

## Perspectivas del entorno macroeconómico para algunas variables fundamentales en Bolivia

Lilian Sonia Loayza Ojeda  
Alberto Samuel Rojas Cordero  
Daney David Valdivia Coria

### Resumen

En el contexto macroeconómico actual, es importante tener perspectivas acerca de variables que influyen en la formación de expectativas de los agentes. En este marco, la inflación es una variable que está afectada por distintos canales y en el mediano plazo se esperaría que se moderará, no así en el corto plazo; por otro lado, variaciones a nivel mundial de tipos de cambio en economías desarrolladas tienen un efecto sobre las economías en desarrollo. Ambas variables, en última instancia, afectan al nivel de bienestar de los hogares. Finalmente, en el corto plazo en Bolivia estas variables seguirán siendo afectadas por un entorno macroeconómico adverso.

### Abstract

Actual macroeconomic context leads us to perspectives about fundamentals that influence agent's expectations. Inflation has been shocked through many channels and in the medium run is expected to converge at a moderate level, but not in the short; what's more, global exchange rate variations from advanced economies have an effect in the short run on developing economies. Households' welfare is affected from both of them. Finally, these variables in the short run will still be shocked from global imbalances and adverse macroeconomics effects.

**Clasificación JEL:** E31, F31, F41, Q11

**Palabras Clave:** Inflación, tipo de cambio, expectativas económicas, *commodities*

Tener una perspectiva acerca de algunas variables que influyen en el comportamiento de la economía ayuda a la conducción de política económica. La inflación, fenómeno que repercute en la economía por distintos canales, y también es importante para la estabilización de precios, además que requiere entender de algunos factores que la influyen en corto y mediano. Por otro lado, la volatilidad de los tipos de cambio a través del canal del *pass – through* también tiene efectos sobre la economía y consecuentemente en la formación de expectativas de los agentes.

La preocupación para entender la dinámica y estabilidad de precios se puede resumir en palabras de Galí (2007): *“es posible llegar a un nivel natural de la economía (de pleno empleo) al estabilizar la inflación a su nivel natural, esto a través de estabilizar la tasa de interés real a su nivel natural”*.

Para entender la dinámica de la inflación, tenemos que tener en cuenta que esta está afectada por la dinámica de la demanda interna y externa, aumentos del gasto fiscal, *shocks* transitorios de oferta (que pueden tornarse persistentes) y manejo de la política monetaria, además añadirle intervenciones de tipo legal, por parte del gobierno, que pueda afectar a la actividad privada.

El manejo del gasto fiscal repercute sobre la formación de las expectativas que la población tiene respecto de cómo va el manejo de la economía. Un indicador que nos ayuda a entender si la política fiscal es contractiva o expansiva es el Impulso Fiscal (IF): la política fiscal será expansiva si el IF es negativo y viceversa. En el gráfico N° 1, observamos que en el año 2007 la política fiscal dio impulso a la economía, generando más gasto, lo cual pudo también ser causa de presiones sobre la demanda agregada y sobre los precios. Además, la evolución del superávit fiscal de 4.5% a 1.7%, está explicado por la dinámica actual internacional que haría suponer que éste año no fuésemos a tener un resultado similar.

Las presiones de gasto fiscal y presiones de tipo legales, también afectan a la inflación y la formación de expectativas que los agentes tienen sobre ésta. El primero, dado por la característica expansiva del sector gobierno, medido a través del impulso fiscal; y el segundo, dado, por ejemplo, a través de Decretos Supremos que afecta a la estructura de costos de las empresas y el margen de ganancia de las mismas. Por ejemplo, el DS. 29010 del 9 de enero de 2007 o el reciente DS. 29473 del 5 de marzo de 2008 que afectan al nivel de salarios y mediante estos a los costos marginales de las empresas.

Lo coyuntural no se puede dejar de lado, los efectos climatológicos que podemos definirlos como *shocks* de oferta, no sólo ocurre en Bolivia, sino a nivel regional y mundial, fenómeno que repercute principalmente en el precio de bienes perecederos. El país no es ajeno es éstos, por ejemplo gran parte de la inflación registrada en el año 2007, 11.7%, fue explicado por este fenómeno tanto por el mercado interno y externo.

