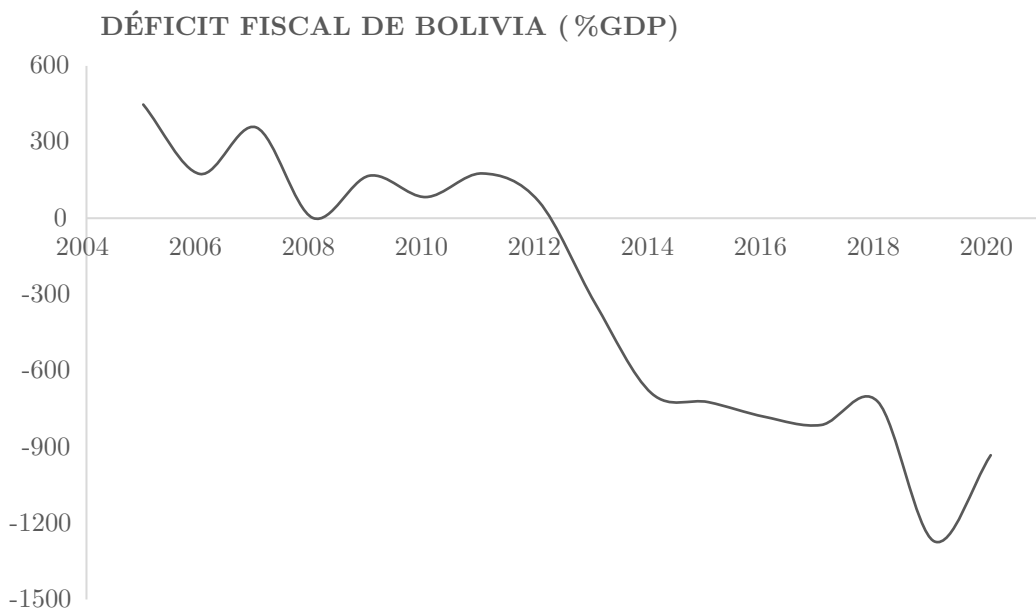
Oscar Herrera G.

Segundo Semestre de 2022.

1. Pregunta 1: Economía Boliviana durante los últimos años.

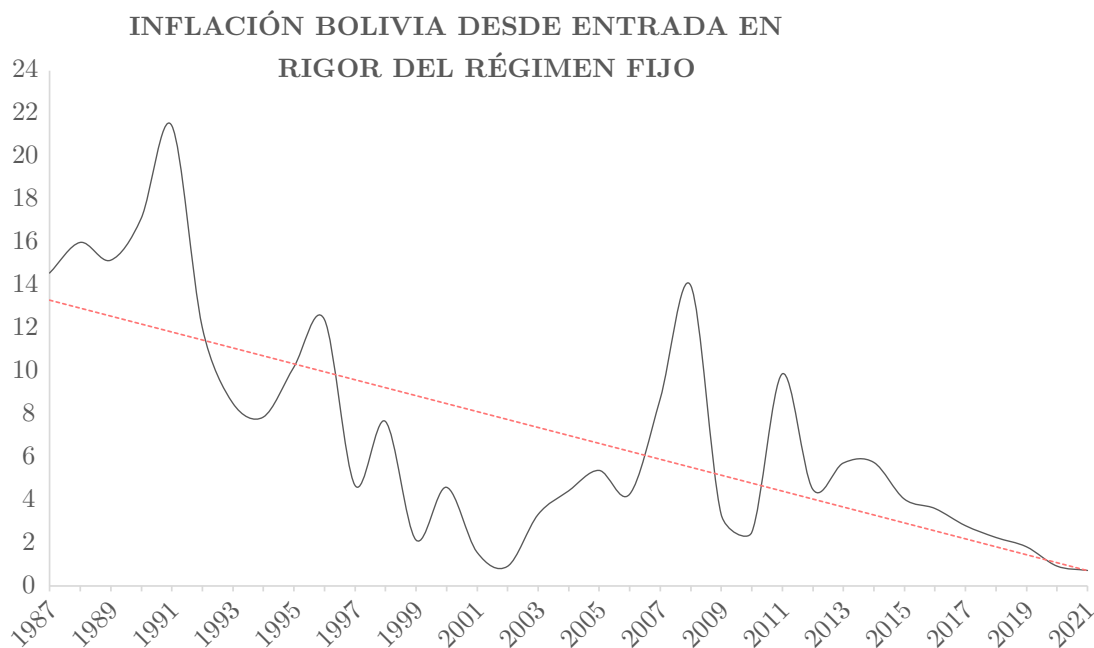
El comunicado de prensa del FMI en un principio aborda el estado de la economía altiplánica tomando en cuenta el desarrollo de los fenómenos provocados al principio de la pandemia, y cómo ha evolucionado esta economía hasta la fecha en que se escribe la nota (2021). A grandes rasgos, durante 2021 ya era posible concluir que Bolivia sufrió grandes estragos económicos producto de las restricciones de movilidad impuestas para combatir el COVID-19, conduciendo a una contracción del PIB de 8,8% durante 2020. La menor demanda de bienes importados hizo mejorar la cuenta corriente del país, mientras que se observó un pequeño periodo de decrecimiento en los precios, dando cuenta también del rápido grado de transmisión existente entre el tipo de cambio y el precio de la canasta de consumo.

