



# Estabilidad macroeconómica, un ingrediente indispensable

Carlos Gustavo Machicado S.



# Estabilidad macroeconómica, un ingrediente indispensable

## Resumen

El presente documento analiza las propuestas electorales de los partidos políticos en torno al tema de la estabilidad macroeconómica. Las propuestas, que se encuentran resumidas en una matriz de sistematización, no incluyen, de manera explícita, políticas que salvaguarden la estabilidad macroeconómica, entendida en este documento como la mantención de la tasa de inflación en un nivel bajo. Se entiende que esta carencia se debe a que, en primer lugar, la inflación no ha sido un problema en la economía boliviana hace muchos años; y en segundo lugar porque, al estar hoy en día la inflación contenida por la política del tipo de cambio fijo, una modificación en esta política traería consigo costos políticos que ningún partido estaría dispuesto a asumir.

No obstante, el documento es claro en indicar que la política del tipo de cambio fijo tiene una fecha de caducidad a la cual la economía boliviana se está acercando, por lo que se recomienda tomar medidas preventivas a fin de evitar un colapso cambiario y una pérdida brusca de la estabilidad.

## I. Estabilidad económica y política cambiaria en Bolivia

El concepto de la estabilidad económica es incierto, debido a su naturaleza y a que está sujeto a diferentes interpretaciones. En su definición más amplia, la estabilidad económica es la situación en la que no hay fluctuaciones extremas o una volatilidad en las variables macroeconómicas; por eso la estabilidad económica, en realidad, se refiere a la **estabilidad macroeconómica**. Según Stein (1956) la estabilidad económica es una situación donde el desempleo es bajo, donde los precios están en sus niveles generales o donde no hay movimientos acumulativos o bruscos. En general, la estabilidad económica es una situación deseable porque en un período de estabilidad la incertidumbre a la que se enfrentan los agentes económicos es mucho menor.

### Carlos Gustavo Machicado S.

Licenciado de la carrera de Economía, Universidad Católica Boliviana, La Paz, Bolivia. Maestría en Economía, Pontificia Universidad Católica de Río de Janeiro, Brasil.

Doctorado en Economía, Universidad de Chile (Doctorado Latinoamericano). Investigador senior de INESAD. Economista especializado en Macroeconomía, Crecimiento Económico y Política Económica.

e-mail: cmachicado@inesad.edu.bo



Se plantean 5 opciones de política, que en muchas circunstancias están vetadas por la actual crisis económica causada por la pandemia global del COVID-19. Aun así, vale la pena tenerlas en cuenta a fin de diseñar una propuesta clara y entendible para la población que explique por qué, a la larga, siempre es mejor tener un tipo de cambio flexible.

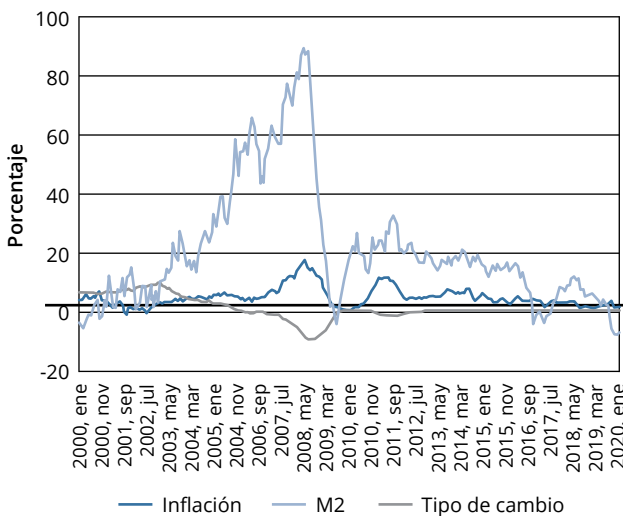
Es precisamente la certidumbre el ingrediente fundamental para la **toma de decisiones** en la economía porque permite planificar ciertos comportamientos.<sup>1</sup> En estas circunstancias, los consumidores planifican su gasto de consumo con base en un presupuesto disponible; asimismo, los empresarios planifican sus ventas –y, por ende, su producción– con base en una estructura de costos que debe ser cubierta. Tanto el presupuesto de los consumidores como los costos de los empresarios están determinados por los precios de los bienes de consumo y los precios de los insumos (o bienes intermedios). Por tanto, la variación de estos precios (la inflación) es el elemento fundamental de la estabilidad o inestabilidad macroeconómica, que es la variable en la que se enfoca el presente documento.

<sup>1</sup> Otros problemas incluyen: señales de precios confusas y redistribuciones del poder de compra no intencionados.

La **inflación** se define como un aumento rápido y continuo en el nivel de precios y se la puede medir con el índice de precios al consumidor (IPC) o con el deflactor implícito del PIB. Si bien no hay un consenso, se considera que una tasa de inflación acumulada anual que se encuentre por debajo del 10% es apropiada, en el sentido de que, en estos casos, refleja inflaciones mensuales bajas y consistentes, lo que otorga certidumbre a los agentes económicos para planificar su consumo (en los hogares) y su inversión (en las empresas).

El Gráfico 1 muestra la trayectoria de la inflación, el agregado monetario **M2** (que representa la demanda de dinero a través del dinero en circulación y en activos financieros a corto plazo) y el **tipo de cambio nominal**, durante el período que transcurre desde enero de 2000 hasta febrero de 2020. El coeficiente de correlación entre la inflación y la demanda de dinero (M2) es de 0,71, lo que indica que existe una relación directa entre ambas variables. Es así que, cuando la demanda de dinero aumenta, aumenta también la inflación, y viceversa.

**Gráfico 1**  
**Inflación, M2 y tipo de cambio nominal**  
(Variación mensual y a 12 meses. M2 en Bs por USD)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE).