Mishkin (2007) señala que si bien: *“centrarse en la inflación subyacente ayuda a prevenir que los bancos centrales respondan de manera muy agresiva a shocks transitorios en la inflación”*, también añade que: *“si estos shocks transitorios se vuelven en permanentes (que influyen a productos que son sacados de la inflación subyacente), los bancos centrales debiesen estar muy vigilantes para asegurar que las expectativas de inflación no generen un segundo efecto”*. Es decir, los bancos centrales debiesen no sólo observar la inflación subyacente al momento de hacer política, sino también a la inflación total debido a que es ésta última la que afecta al bienestar de los hogares.

El manejo de la Política Monetaria no fue ajeno a la dinámica de la inflación. Para controlar estos efectos el BCB está aplicando políticas para controlar la inflación a través operaciones de mercado abierto (OMAS's) y el manejo de la política cambiaria. A través de las OMA's se está retirando liquidez de la economía y con este mecanismo tratar de controlar la inflación doméstica; y además a través de la política cambiaria, apreciación del tipo de cambio, el reducir el impacto de la inflación importada sobre el nivel total de inflación en Bolivia.

Sin embargo, en el contexto internacional se están dando señales que los efectos adversos a la inflación se irán moderando. Por ejemplo, el Banco Central de Chile ya desde febrero de este año está manteniendo su tasa de interés de política monetaria en 6.25%, esto para ser consistentes con el objetivo de inflación que tienen a mediano y largo plazo de 3%. Este ejemplo, nos da señales que los efectos adversos por el que está pasando la economía mundial tienden a moderarse. Según el gráfico N° 2, la inflación en países como Argentina, Brazil, Chile, Colombia y Perú en el medio plazo tenderá a estabilizarse. Al mismo tiempo, gráfico N° 3, en economías desarrolladas como China, Inglaterra, Japón, Suiza y EEUU también se observa que la inflación se moderará en el mediano y largo plazo.

En este contexto, también hay que tener en cuenta efectos de productos que afectan a la dinámica de la inflación.

Los precios internacionales de los *commodities* agrícolas (arroz, harina, soya, etc.) han tenido una tendencia ascendente desde junio del 2007. Esto se refleja, quiérase o no, en los precios que se pagan internamente en nuestro país a través del *pass – through* en precios que existe cuando una economía opera en un mercado abierto.

Tomando sólo la evolución de dos *commodities*, por ejemplo, se puede formar una perspectiva de cómo se configura el panorama de precios a corto y mediano plazo.

En el caso del precio del arroz, gráfico N° 4, se puede evidenciar un aumento sostenido y veloz de los precios desde el mes de septiembre, el cual alcanza su punto máximo a finales de abril de 2007. A partir del cual, la tendencia cambia.

El análisis técnico chartista de los precios del arroz nos indica la formación de un débil soporte alrededor del precio de \$us1,780 por contrato de 2,000 quintales. Este precio coincide con la banda Bollinger inferior, al 4 de junio de 2008. Este precio es un parámetro para considerar un nuevo nivel del precio de arroz por lo menos en el corto plazo

Un análisis más profundo revela que, el índice de resistencia relativa (RSI), no alcanzó a tocar el límite de 30, evidenciando que la tendencia en el corto y mediano plazo mantiene fuerza alcista. El análisis del volumen muestra algo interesante, a ese nuevo nivel del precio, el volumen medio de negociación es mayor al promedio histórico.

La situación de precios del trigo, gráfico N° 5, es mas definida, su tendencia se va configurando alrededor de un soporte, que aunque débil, muestra signos de afirmación.

Al igual que para el caso del arroz, el RSI del trigo no ha sobrepasado el nivel 30, indicando fuerza alcista todavía presente. El caso del volumen es aun más evidente para este producto, ya que el volumen de negociación en el tramo de precios a la baja, se muestra muy superior al volumen histórico.