Adicionalmente, una de las variables económicas a las que más se presta atención es el déficit fiscal. El Gobierno Boliviano hizo grandes esfuerzos por brindar estímulos fiscales a hogares y firmas, a la vez que intentó brindar el financiamiento necesario a los servicios de salud y a las campañas de vacunación. Debido a aquel contexto, el FMI hizo una serie de recomendaciones relacionadas a la necesidad de volver a niveles sostenibles de déficit público relativos al PIB, dentro de un marco de plan a mediano plazo, considerando además que Bolivia ha mantenido un déficit fiscal durante varios años y que este déficit se ha acrecentado a lo largo del tiempo.

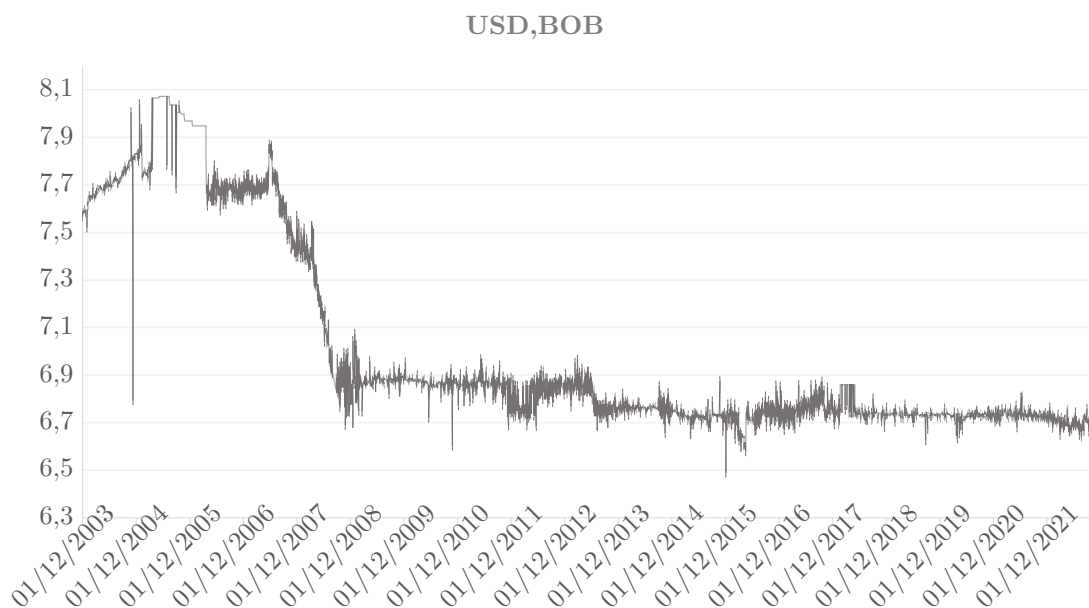


Fuente: Banco Central de Bolivia.

Además, el FMI da cuenta en su informe de que existe una gran preferencia de las autoridades de Bolivia por seguir manteniendo el régimen de tipo de cambio fijo. En gran parte, esta preferencia viene del hecho de que gracias a este régimen se ha dotado de estabilidad a la inflación, anclada en niveles muy bajos durante los últimos años. A continuación, se puede apreciar la tendencia bajista que ha sufrido la inflación anual en Bolivia desde la entrada en rigor del régimen de tipo de cambio fijo. En los últimos años, a la vez que se ha observado una mayor rigidez en el tipo de cambio, también se ha observado una inflación mucho más reprimida.



Fuente: Banco Mundial.