Nota: Inflación calculada con base en la variación del índice de precios al consumidor (IPC).

Asimismo, se observa una relación inversa entre la tasa de inflación y la variación del tipo de cambio nominal (la tasa de devaluación). Esto podría parecer contra intuitivo si uno piensa que se debe cumplir el principio del *pass-through*, cuando la devaluación se transmite a la inflación. Sin embargo, como lo señala Jemio (2019), esto se explica porque, en los períodos de mayor crecimiento

de los agregados monetarios (M2) y, consecuentemente, de mayor inflación, el tipo de cambio nominal fue utilizado por el banco central como ancla cambiaria para reducir la inflación. Fue así que, cuando la inflación tendió a aumentar –entre septiembre de 2006 y junio de 2008–, el tipo de cambio nominal se apreció.

Lo mismo se observa a inicios de 2011: la inflación tendía a estar por encima del 10% y se recurría a una apreciación del tipo de cambio nominal. Pero, partir de noviembre del mismo año, el banco central estableció un **tipo de cambio fijo** nominal para no modificarlo más. Ciertamente, esto contribuyó a mantener la inflación cada vez más baja. La última vez que la inflación estuvo por encima del 5% fue en mayo de 2016 (a un 5,02%).

Si se observa la trayectoria de la inflación desde al año 2000, se puede ver que –salvo el período de agosto de 2007 a enero de 2009, y el período de febrero a agosto de 2011– la tasa de inflación siempre estuvo por debajo del 10%, e incluso en algunos meses mostró cifras negativas. Esto indica que, en general, en los últimos 20 años **Bolivia gozó de estabilidad** macroeconómica. De este modo, no debería sorprender que, además, esta haya sido una etapa de importante crecimiento económico, especialmente en el transcurso de 2004 a 2018, cuando la economía creció a una tasa anual del 4,8% del PIB, en promedio.

Al efectuar un análisis histórico del crecimiento económico en Bolivia entre 1950 y 2015, Machicado (2018) demuestra que la estabilidad macroeconómica, además de los términos de intercambio y la apertura comercial, fue uno de los principales determinantes de la productividad total de factores en Bolivia. Y si la productividad explica el crecimiento, queda claro por qué Bolivia ha crecido más en los períodos de mayor estabilidad macroeconómica, que fueron los períodos de 1960 a 1977 y de 2004 a 2018. Ambos períodos tuvieron un común denominador: el tipo de cambio fijo, tal como lo demuestran Kehoe *et al.* (2019), por lo que queda claro que la **política cambiaria** juega un rol fundamental en controlar la inflación y, por ende, garantizar la estabilidad macroeconómica.

En este sentido, en la sección II se hace un análisis sobre el planteamiento que tiene cada uno de los partidos políticos respecto a la política cambiaria y su posible modificación. En la sección III se presentan propuestas de política económica para concretar una política cambiaria que sea sostenible y coherente con la inflación y el crecimiento económico. Finalmente, en la sección IV se presentan algunas conclusiones.

## II. Análisis de propuestas de gobierno para la política cambiaria

A partir del subtítulo anterior queda claro que la estabilidad macroeconómica es un reflejo de la inflación baja y controlada, y que esta, a su vez, para la economía boliviana es un reflejo del **tipo de cambio fijo**. Esto ocurre porque el tipo de cambio nominal fijo ha actuado como un **ancla de la inflación**. No es sorprendente que así sea; muchas veces los gobiernos utilizan la política cambiaria para controlar la inflación, ya que se sabe que la inflación depende de las expansiones monetarias que haga un banco central por encima de la tasa de crecimiento de la economía. Con una política cambiaria de tipo de cambio nominal fijo, el banco central solamente modifica la oferta monetaria para mantener el tipo de cambio fijo. Esto es otra forma de controlar que el banco central no modifique la oferta de dinero de manera arbitraria, para que así no se generen presiones inflacionarias.

Así, desde la perspectiva del gobierno, **mantener un tipo de cambio fijo** puede ser una decisión óptima, pues permite controlar la inflación, y más aún en un contexto en que el banco central no es independiente y puede estar sujeto a presiones del gobierno central. Parece que esto lo tienen claro la mayoría de los partidos políticos porque, de los ocho partidos, solamente uno plantea flexibilizar la política cambiaria. El resto casi no menciona al tipo de cambio de manera específica, y en cuanto a la política cambiaria se refiere, sugieren mantener un nivel adecuado de las reservas internacionales netas (RIN), que (se sobreentiende) servirá para mantener fijo el tipo de cambio nominal.

Casi todos los partidos consideran que la estabilidad macroeconómica es fundamental para fomentar el crecimiento y el desarrollo económico. Algunos partidos la mencionan de manera implícita y otros, de manera explícita, la entienden como el control de la inflación, pero asumen que esta no es un problema o que podría ser un problema solo a futuro. Esto se debe a que, como ya se mencionó, fueron más de 20 años en los que, efectivamente, la inflación no fue un problema. Por tanto, **no hay ninguna propuesta concreta para el tema de la inflación**, salvo un partido que propone (explícitamente) cambiar la política monetaria actual –que está basada en los agregados monetarios– a una política basada en las metas de inflación. Asimismo, algunos partidos proponen devolverle la **independencia al banco central**, pues vislumbran que un banco central independiente es siempre más efectivo para controlar la inflación.

Evidentemente, una parte de la estabilidad macroeconómica depende de un **déficit fiscal bajo**, pues la mayoría de las crisis económicas tienen su origen en la parte fiscal y en déficits altos que no pueden ser financiados. En esos casos, los gobiernos se ven obligados a recurrir al financiamiento vía emisión monetaria, lo que al final detona un proceso inflacionario. Esto, al parecer, lo tienen claro los partidos, pues todos le dedican varios párrafos a explicar sus medidas de reducción del déficit fiscal.