Las causas de este histórico incremento nos pueden dar un vistazo de que esperar en un futuro cercano en cuanto a las tendencias de los precios de los *commodities*.

Primero, los eventos climáticos que conmovieron a gran parte del mundo el año 2007, afectaron significativamente las expectativas de las cosechas, impulsando una espiral especulativa, que hubiera resultado anulada si no se hubieran presentado otros factores que se mencionan a continuación, los cuales ayudaron a mantenerla.

Segundo, la crisis crediticia que estalló en los Estados Unidos a mediados del año 2007, solo fue un gatillo que disparó otros eventos, que conjuncionados vienen a impactar primero al sector financiero de la economía mundial y luego al sector real de la misma.

El mecanismo de los mercados financieros no pudo absorber la onda expansiva de la crisis. Los anuncios de enormes pérdidas por parte de las instituciones financieras expuestas al riesgo de préstamos *sub-prime*, hicieron que el mercado de capitales se debilitara en su conjunto. Ante esta eventualidad, usualmente el capital fluye al mercado de obligaciones del Tesoro Americano, *safe haven* de los inversionistas, pero en vista de que el FED recortó una y otra vez las tasas de interés, los inversionistas debieron buscar alternativas que les permita mantener un rendimiento aceptable a la vez que se preservaba la integridad de sus capitales. Así, estos capitales fluyeron a los mercados de oro y petróleo, los cuales una vez

inundados dejaron sin opciones usuales de inversión al conjunto de capitales deseosos de anclarse en un activo seguro. De esta manera, es que los mercados de commodities, ante el derrumbe del mercado de propiedades, se vieron como la última alternativa de los capitales de inversión y especulativos, hecho que influyó aun más en la presente tendencia.

Tercero, como resultado del efecto que el aumento de precios tiene en su población, ciertos gobiernos comienzan a tomar medidas para asegurar sus provisiones de alimentos a precios todavía no tan caros, a través del *stockamiento* (Malasia, Japón, China, India por citar algunos). Al mismo tiempo, otros gobiernos comienzan a tomar medidas para evitar la exportación de alimentos.

Cuarto, como último elemento, se encuentra el crecimiento natural de la demanda mundial, especialmente influida por las demandas individuales de China e India, cuyo crecimiento acelerado del nivel de vida, ha resultado en un *shock* de demanda en el ya desbalanceado mercado de alimentos.

Por otro lado, la apreciación de tipo de cambio, si bien ayuda a disminuir el efecto de la inflación importada sobre la economía, también tiene efectos colaterales sobre la economía que hay que tomarlos con cautela. En el gráfico N° 6, observamos que la apreciación de tipo de cambio en Bolivia más bien fue con retardo respecto de las demás economías, que iniciaron un proceso mayor de apreciación cuando se gatillo la crisis *subprime* en Estados Unidos. Al mismo tiempo, grafico N° 7, que las economías desarrolladas comenzaron a depreciar. Al respecto García et. al. (2007) señalan que el crecimiento de las economías desarrolladas precede en dos a tres trimestres a las economías latinoamericanas, indicándonos que existe cierto retardo en el movimiento de los tipos de cambio respecto de las economías desarrolladas con las de en desarrollo, como se aprecia en los dos últimos gráficos.