Fuente: Yahoo! Finance.

Otra recomendación hecha por el FMI fue la sugerencia de estudiar las potenciales ventajas y pre-condiciones necesarias para brindar de mayor flexibilidad al tipo de cambio en el mediano plazo. Potencialmente, lo anterior podría resultar en un incremento de la resiliencia a los shocks exógenos y resguardar potenciales pérdidas futuras de Reservas Internacionales. Este punto es de especial importancia. Justamente, uno de los *Key Issues* expuestos en la sección posterior al apartado *Executive Board Assessment* es que “**el imbalance fiscal ha generado una caída continua en las reservas internacionales**”. Ejemplo claro de esto fue la reclamación de parte de las reservas mantenidas por el FMI el año 2012 (reservas SDR), con aprobación en 2020.

Considerando el agravamiento del déficit fiscal producto de la pandemia, entonces es razonable que el FMI haya levantado ciertas señales de alerta alrededor de la temática. Se especificó que, incluso si la recuperación económica se llevara a cabo y esta no fuera un factor de riesgo, el nivel de déficit *per se* sigue siendo una gran fuente de incertidumbre a mediano plazo. Sin embargo, existe un gran riesgo de que la recuperación económica no adquiera momentum por factores como: nuevos brotes, deterioro de los términos de intercambio o condiciones financieras internacionales más desfavorables. Esto agravaría la situación de las cuentas públicas, añadiendo más riesgo. En síntesis, el FMI recomienda a Bolivia: ordenar las prioridades fiscales a momento de incentivar la recuperación, para que sea posible fortalecer la situación sanitaria a la vez que se compatibiliza con el nivel sostenible de deuda; brindar de mayor flexibilidad al tipo de cambio acompañadola con un objetivo inflacionario; y proveer de condiciones favorables al sistema financiero para estimular la recuperación económica.

2. Pregunta 2: Régimen de Tipo de Cambio Fijo junto a Déficit Fiscal.

2.1. Riesgo de régimen.

Según el modelo de crisis visto en clases, cuando el déficit fiscal sostenido en el tiempo se financia con emisión monetaria no acompañada de un aumento de demanda por liquidez extra, entonces, el déficit fiscal sostenido termina generando un uso de Reservas Internacionales para poder financiar al Gobierno, desencadenando el acontecimiento de una crisis cambiaria cuando las reservas alcanzan un nivel lo suficientemente bajo. El riesgo entonces, viene dado por una eventual caída en las reservas que obliga a abandonar el tipo de régimen, pasando a uno flexible.

2.2. Mecanismos.

La combinación peligrosa entre financiamiento de déficit fiscal con emisión monetaria y tipo de cambio fijo produce que, la economía, al no estar dispuesta a sostener los nuevos saldos en su balance, intercambie todo el dinero extra por Reservas Internacionales. Si la demanda por dinero no ha cambiado y el Banco Central tampoco ha movido la tasa de interés, el Banco Central al expandir la base monetaria, por un lado genera inflación (precios flexibles), y por otro lado liquida una porción de sus reservas.

$$\frac{\uparrow M}{P} = \overline{L(i, y)} \Rightarrow \frac{\uparrow M}{\uparrow P} = \overline{L(i, y)} \Rightarrow \uparrow \pi^e - \pi^{e*} = \uparrow (e^e - e)$$

Por PPP sabemos que la moneda Boliviana debería depreciarse, pero como se fija el tipo de cambio no se puede satisfacer ninguna de las relaciones anteriores, por lo tanto, la variable que ajusta es la tasa de interés. Para ser consistente, se debe mover la tasa de interés de tal forma de que no se permita que los precios se ajusten para así poder mantener el tipo de cambio en un nivel fijo. En conclusión, finalizamos con un Banco Central que aumenta la base monetaria para financiar su deuda, baja la tasa de interés para mantener el tipo de cambio fijo y agota poco a poco parte de sus reservas. Se abandona el tipo de cambio fijo cuando se alcanza un nivel mínimo de Reservas.