Algunos partidos plantean una reducción gradual del déficit fiscal a través de la eliminación de gastos superfluos y la priorización en inversiones productivas. Otros plantean la adopción de reglas fiscales; concretamente, reglas de balance estructural y de fijación de metas al déficit o al superávit (seguramente primario). Un partido plantea hacer una reforma estructural que garantice la estabilidad presupuestaria. Ningún partido cuestiona el rol distribuidor que debe seguir teniendo la política fiscal, además de garantizar el empleo en el sector público.

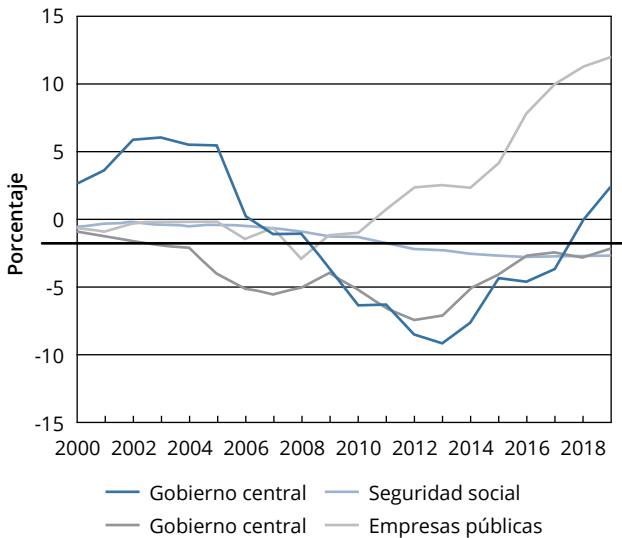
Todas estas medidas fiscales son adecuadas. Ciertamente, una reducción del déficit fiscal será importante, especialmente si se quiere reducir el **endeudamiento interno**, específicamente el endeudamiento con el Banco Central que en los últimos años ha estado financiando principalmente a las empresas públicas (Gráfico 2). Desde el año 2014 hasta el 2018, se observa un aumento del crédito neto del banco central a las empresas públicas, que pasó del 2% al 12% del PIB. En el último año, el crédito neto al gobierno central volvió a ser positivo (como lo era antes de 2006), lo que significa que el gobierno central agotó todos los depósitos que tenía en el banco central.

Es importante que la política cambiaria sea abordada en los planes de gobierno de cada partido de manera frontal, directa y con propuestas concretas, porque mantener el tipo de cambio fijo no responde, necesariamente, a una decisión autónoma del gobierno o del banco central. Actualmente el banco central interviene en el **mercado cambiario** para fijar el tipo de cambio; lo hace a través de la venta de dólares cuando existe un exceso de demanda de esta divisa. Para ello emplea las **reservas internacionales** brutas (RIB), que se han estado reduciendo –de manera sostenida– desde noviembre de 2014, como se observa en el Gráfico 3. Esto significa que, en los últimos años, la demanda ha sido mayor que la oferta de dólares, lo que se explica, principalmente, por el déficit que existe en la balanza comercial (i.e. importaciones mayores a las exportaciones). Al no haber

perspectivas de que el déficit en la balanza comercial se revierta en el corto y mediano plazo, las reservas seguirán cayendo hasta llegar a niveles donde ya no se pueda sostener un tipo de cambio fijo.

La porción no líquida ha variado según las fluctuaciones en la cotización del oro pero, en general, ha estado en un promedio anual del 15% hasta 2018; en 2019 este promedio aumentó al 25%.

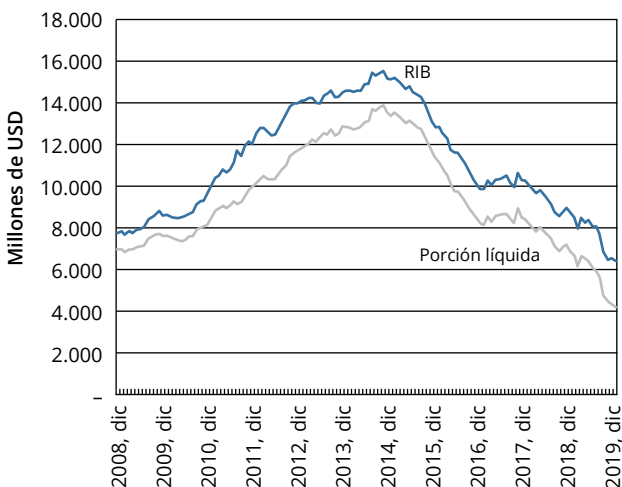
**Gráfico 2**  
Crédito neto del banco central al sector público  
(En porcentajes del PIB)



Fuente: Banco Central de Bolivia.

Nota: El PIB de 2019 se calculó con base en la tasa de crecimiento proyectada por el MEFP en su presentación de rendición de cuentas del año 2019.

**Gráfico 3**  
Reservas internacionales brutas  
(En millones de dólares)



Fuente: Banco Central de Bolivia.

El Gráfico 3 también muestra la evolución de la **porción líquida** de las RIB, que es la porción no denominada en oro, sino en alguna moneda (principalmente el dólar).

