



Banco Central de Bolivia

Desafíos de política monetaria: La experiencia reciente del Banco Central de Bolivia

Raúl Mendoza Patiño

Asunción, Junio de 2018

Sumario

1. Orientación contracíclica de la política monetaria
2. Instrumentación de la política cambiaria
3. ¿Un sólo objetivo vs múltiples objetivos?
4. Credibilidad, comunicación y transparencia
5. Principales resultados
6. Algunos desafíos a futuro

Sumario

1. Orientación contracíclica de la política monetaria
2. Instrumentación de la política cambiaria
3. ¿Un sólo objetivo vs múltiples objetivos?
4. Credibilidad, comunicación y transparencia
5. Principales resultados
6. Algunos desafíos a futuro

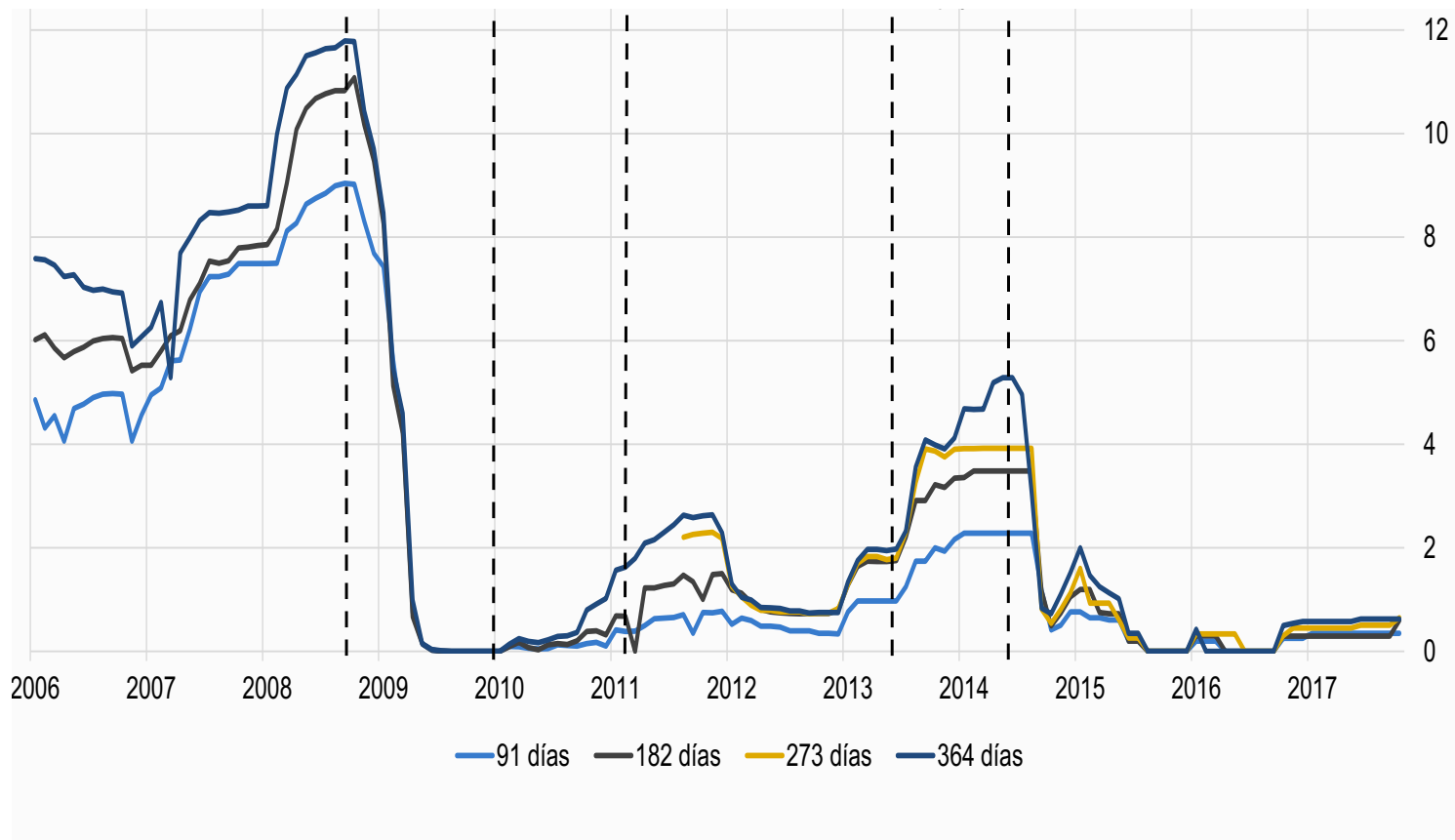
1. Orientación contracíclica de la política monetaria

El Banco Mundial (2017) y FMI (2018), advierten que **varios países de la región adoptaron una orientación procíclica** de su política monetaria.

REO	
Abril 2015	“Con niveles de inflación superior a las metas, en parte a raíz de la fuerte depreciación reciente de las monedas, <u>es apropiada la decisión de aplicar una política monetaria más restrictiva desde fines de 2014.</u> ”
Abril 2016	“ <u>La flexibilidad del tipo de cambio sigue facilitando el necesario ajuste a los menores términos de intercambio.</u> El <u>traspaso del tipo de cambio a la inflación ha sido relativamente moderado,</u> dado el tamaño y la persistencia de la depreciación”
Abril 2017	“En 2015 y a fines de 2016, muchos bancos centrales de la región elevaron preventivamente sus tasas de política monetaria en respuesta al aumento de la inflación. Desde una perspectiva histórica, <u>los aumentos de tasas necesarios para mantener ancladas las expectativas de inflación a mediano plazo fueron más moderados y el efecto de traspaso de las depreciaciones a la inflación ha sido reducido.</u> ”
Abril 2018	“ <u>Los episodios de fuertes depreciaciones han conducido a posturas de política monetaria procíclicas</u> ”

1. Orientación contracíclica de la política monetaria

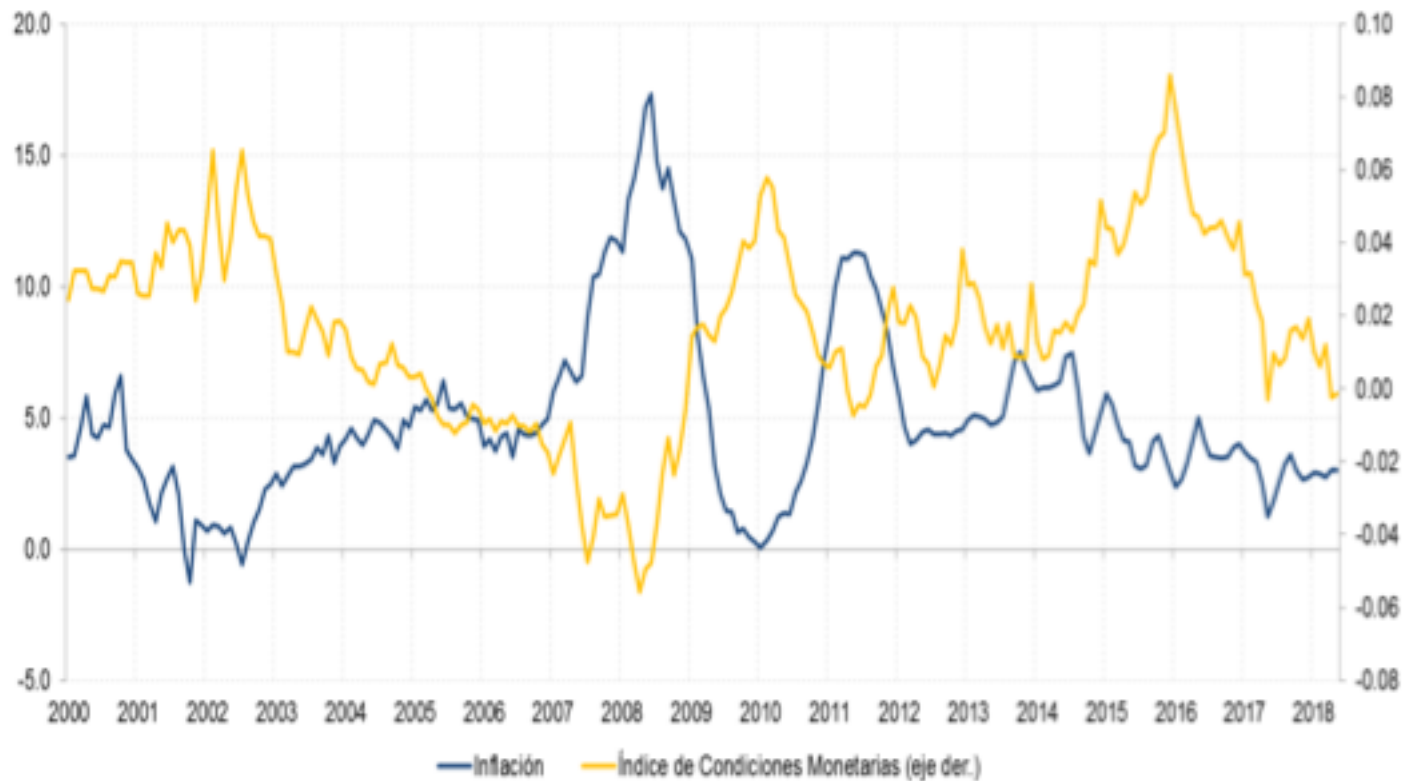
BOLIVIA: TASAS DE INTERÉS DE LOS TÍTULOS DE REGULACIÓN MONETARIA
(En porcentaje)