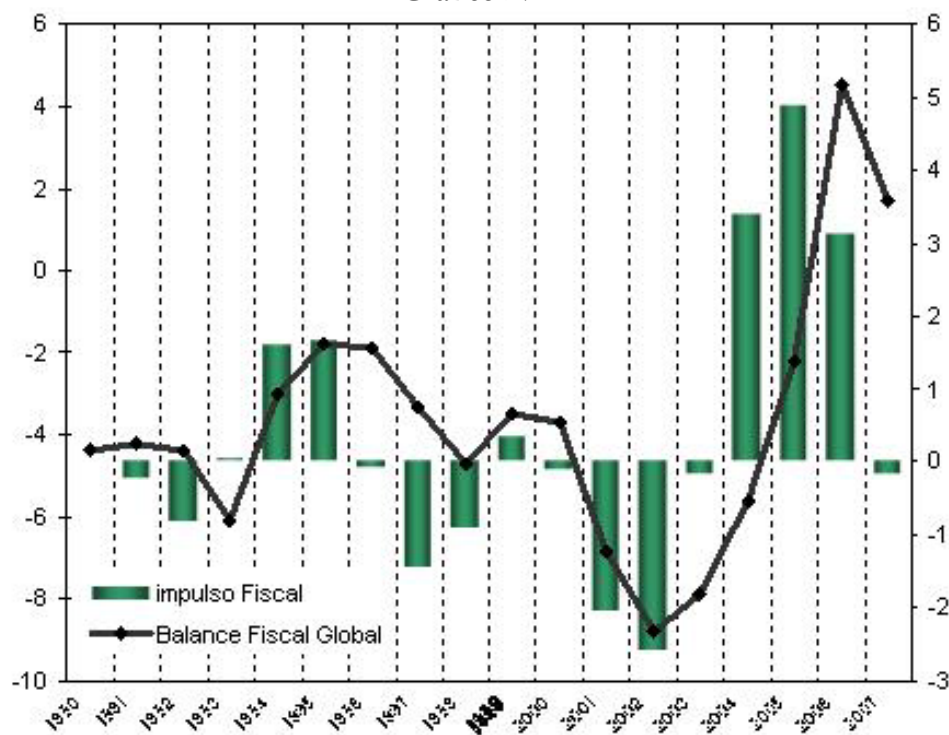
En cualquier parte del mundo, y también de manera teórica, el sector exportador reacciona frente a variaciones del tipo de cambio. Pero lo que hay que tener en cuenta es no debiesen responder frente a la **dinámica del tipo de cambio nominal**, sino a la **dinámica del tipo de cambio real (TCR)**. En el gráfico N° 8, observamos la dinámica del tipo de cambio real, según estos datos hasta junio del 2007 el TCR se deprecia, a partir de julio se aprecia, influenciado tanto por el canal del tipo de cambio nominal y por el incremento en el nivel de precios.

Por último, dentro de la política económica, el manejo de las expectativas económicas constituye una parte fundamental. En el gráfico N° 9, observamos que la inflación tiene una relación inversa con el tipo de cambio nominal, lo cual contradice a la teoría económica. El gráfico N° 10 nos indica que crecimiento – inflación también están relacionados de manera inversa. Finalmente, el gráfico N° 11 nos indica que las perspectivas de los agentes se están en función de que un resultado fiscal favorable disminuye la inflación. Entonces, esta información nos estaría indicando que las expectativas de los agentes no son tan claras o en parte están erradas, dando cierta maniobrabilidad el BCB para el manejo de política.

Por último, un pequeño modelo para trata de entender que pasará con la inflación en los siguientes meses, nos podría ayudar a comprender como esta evolucionará, gráfico N° 12. En particular, esta posible evolución se basa en un pequeño modelo dinámico de equilibrio general estocástico. Los resultados (que son parte de la estructura completa del modelo) muestran que la inflación debiese tender a una inflación “estable” en torno a 5%.