Las RIB han aumentado de USD 7.722 millones en diciembre de 2008 a USD 15.477 millones en noviembre de 2014, para luego caer a USD 6.373 millones en enero de 2020. Es decir que, actualmente, se tiene un nivel de reservas inferior al que se tenía hace 12 años. Las reservas líquidas solamente ascienden a USD 4.193 millones. En el gráfico también se puede evidenciar que la caída de las reservas se puede dividir en dos etapas. Una, más rápida pero suave, ocurrió entre 2014 y 2016. El 2017 las reservas se mantuvieron más o menos estables, para luego caer de manera más lenta pero “accidental” desde 2018. En todo el período de caída, las RIB disminuyeron a una tasa promedio de USD 144 millones por mes. En la primera etapa, a una tasa de USD 203 millones por mes, y en la segunda, a una tasa de USD 154 millones por mes. Si se mantuviera esta tasa de caída de la segunda etapa, las RIB se agotarían en junio de 2023, pero la porción líquida, que cae a una tasa de USD 167 millones, se agotaría en febrero de 2022. Por tanto, un régimen de tipo de cambio fijo podría mantenerse por dos años más, de no haber ningún cambio en la economía.<sup>2</sup>

Cuando las reservas internacionales se agotan, ya no es posible mantener un tipo de cambio fijo, por lo que se procede una devaluación y una crisis cambiaria que, en la literatura económica, lleva por nombre “**crisis de balanza de pagos**” o “**crisis monetaria**”. Por lo general, la devaluación que acompaña a este tipo de crisis es muy fuerte porque se requiere corregir el atraso cambiario de manera brusca, lo que genera un *overshooting* que, al aumentar la volatilidad del producto, genera una fuerte inestabilidad macroeconómica. Bolivia tuvo una crisis de balanza de pagos el año 1982, con una devaluación del 257%, cuando las RIN llegaron a representar un -10% del PIB, debido a que las RIB eran menores a los pasivos que tenía el banco central con el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR).

Las crisis de balanza de pagos no serían tan graves si, además de la devaluación, no tuvieran otras consecuencias peores como la pérdida brusca de la estabilidad macroeconómica, a causa de la inflación

<sup>2</sup> Asumiendo también que las expectativas del público no aceleren el proceso de decaimiento de las reservas.

producida. Después de la crisis de la balanza de pagos de 1982, Bolivia tuvo que enfrentar la crisis de la hiperinflación a mediados de los años ochenta. El costo más alto de esta crisis fue que más de la mitad de lo que había logrado desarrollarse en la economía boliviana entre 1960 y 1977 se perdió en un lapso de ocho años, entre 1978 y 1986.

En resumen, después de analizar las propuestas de los diferentes partidos políticos, se infiere que todos ellos entienden que el **ajuste fiscal** garantizará la estabilidad macroeconómica. Ciertamente es importante este ajuste, pero es una parte del camino que se debe recorrer para garantizar la estabilidad. Todos los partidos olvidan (o quizás prefieren no mencionar) que también se debe hacer un ajuste monetario que flexibilice la política cambiaria. De no proponer este ajuste y obviarlo, estaremos avanzando hacia una posible crisis de balanza de pagos y a sus terribles consecuencias: la pérdida de estabilidad macroeconómica.

### III. Propuestas de política monetaria para preservar la estabilidad económica

Después de analizar las propuestas de los partidos y constatar que no abordan el problema de la estabilidad macroeconómica desde la perspectiva de la política monetaria (y de su objetivo de mantener la inflación estable), cabe proponer algunas recomendaciones de política económica que deberían considerarse a fin de evitar una posible crisis de balanza de pagos. Ciertamente, todas las recomendaciones ayudarían a aliviar el problema, pero cada una operará de manera diferente y tendrá diferentes implicancias de economía política.

Como en toda propuesta de política económica, siempre van a existir costos y beneficios que deben balancearse de acuerdo a las circunstancias. En general, se debe elegir la opción que minimice los costos. Esto no siempre es fácil porque puede haber **costos sociales** que afecten a la población. Cuando esto sucede, lo usual es que la población afectada desaproveche las medidas y se genere un costo político que, por lo general, los gobiernos no están dispuestos a asumir, especialmente en un contexto de elecciones o cuando el gobierno no tiene el suficiente apoyo político. De alguna manera, esto explica por qué los partidos no proponen nada explícito con respecto a la política cambiaria. En tal sentido, la lógica política es la siguiente: escoger, primero, las medidas menos impopulares y menos visibles para la población; a su vez, postergar las medidas

más impopulares y más visibles (o transparentes). Así, queda claro que el **costo político** está ligado a la transparencia y al impacto económico negativo de una política económica.

Las siguientes opciones de política han sido extraídas de Broz *et al.* (2016), que analizan las opciones de política propuestas en una muestra grande de países (desde 1970) para evitar una crisis de balanza de pagos en contextos eleccionarios. Se identifican 5 opciones de política, ordenadas desde las **menos visibles** hasta las más **impopulares**. Lógicamente, estas políticas, salvo la última, tratan de evitar flexibilizar el tipo de cambio y mantener así la inflación controlada, bajo la idea de una estabilidad macroeconómica.

#### Opción 1: vender las reservas internacionales.

Esta es la opción de política que, de acuerdo al Gráfico 3, viene aplicando el Banco Central de Bolivia desde noviembre de 2014. Antes no era necesario hacerlo porque el país tenía un superávit comercial; es decir, exportaba más de lo que importaba, por lo que más bien el banco central compraba dólares. Cuando se revirtió el balance comercial hacia un déficit, sin embargo, el banco central tuvo que intervenir en el mercado cambiario vendiendo dólares. Como se explicó en la sección 2, esta política tiene una fecha de término proyectada para febrero de 2022, siempre y cuando no ocurra antes un hecho fortuito.<sup>3</sup>

#### Opción 2: control de capitales.

En muchos países las crisis de balanza de pagos ocurren porque se produce una fuga brusca de capitales (*sudden stop*) que pone en riesgo la estabilidad cambiaria. Por lo general esto pasa en países que tienen un fuerte vínculo con los mercados de capitales externos, que no es el caso de Bolivia. Aún así, la ASFI, junto al Ministerio de Economía y Finanzas Públicas, aplicaron ya hace un año medidas que restringen la salida de capitales de los bancos. De manera concreta:

- Se redujo el límite de la inversión en el exterior para las entidades financieras, de un 25% a un 15%.
- Se redujo el límite de la inversión en el exterior para los nuevos fondos de inversión abiertos y cerrados, de un 25% a un 5%.