Fuente: Banco Central de Bolivia

1. Orientación contracíclica de la política monetaria

BOLIVIA: INFLACIÓN E ÍNDICE DE CONDICIONES MONETARIAS (ICM)
(En porcentaje e índice)

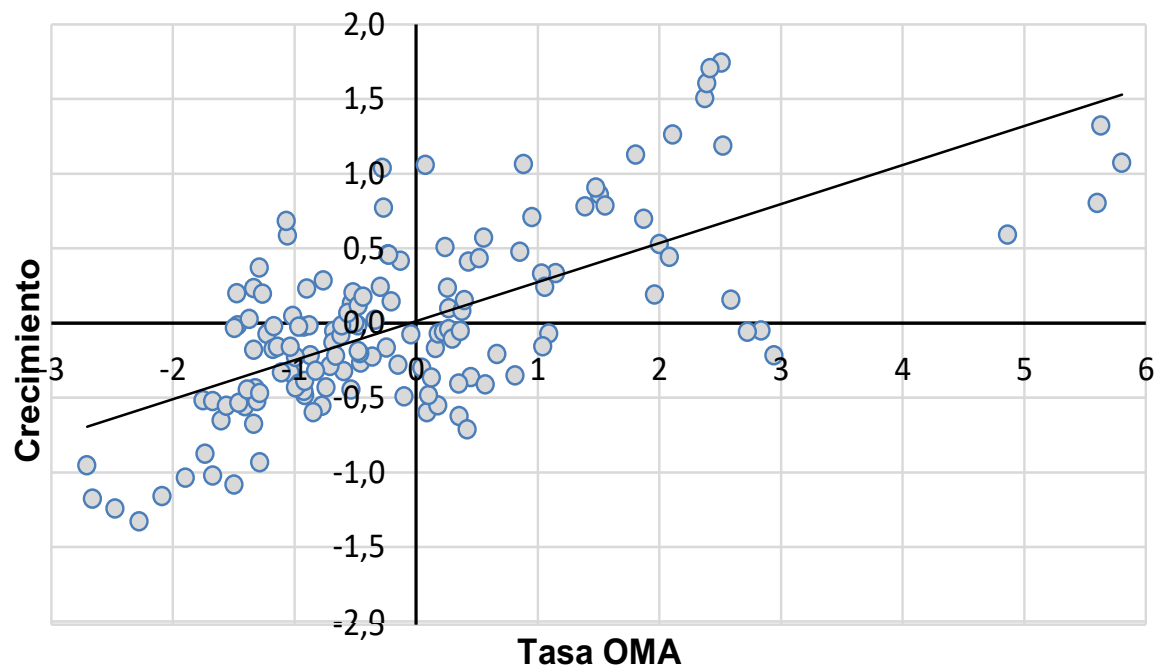


Fuente: Banco Central de Bolivia

Nota: (*) El ICM engloba a las OMA en MN, el Encaje Legal requerido, la variación cambiaria y el *spread* cambiario. Información a abr-2018.

1. Orientación contracíclica de la política monetaria

**BOLIVIA: CORRELACIONES ENTRE COMPONENTES CÍCLICOS DE LA TASA DE INTERÉS Y EL
CRECIMIENTO
(Período 2006-2017)**



Fuente: Banco Central de Bolivia

Nota: Se empleó el crecimiento a doce meses del IGAE acumulado; para la tasa de política, se tomó la tasa de las OMA ponderada por plazos.

Los componentes cíclicos fueron obtenidos empleando el filtro de Hodrick y Prescott con ajustes para datos mensuales.

Sumario

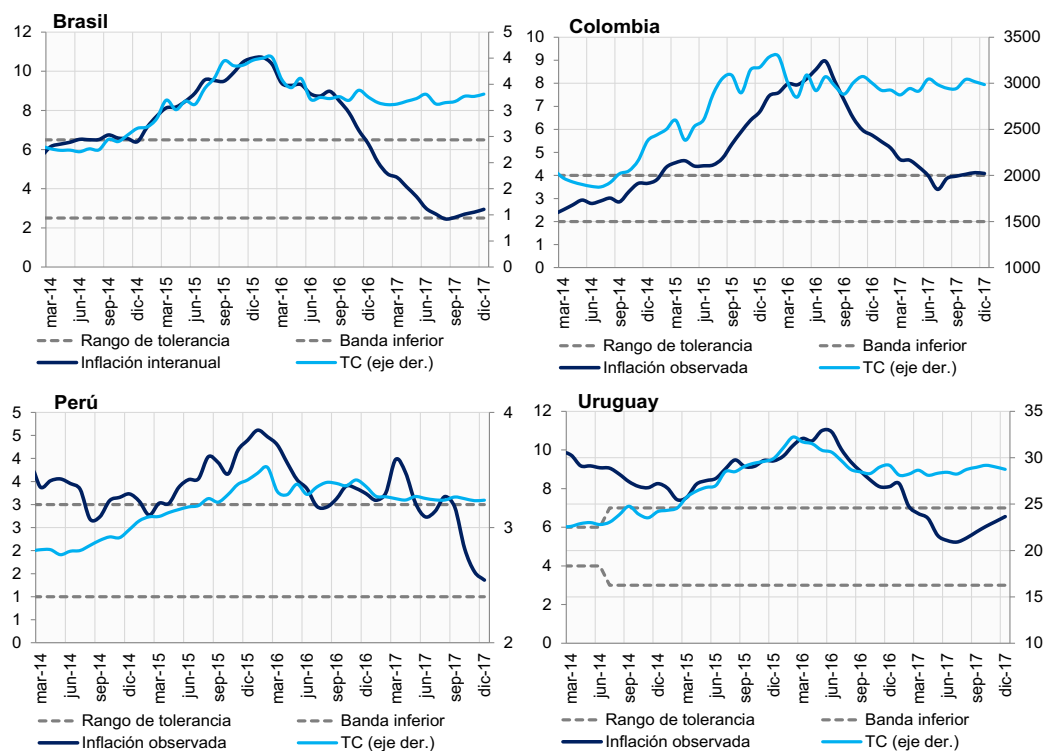
1. Orientación contracíclica de la política monetaria
2. Instrumentación de la política cambiaria
3. ¿Un sólo objetivo vs múltiples objetivos?
4. Credibilidad, comunicación y transparencia
5. Principales resultados
6. Algunos desafíos a futuro

2. Instrumentación de la política cambiaria

“El impacto inflacionario de la depreciación demanda un reexamen de la respuesta de la política monetaria de los bancos centrales de la región frente a grandes shocks externos... .”