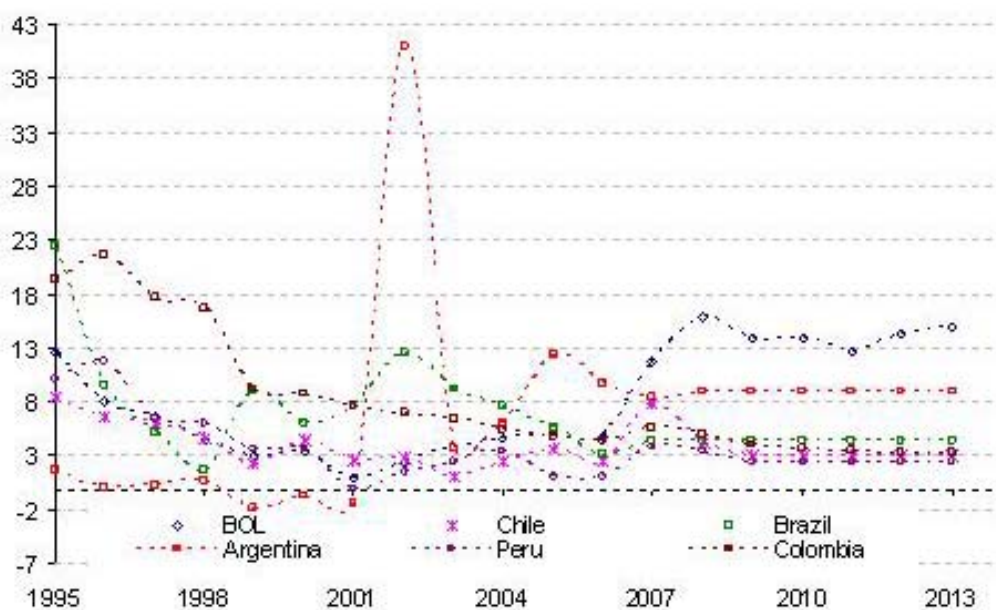
En conclusión, en el entorno macroeconómico actual donde la inflación esta siendo afectada principalmente por dos canales: precios de *commodities* y la crisis *sub – prime*; apreciación generalizada de tipos de cambio, cabría formarnos expectativas que en el corto plazo seguirán siendo persistentes. Además, la configuración de los precios de los *commodities* supone que Bolivia debe preparar políticas adecuadas aplicadas al incentivo de la producción agrícola nacional.

Gráfico N° 1



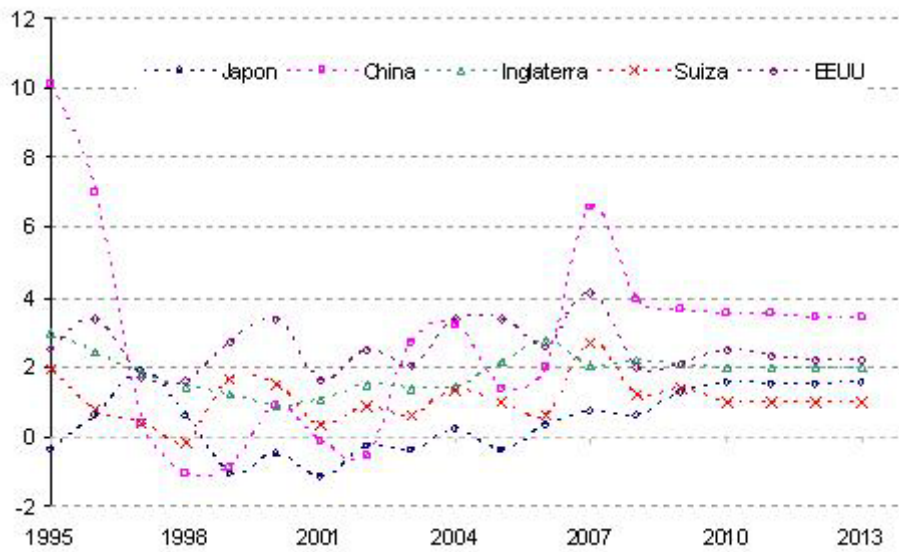
Fuente: Elaboración en base a datos de UPF, INE