<sup>3</sup> Esta política depende también mucho del grado de dolarización de la economía. Actualmente este grado es bajo, si se considera la proporción de depósitos en dólares en el sistema bancario.

### Opción 3: aumento de la tasa de interés.

Esta política se aplica para frenar la salida de capitales y, más bien, fomentar su entrada, con el costo consecutivo de restringir la política monetaria. Por la estructura de las tasas de interés (y el vínculo que existe entre las tasas del mercado), esta política aumenta el costo real de prestarse dinero. Por tanto:

- Las empresas recortan en sus gastos de capital y de inversión, dado que el crédito se encarece.
- Los hogares recortan en sus gastos de vivienda, automóviles y bienes durables.

Esta caída de la inversión y del gasto genera una caída del PIB y, por tanto, genera desempleo.

### Opción 4: barreras comerciales.

Dado que el riesgo de una crisis de balanza de pagos depende del déficit comercial, una opción es desincentivar las importaciones a través de los aranceles y/o incentivar las exportaciones a través de los subsidios. La Organización Mundial del Comercio (OMC) autoriza que los gobiernos impongan aranceles a las importaciones ante problemas de balanza de pagos, siempre y cuando estos aranceles no excedan las medidas necesarias para frenar o reducir una fuerte caída en las reservas. Asimismo, estas medidas arancelarias deben ser temporarias y amplias en el sentido de actuar como un impuesto aplicado a todas (o casi todas) las importaciones. Al aumentar el costo de los bienes importados, esta es una medida que genera inflación.

### Opción 5: devaluación del tipo de cambio nominal.

Ciertamente, una opción es devaluar antes de que se produzca una devaluación endógena cuando estalle la crisis de balanza de pagos. No obstante, como ya se explicó en la sección 2, toda devaluación está asociada a un aumento de la inflación y, por ende, a una caída en el poder de compra de las personas, ya que se erosionan los salarios reales. Este es un costo inevitable ante cualquier devaluación que, al afectar la estabilidad macroeconómica, también afecta al crecimiento del PIB. Sin embargo, los efectos no son permanentes y son beneficiosos en el mediano plazo, pues se restablece el control de la política monetaria por parte del banco central y se eliminan todas las distorsiones que un régimen de tipo de cambio fijo generó tanto en la balanza comercial, como en el manejo de la deuda externa.

Cicowicz *et al.* (2020) analizan diferentes escenarios de devaluación en Bolivia aplicando una hipotética flexibilización el 2020 y proyectando sus efectos hasta 2025. Los autores muestran que, en todos los escenarios de una **política de shock**, existe un “efecto rebote”; es decir que la inflación salta el año de la devaluación, pero baja los siguientes años (2021 y 2022) para encontrar su nivel de equilibrio a partir de 2023. No se genera este efecto rebote cuando se aplica una **devaluación gradual**; pero, en promedio, la inflación es menor cuando se aplica una devaluación de tipo *shock* que venga acompañada de un ajuste fiscal (una reducción del gasto).

Lo mismo sucede con la tasa de crecimiento del PIB: muestra un salto importante el momento de la devaluación, para luego caer en 2021 y recuperarse a partir de 2022. Lo interesante es que, de nuevo, la tasa de crecimiento promedio (de 2020 a 2025) es mayor cuando se aplica una política de devaluación de tipo *shock* que venga acompañada de un ajuste fiscal. El único argumento que favorece una devaluación gradual es el desempleo. En una devaluación gradual, el desempleo aumenta en menor medida.

Todas estas opciones fueron consideradas tomando en cuenta que nada extraño sucedería antes de las elecciones. Sin embargo, estas fueron postergadas ante la **emergencia sanitaria** causada por la pandemia del COVID-19. Así, en definitiva, cambia el contexto en que se podrían aplicar las opciones, al menos mientras dure la emergencia sanitaria. Para enfrentarla, en primer lugar, Bolivia solicitó un **crédito del FMI** por USD 327 millones, que si bien se destinarán a contrarrestar los efectos económicos negativos de la emergencia, abren la posibilidad de que, en un futuro cercano y ante una caída acelerada de las reservas internacionales, el FMI otorgue otro préstamo que evite el colapso cambiario y el incremento en la tasa de inflación. Esta posibilidad es vital porque, desde ya, habrá un aumento de la inflación a causa de los *shocks* en la oferta y la demanda que se están produciendo. Si a ello se le añadiera una inflación causada por un tipo de cambio flexible (opción 5), se echarían por los suelos todas las políticas del gobierno actual de mantener el poder de compra de las familias a través de los distintos bonos que se están otorgando.

Por otro lado, una medida que han adoptado casi todos los bancos centrales para contrarrestar los efectos de la crisis del COVID-19 ha consistido en bajar las tasas de interés a fin de aumentar la liquidez. En ese sentido, actualmente la opción 3 de aumentar la tasa de interés para frenar la salida de capitales está totalmente

vetada. En todo caso, habría que ver a cuánto asciende la salida de capitales a causa de esta reducción de las tasas.

Finalmente, poner barreras comerciales, cuando el comercio ya está deprimido *per se*, podría profundizar la crisis económica, por lo que la opción 4 también estaría inactiva por un buen tiempo.