FMI (2018)

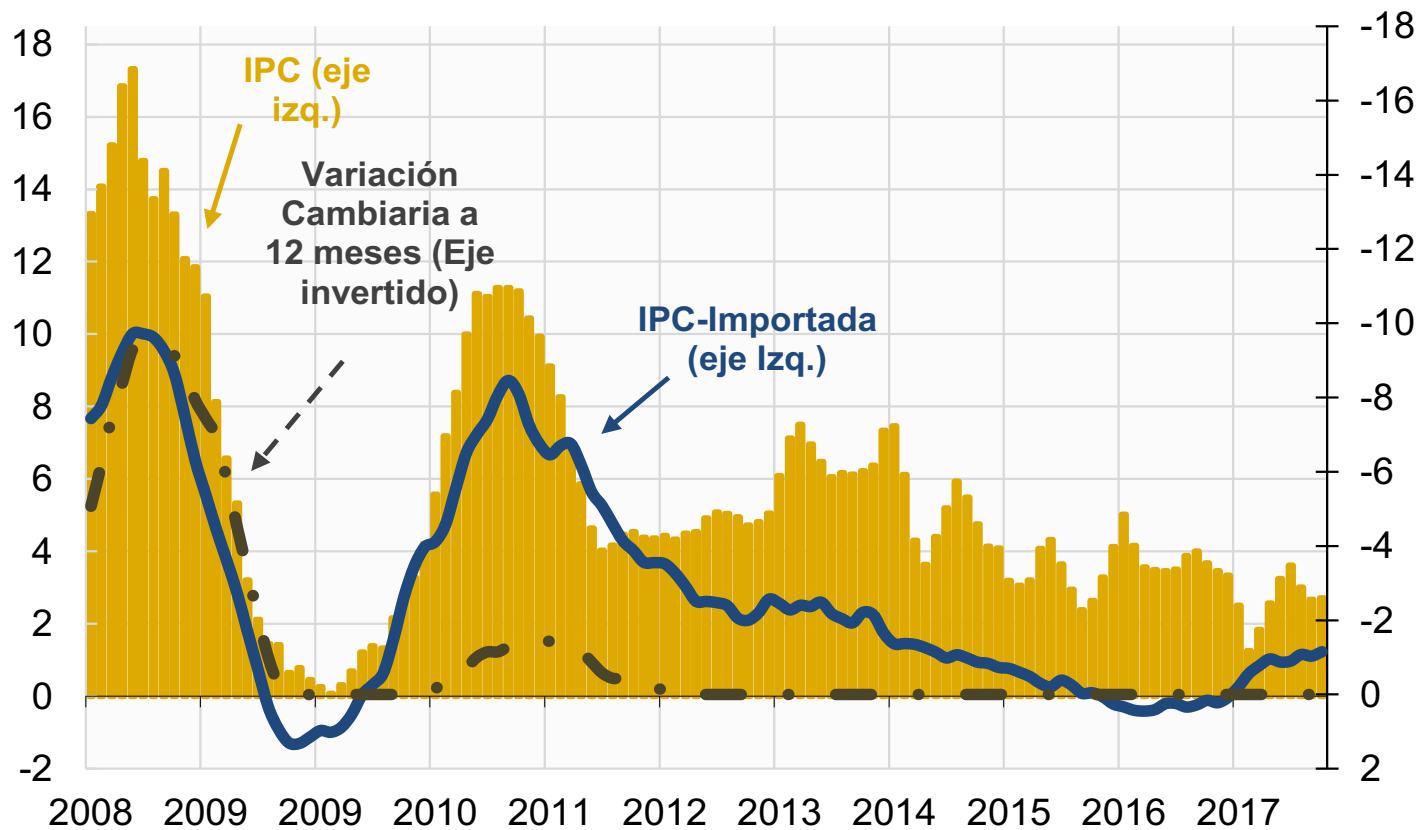
INFLACIÓN INTERANUAL, META DE INFLACIÓN Y TIPO DE CAMBIO (En porcentaje y unidades de moneda local respecto al dólar estadounidense)



Fuente: Institutos Nacionales de Estadística y Bancos Centrales de países seleccionados

2. Instrumentación de la política cambiaria

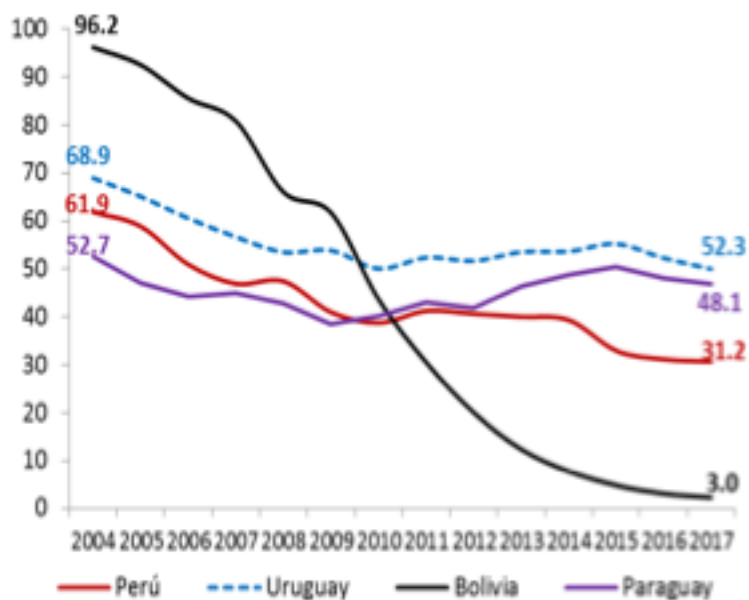
BOLIVIA: APRECIACIÓN, INFLACIÓN OBSERVADA E IMPORTADA
(Variación porcentual a doce meses)



2. Instrumentación de la política cambiaria

La experiencia boliviana, basada en la combinación de políticas económicas y en especial la cambiaria, muestra que la adopción de metas de inflación no es una condición necesaria para la desdolarización como señala el FMI (*Finanzas & Desarrollo*, FMI, Septiembre de 2016).

CARTERA EN ME RESPECTO A LA CARTERA TOTAL
(En porcentaje)



Fuente: Bancos Centrales de los Países

DESUSDOLARIZACIÓN PRE Y POST CRISIS FINANCIERA
(En porcentaje)



Fuente: Catao & Terrones (2016) – BCB

Nota: El período previo a la crisis mundial abarca desde 2000:T1 hasta 2006:T3. El período posterior a la crisis desde 2010:T1 hasta 2015:T4.

Sumario

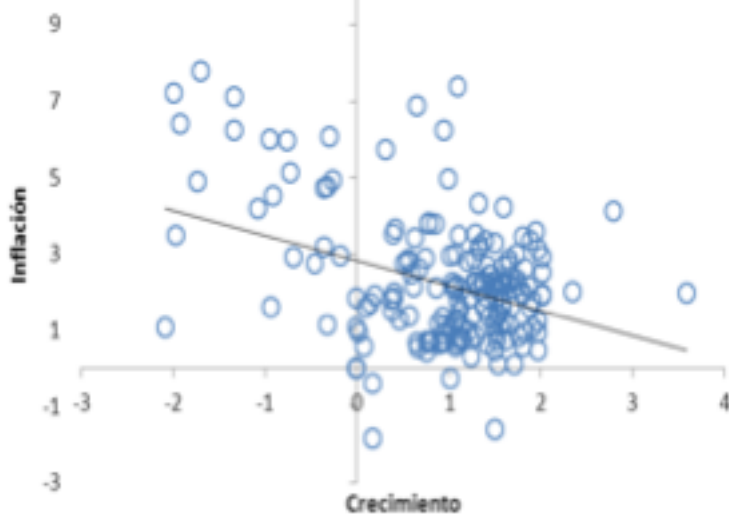
1. Orientación contracíclica de la política monetaria
2. Instrumentación de la política cambiaria
3. ¿Un sólo objetivo vs múltiples objetivos?
4. Credibilidad, comunicación y transparencia
5. Principales resultados
6. Algunos desafíos a futuro

3. Un sólo objetivo vs múltiples objetivos

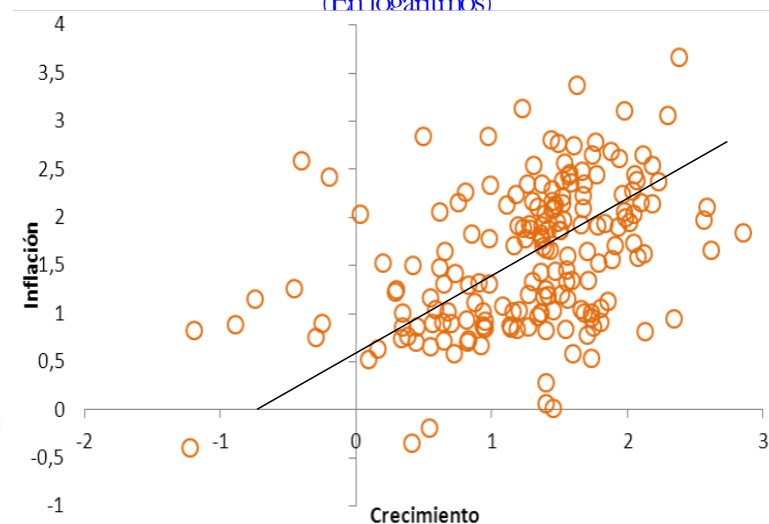
Un mandato muy restrictivo puede generar problemas a los BC y limitar su flexibilidad para adaptar sus respuestas de política a las diferentes circunstancias.