$$\frac{\uparrow M}{P} = L(i, y) \Rightarrow \frac{\uparrow M}{P} = \uparrow L(\downarrow i, y) \Rightarrow \pi^e - \pi^{e*} = \overline{(e^e - e)}$$

$$\wedge$$

$$\Delta R_t < 0$$

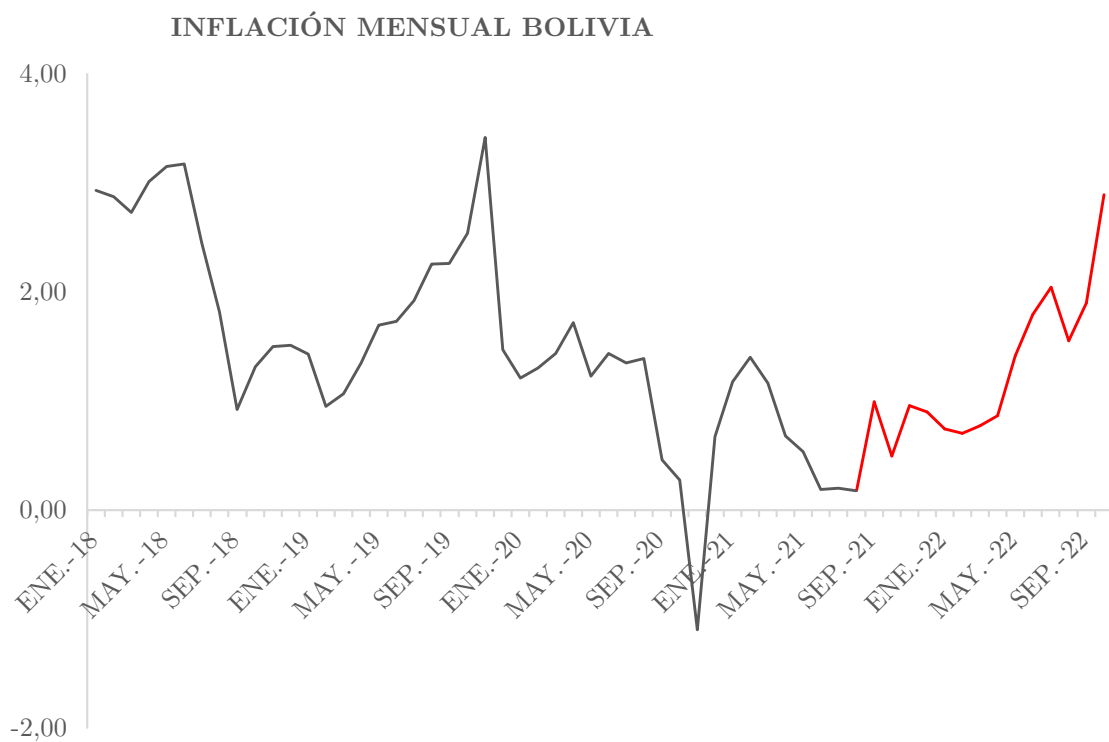
Es posible observar, consistente con lo anterior, que Bolivia ha mantenido una tasa baja en los últimos años, sobre todo en el mismo periodo donde se añadió mayor rigidez al régimen vigente: “*crawling peg*”. Esto coincide con los años de menor inflación y menor rigidez en el tipo de cambio fijo. Notar la pequeña tendencia creciente desde el año 2012, y la tendencia hacia el alza con menor fluctuación desde 2018.



Fuente: Banco Central de Bolivia.

Cabe mencionar que si por cualquier otro motivo Bolivia comienza a enfrentar presiones inflacionarias, o enfrenta factores que no le permitan reducir la tasa de interés lo suficiente, entonces se corre el riesgo de enfrentar presiones en la balanza de pagos que pondrían más presión sobre el stock de Reservas Internacionales. Si las reservas no son lo suficiente para absorber el shock inflacionario o el shock alcista sobre la tasa de interés, la sostenibilidad del régimen se pondría en juego. Preocupantemente, el nivel de déficit fiscal podría representar un factor que empuje la tasa de interés hacia el aumento, e incluso, probablemente ya lo ha sido desde el comienzo de la pequeña tendencia hacia el alza que presentó la tasa de interés los últimos años.

Además, es de especial preocupación la tendencia inflacionaria que se ha observado en los últimos meses. Al igual que en todo el mundo, se ha observado una adquisición de momentum que ha mostrado ser persistente en el tiempo. Si este sigue siendo bastante persistente, podría representar una presión adicional en la balanza de pagos. Lo anterior también constituye un riesgo de régimen que logra explicar el modelo visto en clases.



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas de Bolivia.