#### IV. Recomendaciones de política

Bolivia ya ha adoptado las dos primeras medidas planteadas para mantener el tipo de cambio fijo: vender reservas y controlar capitales. De hecho, ha tomado las dos medidas menos impopulares; las que no tienen un costo político. Las medidas que siguen (subir la tasa de interés y restringir las importaciones) tendrían un costo económico que se traduciría en una caída de la tasa de crecimiento y una elevada inflación. Los mismos costos aparecerían ante una devaluación del tipo de cambio nominal. En todo caso, estas medidas actualmente están vetadas por la crisis del COVID-19.

Si no fuera por la actual crisis del COVID-19, la recomendación del presente documento consistiría en avanzar de frente hacia una **política de tipo de cambio nominal flexible**; es decir, hacia un mercado que defina el precio del dólar. Esta política, además, debería contemplar una devaluación efectuada en **shock** y acompañada de un **ajuste fiscal**, pues esta es la política que domina en cuanto a sus efectos a mediano plazo, al contrario de una política de devaluación gradual. Si bien esta política generaría una inflación en el corto plazo, esta se controlaría con relativa rapidez y se retornaría a la estabilidad macroeconómica para 2023.

Sin embargo, el contexto actual de la crisis económica – causada por la emergencia sanitaria y la cuarentena – no permite que el gobierno pueda soportar siquiera una inflación y una inestabilidad macroeconómica en el corto plazo. Por ello, se tendrá que seguir apostando por la opción de **mantener el tipo de cambio fijo**, interviniendo en el mercado cambiario y restringiendo la salida de capitales. Lógicamente, esto ejercerá una gran presión en la política monetaria, pues se tendrán que cuidar las reservas a fin de que no se agoten rápidamente y, en caso de agotarse, se tendrá que **solicitar un crédito** al FMI o al FLAR para mantener un nivel adecuado de reservas.

La opción ideal, pero prácticamente improbable, será la de encontrar algún *commodity* que se pueda exportar

masivamente, de modo que se revierta el déficit en la balanza comercial. Si antes de la crisis sanitaria estábamos lejos de encontrar ese *commodity*, ahora lo estaremos aún más. A esto se le suma la caída en las remesas que, de hecho, también ponen más presión sobre las reservas internacionales.

Los equipos económicos de los partidos políticos deberán estar atentos a los datos macroeconómicos de los próximos meses y, en función de ello, ajustar sus propuestas y plantear medidas concretas para controlar la inflación y garantizar la estabilidad macroeconómica, que hoy es amenazada por *shocks* de oferta y demanda.

#### V. Escenarios post COVID-19

En el documento se han planteado 5 opciones de política económica para asegurar la estabilidad macroeconómica entendida como el control de la inflación. De estas, 4 apuntan a mantener el tipo de cambio fijo, lo que garantizaría que la inflación esté anclada al tipo de cambio nominal y por ende se mantenga con una tasa baja. Solo la última opción contempla devaluar.

La pandemia del Covid-19 y las políticas que se han aplicado para controlarla, han suprimido 3 de las 4 opciones para mantener un tipo de cambio fijo. La primera opción consistente en aplicar controles de capitales, quizás sería todavía factible de implementar, pero en un escenario donde todos los países han optado por otorgar liquidez bajando la tasa de interés, es difícil pensar que los bancos u otro agente financiero encuentren rentabilidad en los mercados internacionales.

Por la misma razón, la opción de aumentar la tasa de interés en Bolivia para atraer capitales extranjeros también esta anulada, porque, por el contrario, la política monetaria apunta a bajar la tasa de interés para facilitar el crédito y así dotar de liquidez y estimular la demanda interna.

En tercer lugar, la opción de limitar las importaciones aplicando aranceles, también esta anulada, porque el principal producto de importación en Bolivia son los suministros industriales, seguido de los bienes de capital. Por tanto, en un escenario de shock de oferta como el que ha habido por la cuarentena, la política correcta será la de facilitar la reactivación de la oferta, bajando impuestos a las empresas, uno de ellos precisamente debería ser el impuesto a las importaciones o aranceles.

La política de cerrar fronteras ha generado una especie de economía cerrada, lo que ha permitido que caigan temporalmente las importaciones, esto a su vez ha propiciado una caída en la demanda de dólares, lo que al final se ha traducido en un aumento temporario de las reservas internacionales brutas (RIB), las cuales han aumentado en \$us. 516 millones entre marzo y abril de 2020.

Este aumento de las RIB da un alivio y permite pensar que se puede seguir aplicando la política de venta de dólares o de reducción de RIB, que al final es la única opción factible para mantener el tipo de cambio nominal fijo y de hecho es la opción que se recomienda seguir, al menos en el corto plazo, pues la opción de devaluación traería consigo inflación y eso deterioraría en gran medida las políticas de bonos y ayudas que se están implementando, pues habría una pérdida del poder adquisitivo del boliviano.

De todas maneras, en el mediano plazo habrá que devaluar, si es que no se logra revertir el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos.

## Bibliografía

- Broz, J. L., Duru, M. J. y Frieden, J. A. (2016). Policy Responses to Balance-of-Payment Crises: The Role of Elections. *Open Economies Review*, 27 (2), pp. 207-227.
- Cicowicz, M., Machicado C. G., Muriel, B., Herrera A. y Goytia, A. (2020). *Exchange-Rate Policy in a Dollarized Economy: Implications for Growth and Employment in Bolivia*. PEP Working Paper, 2020-12. La Paz, Bolivia.
- Jemio, L. C. (2019). Producción y Precios Bajo la Lupa de los Ciclos Económicos. En B. Muriel e I. Velásquez. (Eds.), *Evaluación de la Economía y del Desarrollo en Bolivia: Avances, Retrocesos y Perspectivas* (pp. 37-57). La Paz, Bolivia: Plural Ediciones.
- Kehoe, T., Machicado, C. G. y Peres-Cajías, J. (2019). *The Monetary and Fiscal History of Bolivia, 1960-2017*. NBER Working Paper, 25523. La Paz, Bolivia.
- Machicado, C.G. (2018). *De las Causas Próximas a las Causas Profundas del Crecimiento Económico en Bolivia entre 1950 y 2015*. Documento de trabajo No. 9/18: La Paz, Bolivia: INESAD.
- Stein, H. (1956). Policies for Economic Growth and Stability. *Journal of Farm Economics*, 38(5), pp. 1159-1172.