El énfasis en el control de la inflación como el objetivo último de la política monetaria responde a los efectos negativos de la alta inflación sobre el crecimiento económico en años de descontrol monetario y fiscal. Sin embargo, cuando las tasas de inflación son bajas, la evidencia indica que no habría una relación negativa entre inflación y crecimiento económico (Barro, 1995 y 2005).

INFLACIÓN Y CRECIMIENTO ECONÓMICO
EN UNA MUESTRA DE 184 PAÍSES, 1991-2000
(En logaritmos)



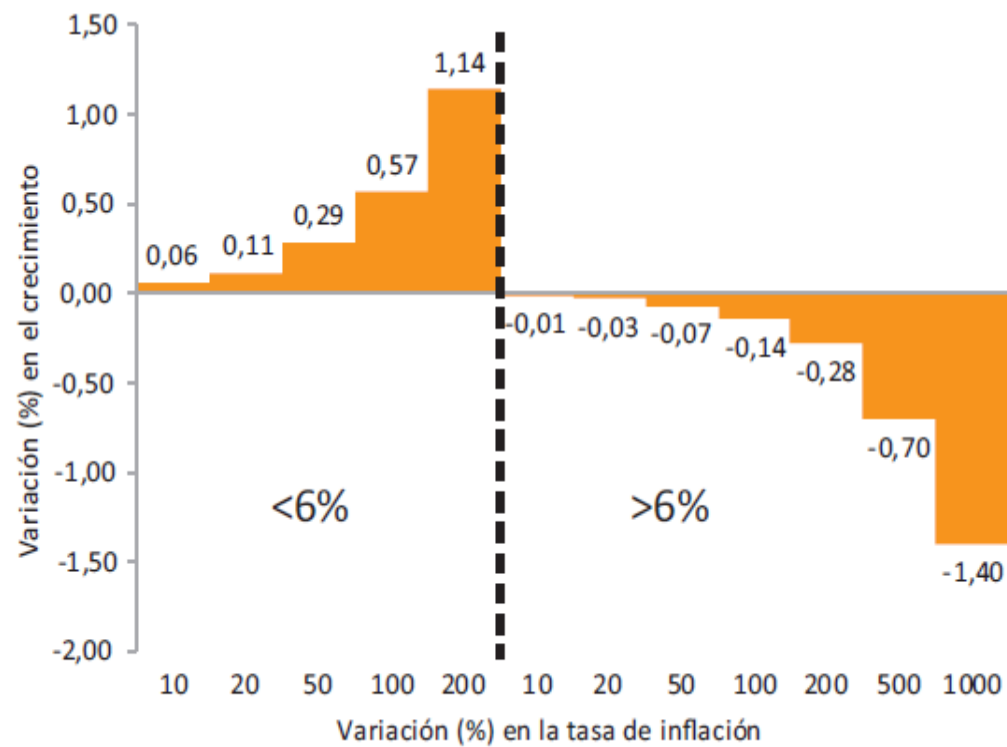
INFLACIÓN Y CRECIMIENTO ECONÓMICO
EN UNA MUESTRA DE 184 PAÍSES, 2001-2013
(En logaritmos)



Fuente: Cálculos realizados a partir de datos del WEO, abril 2014, FMI

3. Un sólo objetivo vs múltiples objetivos

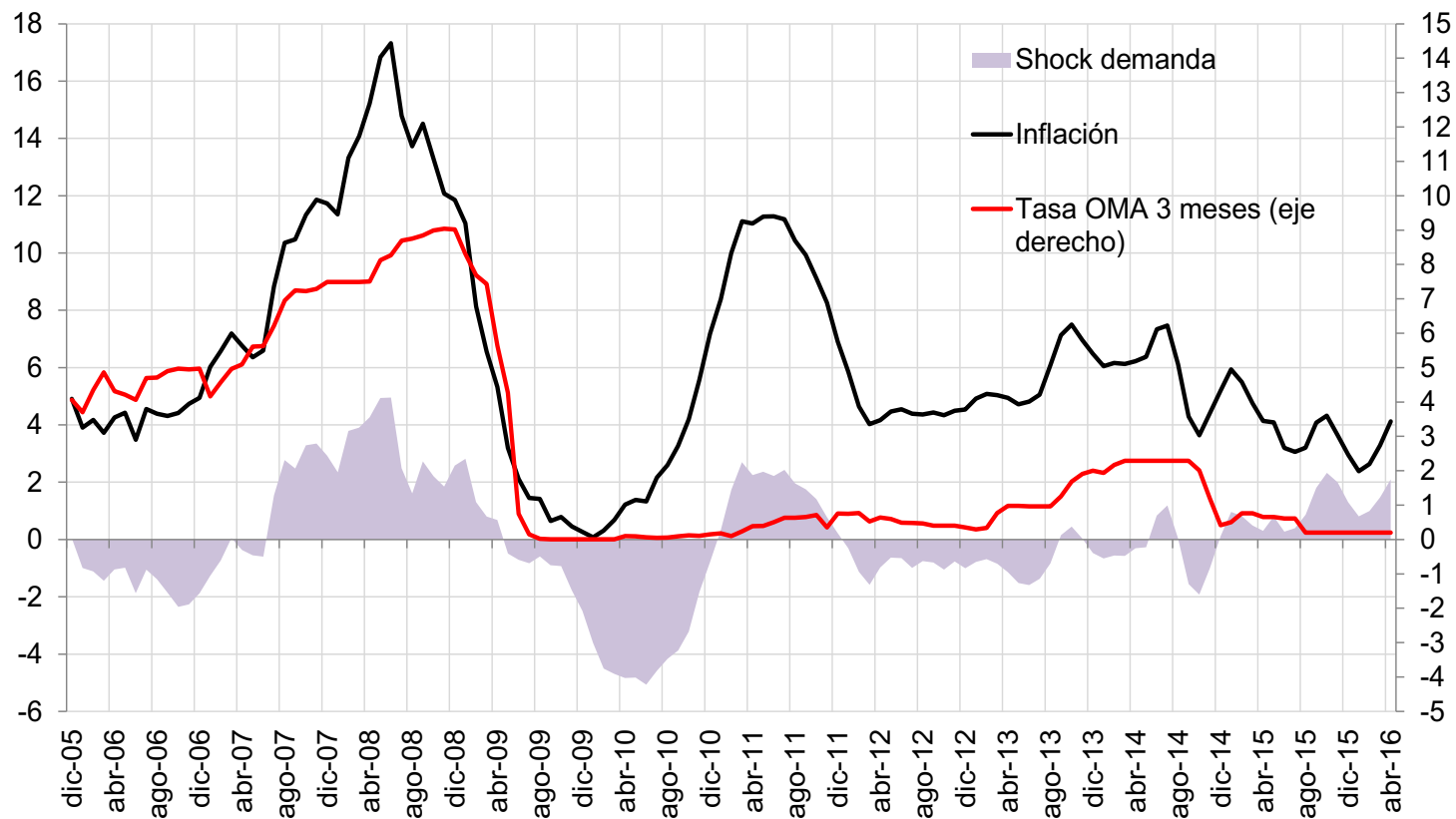
BOLIVIA: EFECTO DE INCREMENTOS EN LA TASA DE INFLACIÓN
SOBRE EL CRECIMIENTO ANUAL DEL PIB
(En porcentajes)



Fuente: Cerezo, S. & M. Mora (2014). "Relación no lineal entre inflación y crecimiento económico: Evidencia empírica para Bolivia" en *Revista de Análisis del BCB*, Julio - Diciembre 2014, Volumen Num. 21, pp. 9-36.