2.3. Evolución de Reservas Internacionales en los últimos años

Las Reservas Internacionales de Bolivia han decrecido durante los últimos años. En la siguiente ilustración se puede apreciar que **cuando el déficit fiscal de Bolivia comenzó a acrecentarse alrededor del año 2012, en ese momento también se comenzó a observar una constante y sostenida pérdida en las reservas.**



3. Pregunta 3: *C. Exchange Rate Policy.*

3.1. Ventajas, desventajas y principales *trade-offs* del régimen fijo en Bolivia.

Como fue mencionado anteriormente y como fue expuesto en el gráfico de “Inflación Bolivia desde entrada en rigor del régimen fijo”, Bolivia ha sido un país exitoso en controlar la inflación por medio de la política cambiaria, sobre todo desde 2011. La gran desventaja del régimen es que ante una demanda monetaria rehacia a la denominación boliviana, Bolivia ha enfrentado una serie de presiones a su balanza de pagos que ha obligado a hacer uso de Reservas Internacionales. Específicamente, las reservas cayeron de 15.000 millones de dólares en 2014, a 5.300 millones de dólares en 2020. Podemos concluir entonces que uno de los principales *trade-offs* del régimen es la pérdida de Reservas Internacionales y potencial uso futuro de estas por el control de la inflación a mediano plazo, y el bienestar social que aquello conllevaría. También es posible no renunciar a tantas reservas contrayendo el gasto fiscal, pero esto también implica ponderar el costo social que conlleva.

3.2. Flexibilidad, resiliencia a los shocks y política fiscal.

Bajo un estricto target de inflación, se requiere que el tipo de cambio se mantenga anclado en niveles bajos y que la política fiscal sea bastante restrictiva. Es decir, si se desea una controlar la inflación, como el déficit fiscal podría tener impacto sobre la sostenibilidad del régimen fijo, entonces el gasto fiscal tendría que reducirse para no interferir. Esto podría conllevar costos sociales dado el contexto actual post-pandemia que todo el mundo está sufriendo. Sin embargo, si se maneja la liquidez adecuadamente para no sufrir presiones depresivas, mayor flexibilidad en el tipo de cambio permitiría dejar al mercado ajustar endógenamente en un mayor grado, ahorrarse reservas y absorber shocks de la economía por este medio. Eventualmente, la política fiscal se encontraría menos restringida. Sin embargo, esta se debería focalizar a sectores socioeconómicos más vulnerables que se podrían ver más afectados a aumentos de precios en los alimentos y transportes, si es que eventualmente la flexibilidad en el tipo de cambio se traduce a mayor depreciación y por ende mayor inflación.

3.3. Desacuerdo con las autoridades sobre la conveniencia de mayor flexibilidad.

Para no afectar el bienestar social y los objetivos inflacionarios, al momento de añadir flexibilidad al tipo de cambio se requiere un gran grado de coordinación, planificación y administración. Las autoridades de Bolivia están en desacuerdo con el FMI y creen que no es conveniente añadir flexibilidad al tipo de cambio, porque esta podría añadir dudas e incertidumbre en los mercados durante un eventual periodo de transición. Esto podría provocar mayor adopción del dólar como moneda de intercambio, empujar su precio y, por lo tanto, desanclar las expectativas de inflación.

4. **Pregunta 4: *Bolivia's Choice of Exchange Rate Regime.***

4.1. **Condiciones para una transición y ganancias/pérdidas del abandono del régimen de tipo fijo en Bolivia.**

En base a la experiencia de países que han realizado exitosamente la transición hacia un tipo de cambio flexible, para que la transición sea poco costosa económicamente, se requiere:

- No estar sufriendo imbalances externos.
- Mantener niveles sanos de stock de Reservas Internacionales.
- Brindar de mayor autonomía al Banco Central.
- Profundizar la capacidad de manejo de liquidez de monedas extranjeras.
- Poseer herramientas analíticas estructurales para predecir variables macroeconómicas.
- Profundizar mercados de cobertura de tasa y de moneda.
- Adoptar reglas fiscales.

Algunas de las ventajas de abandonar el tipo de cambio fijo son la lenta tendencia hacia el nivel de tipo de cambio de largo plazo por existencia rigideces de precios, incrementos de bienestar por política fiscal menos contractiva que compensan el aumento de inflación, menor desempleo y mayores posibilidades de suavizar consumo. Desventajas de seguir manteniendo un tipo de cambio rígido se traducen en que la política fiscal debería ser mucho más contractiva y en que al abandonar, se observaría un salto rápido de la inflación, antes de comenzar a converger lentamente al nivel de largo plazo. El intertanto conlleva costos sociales.