## Anexo: Matriz de sistematización de propuestas de los partidos políticos Tópico de análisis: estabilidad macroeconómica

Partido político	Temáticas relacionadas con el tópico	Medidas específicas
ADN	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. <b>Política fiscal.</b> Se harán reformas estructurales para garantizar la estabilidad presupuestaria.</li> <li>2. <b>Política comercial.</b> Se promoverán la libertad de comercio y la apertura de mercados.</li> </ol>	No se especifica la manera en que se pretenden implementar estas propuestas, aunque se sugiere que se hará a la luz del <b>libre mercado</b> , pues se enfatiza el tema de la libertad económica.
ALIANZA LIBRE 21	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. <b>Estabilidad macroeconómica.</b> Se reducirán los déficits fiscal y comercial a niveles sostenibles y adecuados.</li> <li>2. <b>Política de inversión.</b> Se invertirá en una infraestructura que priorice a los corredores de exportación.</li> <li>3. <b>Política bancaria y financiera,</b> dirigida a mantener la solidez y estabilidad del sistema financiero y a proteger la función de intermediación que desarrollan las entidades financieras y su papel en el sistema de pagos.</li> <li>4. <b>Política comercial.</b> Habrá una apertura de mercados hacia la libre exportación.</li> </ol>	De manera transversal a las políticas mencionadas, se menciona el respeto a la <b>propiedad privada</b> , la <b>seguridad jurídica</b> , la protección y defensa del <b>consumidor</b> , la regulación clara de los <b>servicios públicos</b> , el control de <b>monopolios</b> y oligopolios, el control del <b>contrabando</b> , la formalización de la economía y el desarrollo de <b>alianzas público-privadas</b> (APP) para que el sector privado apoye a la inversión pública. No se menciona nada en cuanto a la política cambiaria.
CC	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. <b>Estabilidad macroeconómica.</b> Se impulsará un nivel de crecimiento adecuado del PIB gracias al trabajo conjunto del sector público y privado para generar fuentes de empleo y riqueza para todos, con una tasa de inflación baja y controlada.</li> <li>2. <b>Política cambiaria.</b> Se buscará un nivel adecuado en las reservas internacionales con mecanismos ágiles de acumulación de las reservas basados en los incentivos, y no así en las imposiciones políticas.</li> </ol>	Se resalta el impacto positivo de las <b>alianzas público-privadas</b> sobre la producción, para lo cual se señala como de suma importancia garantizar la estabilidad macroeconómica representada por una <b>inflación</b> baja y controlada. Para esto se propone restituir la <b>independencia del banco central</b> . No se plantea, de forma explícita, mantener el tipo de cambio fijo, pero se intuye que así se hará, ya que se