3. Un sólo objetivo vs múltiples objetivos

INFLACIÓN, SHOCKS DE DEMANDA EN LA INFLACIÓN Y TASA DE POLÍTICA MONETARIA
(En puntos porcentuales)



Fuente: Banco Central de Bolivia

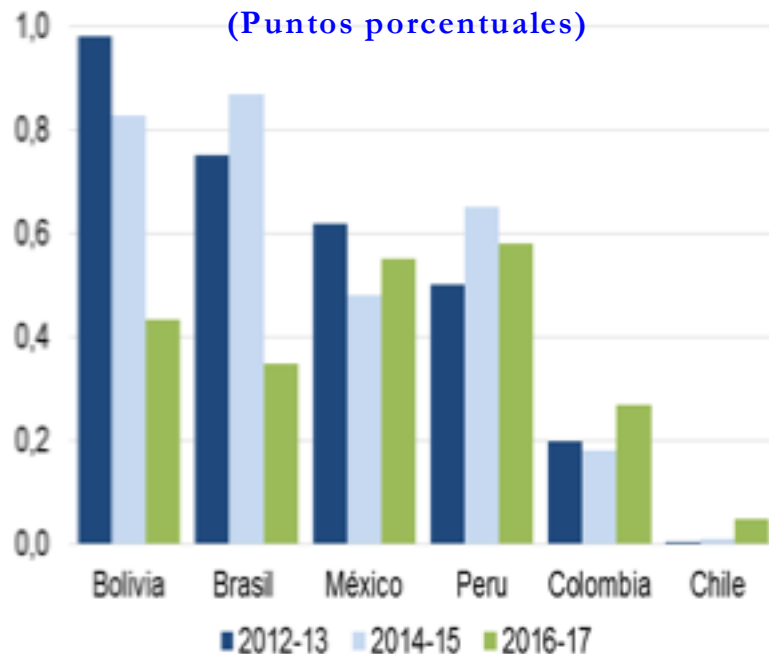
Sumario

1. Orientación contracíclica de la política monetaria
2. Instrumentación de la política cambiaria
3. ¿Un sólo objetivo vs múltiples objetivos?
4. Credibilidad, comunicación y transparencia
5. Principales resultados
6. Algunos desafíos a futuro

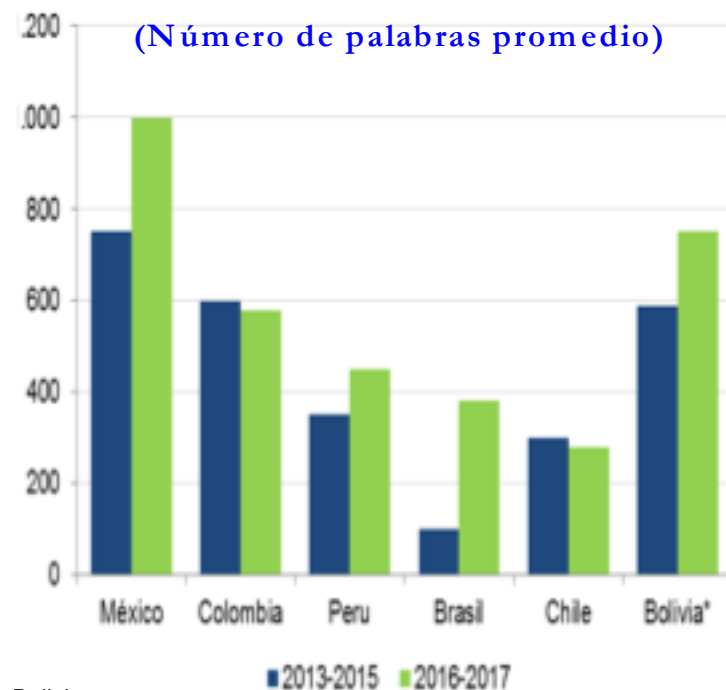
4. Credibilidad, comunicación y transparencia

Mayor transparencia y una **gestión comunicacional más efectiva** puede mejorar la credibilidad de la política monetaria, reflejada en un **mayor anclaje de las expectativas de inflación**, proporcionando **mayores márgenes de maniobra a los BC** para enfrentar los choques.

Desviación absoluta de las expectativas de inflación de mediano plazo respecto al objetivo



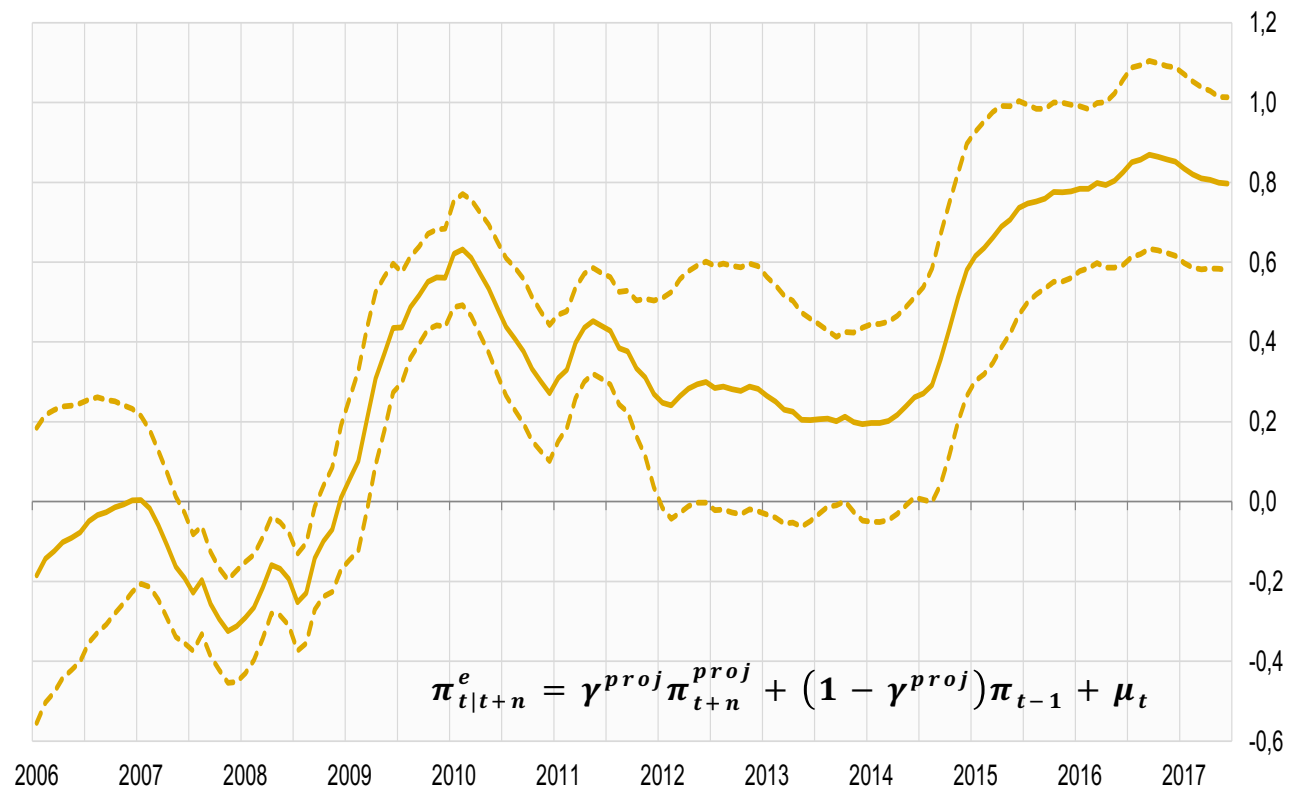
Extensión de los comunicados de prensa de los bancos centrales



Fuente: FMI, Spring Regional Economic Outlook: 2018 / Banco Central de Bolivia

4. Credibilidad, comunicación y transparencia

COEFICIENTES ESTIMADOS DE LAS PROYECCIONES DEL BCB (γ^{proj})