Gráfico N° 2



Fuente: Elaboración en base datos WEO – 2008

Gráfico N° 3



Fuente: Elaboración en base datos WEO – 2008

Gráfico N° 4



Fuente: futuresource.com cortesía de MF GLOBAL

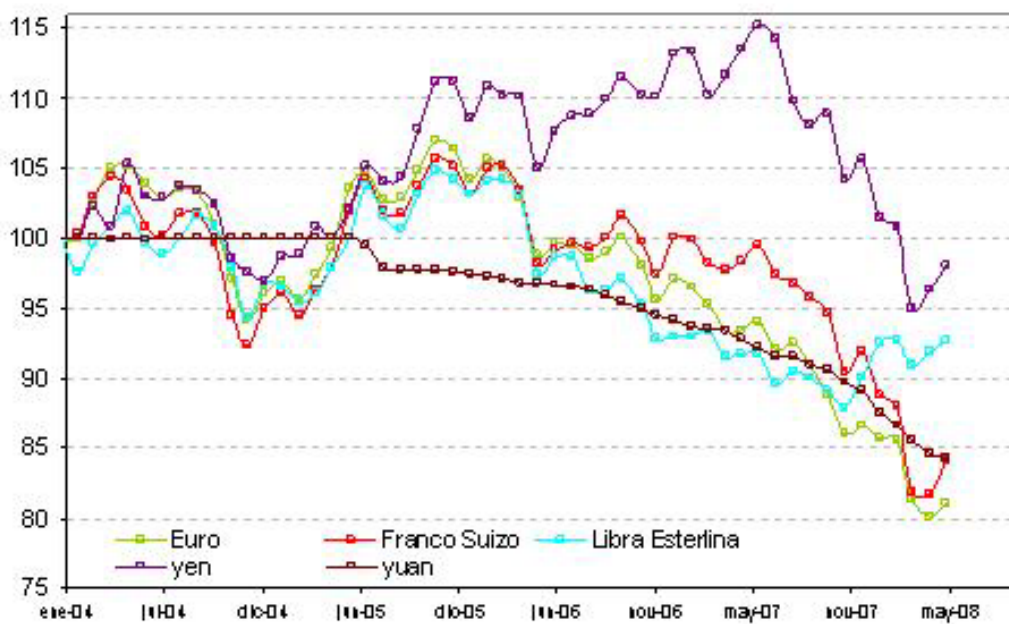


Gráfico N° 5



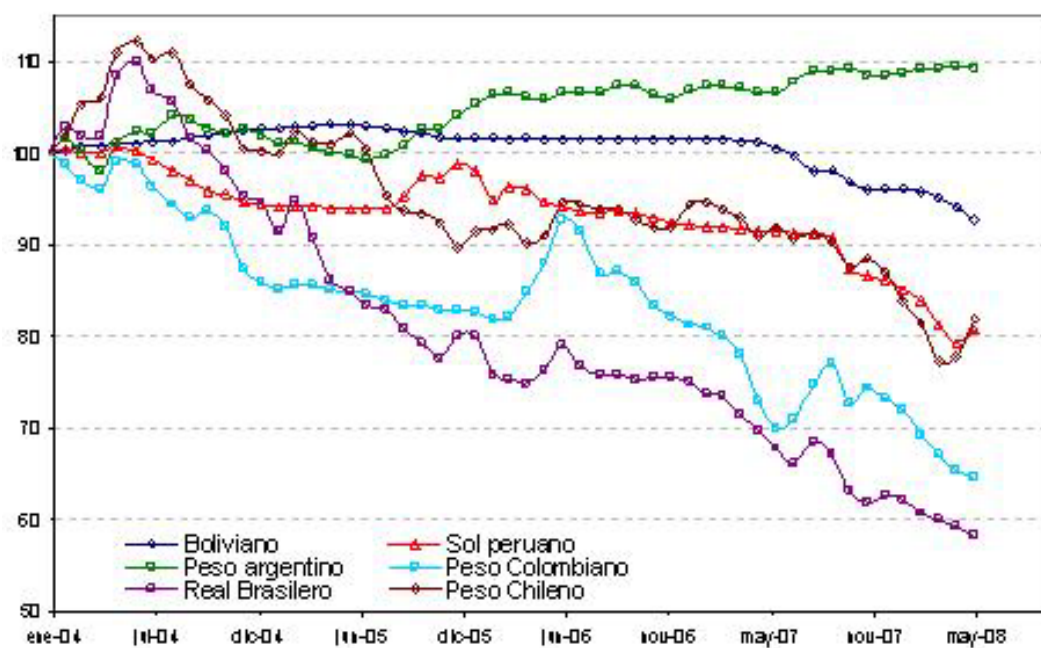
Fuente: futuresource.com cortesía de MF GLOBAL

Gráfico N° 6  
(Índice ENE-2004 =100)



Fuente: Elaboración en base a datos del Banco Central de Chile

Gráfico N° 7  
(Índice ENE-2004 = 100)