<p>CC</p>	<ol style="list-style-type: none"> <li><b>Política fiscal.</b> Habrá una reducción gradual del déficit público que optimice la inversión en las obras de impacto productivo y social.</li> <li><b>Política de endeudamiento.</b> Se mantendrá la deuda pública estable y sostenible en el tiempo, con perspectivas a reducirla de forma gradual.</li> </ol>	<p>propone mantener un nivel adecuado de las reservas internacionales con base en mecanismos ágiles de acumulación, aunque no queda claro cuáles son. En cuanto a las políticas fiscal y de endeudamiento, ambas proponen el <b>gradualismo</b> para su reducción.</p>
<p>CREEMOS</p>	<ol style="list-style-type: none"> <li><b>Política fiscal.</b> Se reducirá, gradualmente, el déficit fiscal hasta llegar al equilibrio con base en las siguientes medidas para los años siguientes: 6% (2020), 5% (2021), 3,5% (2022), 2,5% (2023), 1,5% (2024) y 0% (2025).</li> <li><b>Asignación de recursos.</b> Bajo la coordinación del ministerio de economía y finanzas públicas se reorientarán los recursos hacia intervenciones que tengan un mayor impacto en el crecimiento global de la actividad económica.</li> </ol>	<p>La estabilidad macroeconómica se plantea desde la sostenibilidad fiscal, para lo que se propone una reducción gradual del <b>déficit fiscal</b>, sin que esto afecte a la actividad económica y de modo que se mantengan tasas positivas en el crecimiento. También se propone llevar a cabo estas acciones sin afectar “el bolsillo de la gente”, lo que lleva a pensar que se pretende mantener la inflación estable, aunque no se lo dice explícitamente. Hasta el 2025 no se aplicarían medidas excepcionales ni en el gasto ni en el ingreso, lo que promoverá una <b>eficacia del gasto</b> público con una orientación costo-efectividad.</p>
<p>FPV</p>	<ol style="list-style-type: none"> <li><b>Política cambiaria.</b> Se dará mayor flexibilidad al tipo de cambio.</li> <li><b>Política fiscal.</b> Se adoptará la regla del balance estructural como regla fiscal.</li> <li><b>Política monetaria.</b> Se basará en las metas de inflación.</li> <li><b>Política comercial.</b> Se aprovecharán los diversos acuerdos de libre comercio que ya se tienen.</li> </ol>	<p>Esta combinación de políticas económicas debería llevar a la economía a un <b>ajuste gradual</b> en un escenario de menores precios. Ciertamente, una política monetaria basada en las metas de inflación apuntaría a esto, pero la flexibilización cambiaria, de todas maneras, generaría cierta inflación. No se explica cómo se van a combinar ambas políticas para controlar la inflación. La regla fiscal es interesante, pero requiere una mayor explicación.</p>
<p>JUNTOS</p>	<ol style="list-style-type: none"> <li><b>Estabilidad macroeconómica, basada en la responsabilidad fiscal.</b> Para esto se aplicarán las siguientes medidas:             <ol style="list-style-type: none"> <li>Recorte del gasto improductivo e ineficiente y racionalización de la inversión pública.</li> <li>Reasignación de recursos con base en nuevas prioridades y una descentralización de la educación y la salud.</li> <li>Implementación de un presupuesto basado en los resultados.</li> <li>Aplicación de una regla fiscal basada en la fijación de una meta presupuestal equilibrada y con límites al saldo de la deuda externa como porcentaje del PIB.</li> <li>Promulgación de una ley de responsabilidad fiscal.</li> <li>Independencia del banco central, autonomía de la contraloría general e institucionalización del INE.</li> </ol> </li> </ol>	<p>El objetivo sería preservar una <b>economía estable</b> y poner en marcha nuevos propulsores de <b>crecimiento sostenido</b>. En primer lugar, se proponen una <b>reforma fiscal</b> amplia y cambios “inteligentes” en la política económica, para corregir los desequilibrios actuales. En segundo lugar, se proponen <b>diversificar</b> las fuentes de riqueza y empleo y apuntalar a nuevas industrias con potencial exportador en sectores en los que Bolivia puede construir ventajas competitivas. El reto clave es atraer y estimular la inversión privada nacional y extranjera, de la mano de buenas políticas de productividad, innovación y emprendimiento, tanto en los sectores tradicionales (i. e. hidrocarburos y minería) como en otros sectores con potencial de desarrollo (e.g. energías limpias, tecnologías sostenibles, aprovechamiento racional de los recursos naturales). El programa detalla el primer punto, pero no el segundo.</p>
<p>MAS</p>	<ol style="list-style-type: none"> <li>Los objetivos de la <b>política fiscal, monetaria y cambiaria</b> se seguirán enfocando en fomentar el desarrollo económico y social, a tiempo de preservar la estabilidad macroeconómica.</li> <li>La <b>política fiscal</b> continuará su rol redistribuidor del ingreso, favoreciendo principalmente a los sectores</li> </ol>	<p>Se continuará y profundizará el <b>modelo de economía social, comunitario y productivo (MESCP)</b> con la meta de llegar en 2025 a un PIB nominal cercano a 60.000 millones de dólares o un PIB per cápita superior a 5.000 dólares. Esto preservando los mecanismos</p>

<p><b>MAS</b></p>	<p>sociales más pobres y vulnerables e impulsando, al mismo tiempo, a los sectores productivos estratégicos y a la ampliación de la infraestructura mediante la inversión pública.</p> <p>3. <b>Política cambiaria.</b> Las reservas internacionales netas se mantendrán en niveles mayores a los óptimos establecidos por organismos internacionales.</p> <p>4. <b>Política de endeudamiento.</b> Se garantizará la sostenibilidad de la deuda pública, con un mantenimiento por debajo de los topes técnicos establecidos por organismos internacionales.</p> <p>5. <b>Política financiera.</b> Se realizará una regulación financiera prudente, basada en la gestión de riesgos de la ley 393 de servicios financieros.</p>	<p>de protección social y velando por la sostenibilidad fiscal.</p>
<p><b>PAN-BOL</b></p>	<p>1. <b>Política fiscal.</b> Se diseñará una política fiscal orientada a favorecer el desarrollo económico, así como a solucionar las necesidades de ingresos del gobierno nacional, de los gobiernos departamentales, de los gobiernos municipales y de las autonomías indígenas.</p>	<p>Una condición básica a considerar en el nuevo régimen fiscal que se piensa establecer es la <b>universalidad</b> en su aplicación, acorde con la realidad económica, el ingreso de la población, los diversos sectores de la economía nacional, y bajo la idea de mantener una condición de progresividad.</p>

El presente documento analiza las propuestas electorales y encuentra que no incluyen explícitamente salvaguardas para la mantención de la tasa de inflación en un nivel bajo. En el contexto actual donde la inflación está contenida por la política del tipo de cambio fijo, una modificación en esta política traería consigo costos políticos que ningún partido estaría dispuesto a asumir. No obstante, se hace evidente la necesidad de tomar medidas preventivas a fin de evitar un colapso cambiario y una pérdida brusca de la estabilidad. Se plantean 5 opciones de política, que en muchas circunstancias están vetadas por la actual crisis económica causada por la pandemia global del COVID-19, pero que vale la pena tenerlas en cuenta a fin de diseñar una propuesta clara y entendible para la población explicando por qué a la larga es mejor optar por un tipo de cambio flexible.



## **AGENDA INTELIGENTE**

PARA EL DEBATE DE POLÍTICAS PÚBLICAS EN BOLIVIA

### **Fundación INESAD**

Dirección: Av. 20 de Octubre, esq. calle Pinilla, N° 260  
Ed. Julia Elena - Sopocachi / La Paz-Bolivia  
Telefono/Fax: (+591-2) 2146069 / E-mail: [inesad@inesad.edu.bo](mailto:inesad@inesad.edu.bo)

### **Fundación Konrad Adenauer (KAS) Oficina Bolivia**

Av. Sánchez Bustamente N° 509  
(entre calles 11 y 12 de Calacoto) / La Paz-Bolivia  
[info.bolivia@kas.de](mailto:info.bolivia@kas.de) / Teléfonos: (+591-2) 2125577 y (+591-2) 2775254  
<http://www.kas.de/es/web/bolivien/home>