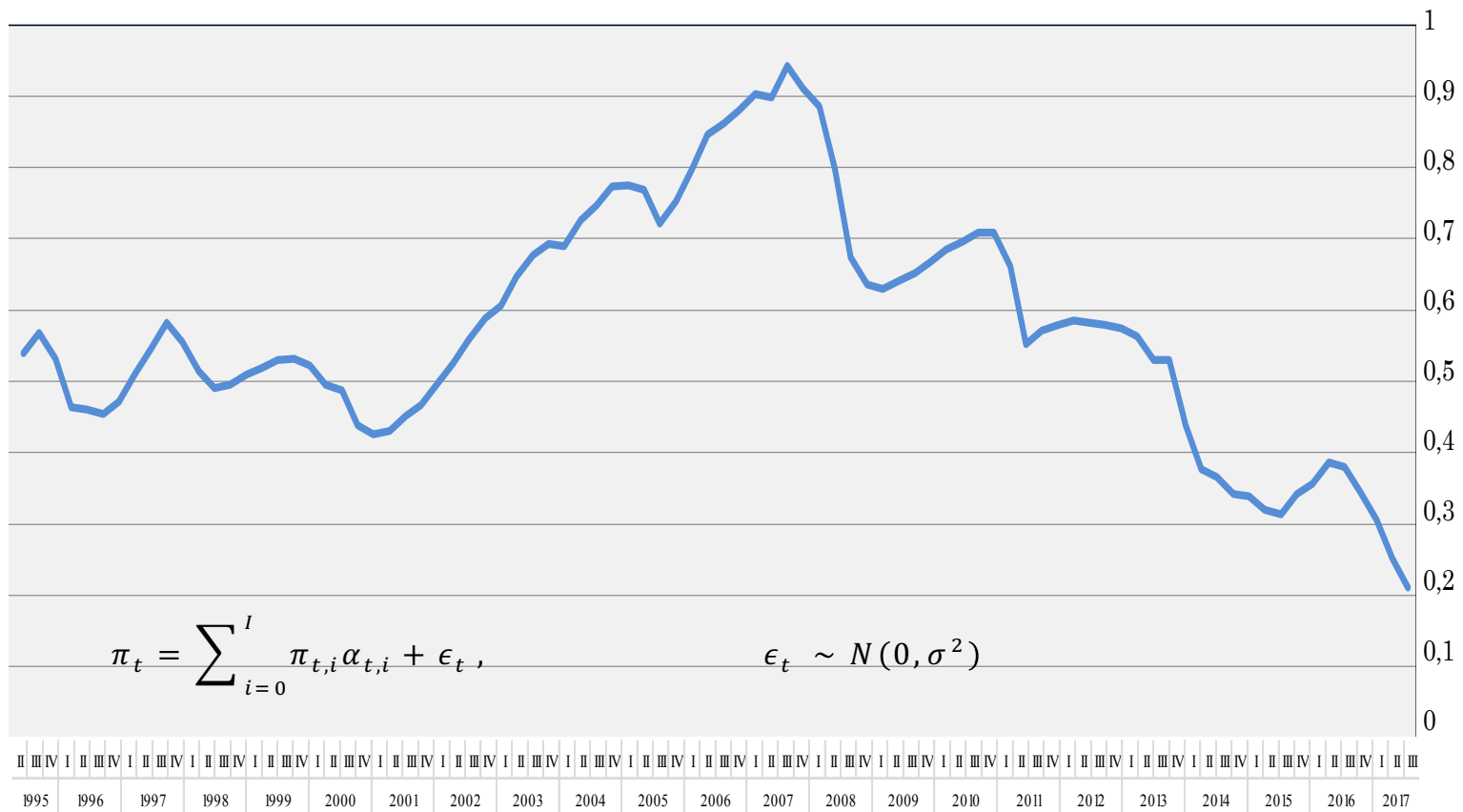


Fuente: Banco Central de Bolivia

Nota: Coeficientes suavizados $\pm 2RMSE$

4. Credibilidad, comunicación y transparencia

PERSISTENCIA DE LA INFLACIÓN TOTAL DE BOLIVIA



Fuente: Banco Central de Bolivia

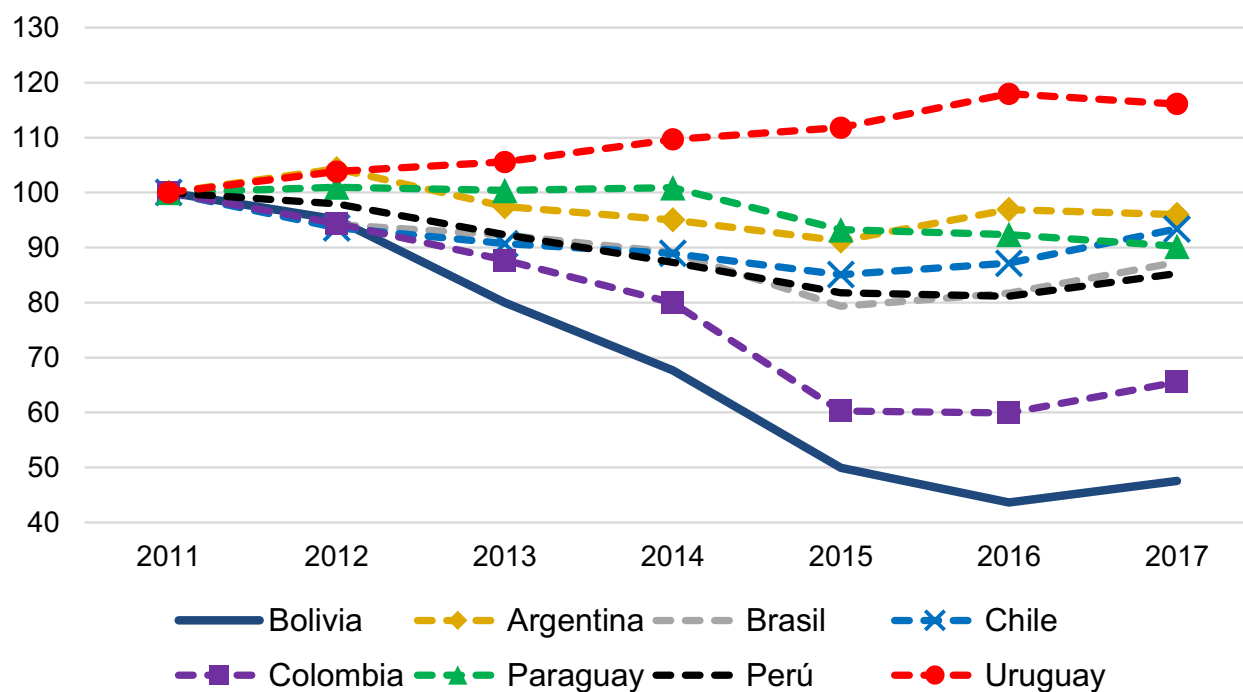
Sumario

1. Orientación contracíclica de la política monetaria
2. Instrumentación de la política cambiaria
3. ¿Un sólo objetivo vs múltiples objetivos?
4. Credibilidad, comunicación y transparencia
5. Principales resultados
6. Algunos desafíos a futuro

5. Principales resultados

Choques significativos en los términos de intercambio afectaron a los países de la región exportadores de materias primas, lo que exacerbó el dilema de política monetaria. Cabe notar que Bolivia fue el país que experimentó la mayor caída de términos de intercambio.

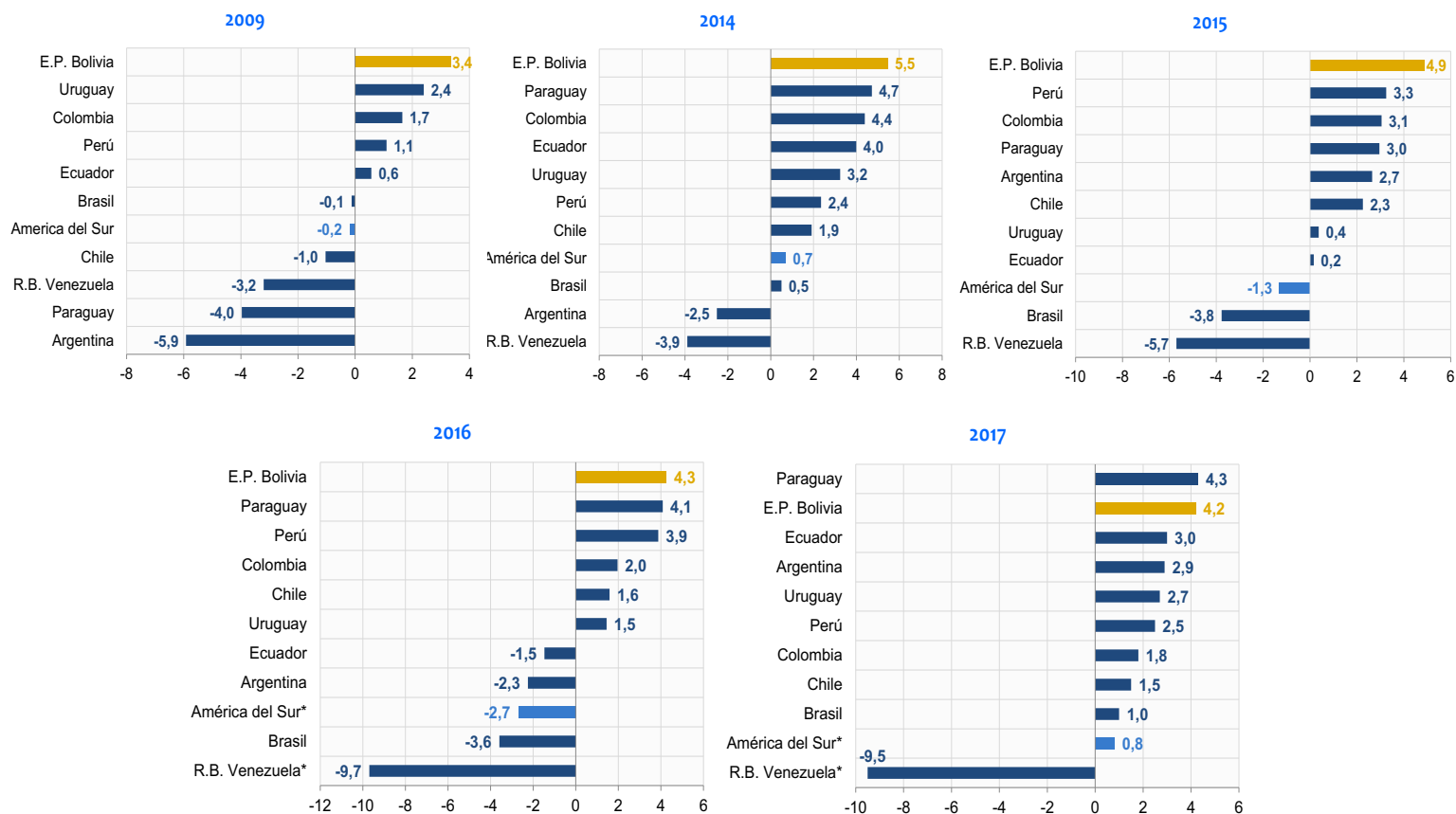
TÉRMINOS DE INTERCAMBIO EN PAÍSES SELECCIONADOS DE LA REGIÓN
(Índice, 2011=100)