Fuente: Elaboración en base a datos del Banco Central de Chile

Gráfico N° 8  
(Índice ENE-2004 = 100)  
Índice de Tipo de Cambio Real



Fuente: Elaboración en base a datos del Banco Central de Chile



Gráfico N° 9

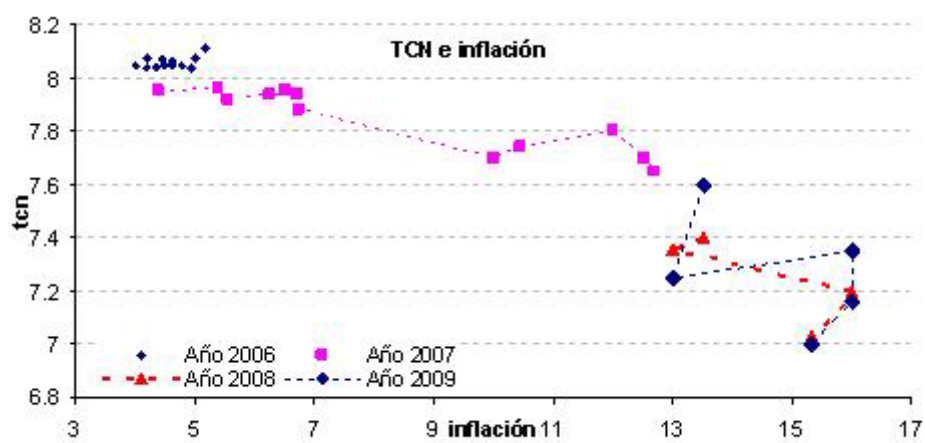
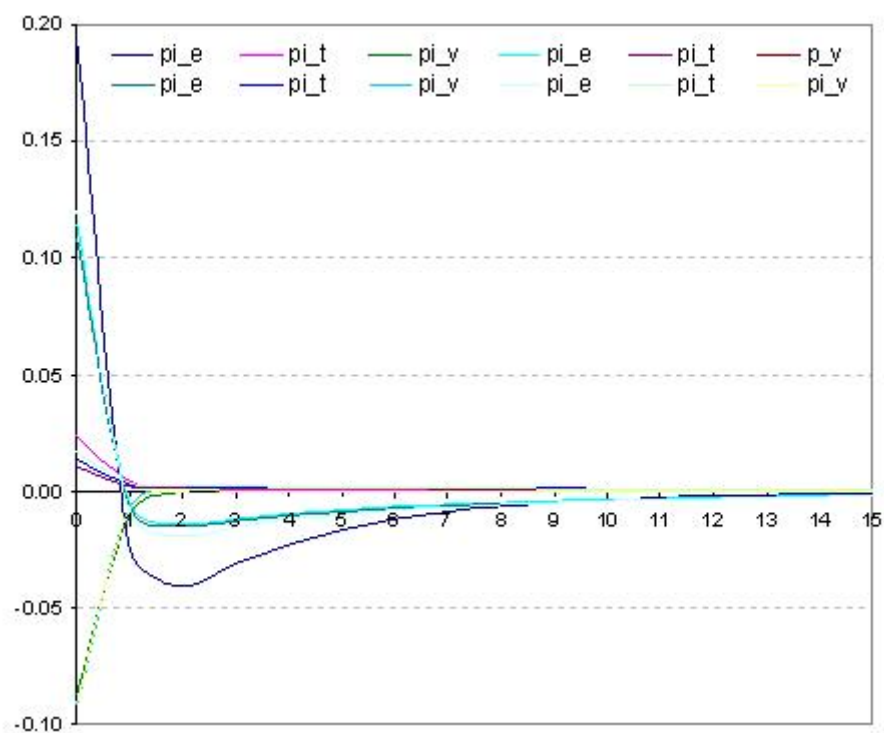


Gráfico N° 12



Simulaciones hechas teniendo en cuenta una inflación de mediano y largo plazo de 5%  
 Modelo calibrado en torno a parámetros estimados para Bolivia y en base a parámetros internacionales.