Fuente: CEPAL, Balance Preliminar de las Economías de América Latina y el Caribe: 2017

5. Principales resultados

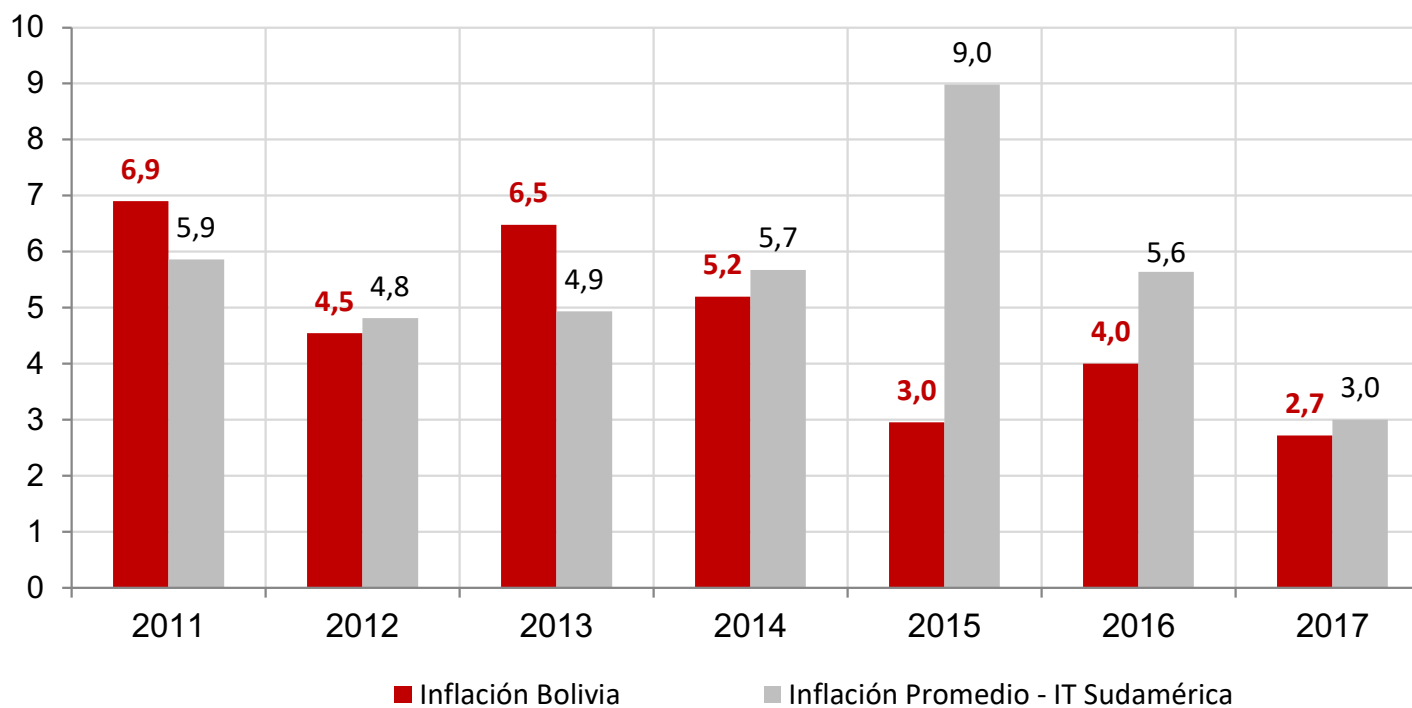
CRECIMIENTO EN PAÍSES DE SUDAMÉRICA 2009, 2014, 2015, 2016, 2017 (En porcentaje)



Fuente: Fuentes oficiales de los países y * estimaciones de la CEPAL

5. Principales resultados

INFLACIÓN PROMEDIO DE PAÍSES CON METAS DE INFLACIÓN DE AMÉRICA DEL SUR Y DE BOLIVIA 2011-2017 (En porcentajes)

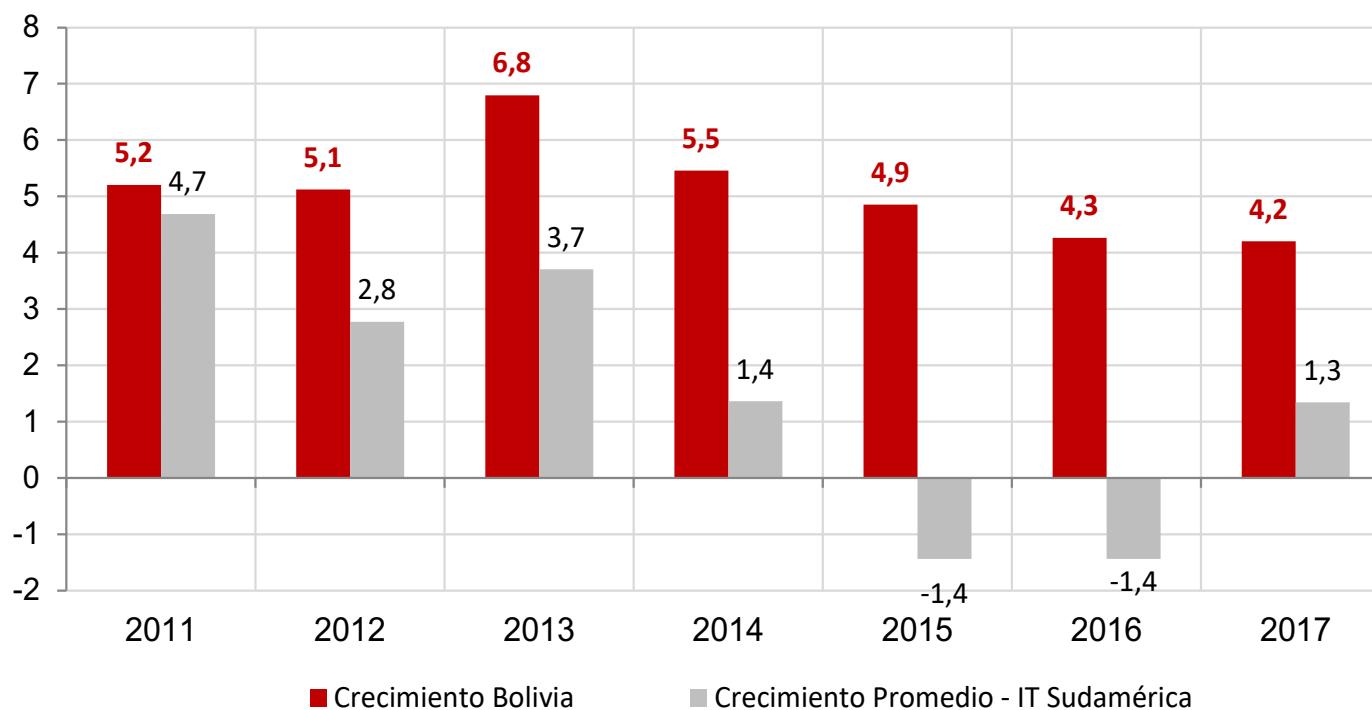


Fuente: Instituto Nacional de Estadística - FMI, WEO Abril de 2018.

Nota: El promedio de inflación y crecimiento de los países con metas de inflación de América del Sur corresponde a un promedio ponderado por el tamaño de las economías. Los países considerados son Brasil Chile, Colombia, Paraguay, Perú y Uruguay.

5. Principales resultados

CRECIMIENTO PROMEDIO DE PAÍSES CON METAS DE INFLACIÓN DE AMÉRICA DEL SUR Y DE BOLIVIA 2011-2017 (En porcentajes)

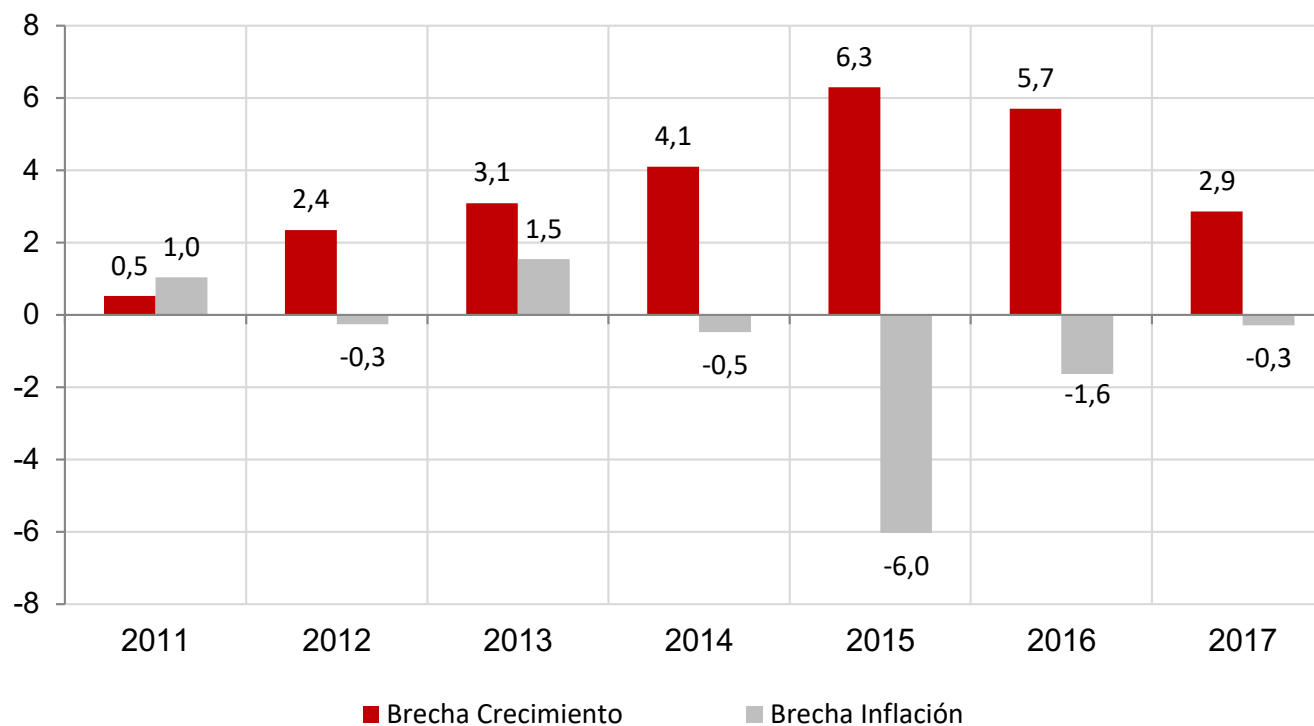


Fuente: Instituto Nacional de Estadística - FMI, WEO Abril de 2018.

Nota: El promedio de inflación y crecimiento de los países con metas de inflación de América del Sur corresponde a un promedio ponderado por el tamaño de las economías. Los países considerados son Brasil Chile, Colombia, Paraguay, Perú y Uruguay.

5. Principales resultados

BRECHA DE CRECIMIENTO E INFLACIÓN DE PAÍSES CON METAS DE INFLACIÓN DE AMÉRICA DEL SUR Y DE BOLIVIA 2011-2017
(En puntos porcentuales)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística - FMI, WEO Abril de 2018.

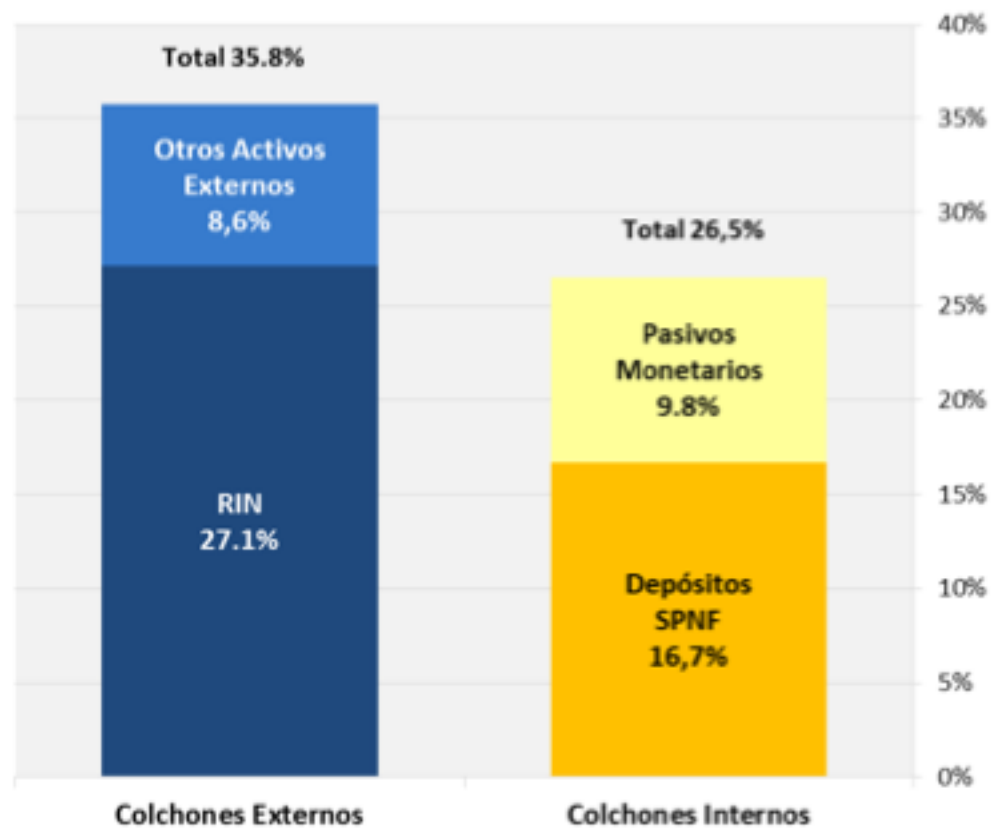
Notas: El promedio de inflación y crecimiento de los países con metas de inflación de América del Sur corresponde a un promedio ponderado por el tamaño de las economías. Los países considerados son Brasil Chile, Colombia, Paraguay, Perú y Uruguay.

Brecha Inflación: Inflación Bolivia – Inflación Promedio IT

Brecha Crecimiento: Crecimiento Bolivia – Crecimiento Promedio IT

5. Principales resultados

ESPACIOS DE POLÍTICA (En porcentaje del PIB, a diciembre de 2017)



Fuente: Banco Central de Bolivia

Nota: Otros activos externos incluyen activos del FINPRO, Fondos de protección, Fondo RAL en ME, FPIEEH y otros. Pasivos monetarios incluyen títulos de regulación monetaria, encaje legal constituido en MN y otros.

Sumario

1. Orientación contracíclica de la política monetaria
2. Instrumentación de la política cambiaria
3. ¿Un sólo objetivo vs múltiples objetivos?
4. Credibilidad, comunicación y transparencia
5. Principales resultados
6. Algunos desafíos a futuro

6. Algunos desafíos a futuro

Endurecimiento de las condiciones financieras globales

- El estímulo fiscal en EE.UU. (reforma tributaria y aumento del gasto público) es procíclico. En una economía que opera cerca del pleno empleo, el impulso fiscal puede presionar la actividad por encima de su potencial, generando presiones inflacionarias.
- En este escenario, el riesgo es que la FED suba la tasa de interés de los fondos federales de forma más agresiva.

Salida de capitales y depreciaciones

- El endurecimiento de las condiciones financieras globales podría afectar a los flujos de capital en la región y debilitar las monedas nacionales.

Otros riesgos que pueden afectar la confianza y los flujos de capitales

- *Ruido político*: debido a los ciclos de elecciones
- *Tensiones comerciales y medidas proteccionistas*: La imposición de mayores restricciones comerciales podrían tener un costo para la actividad económica.
- *Acumulación de vulnerabilidades financieras en China*: Afectaría a través de caídas en exportaciones y presiones a la baja en precios de materias primas.

6. Algunos desafíos a futuro

- En un contexto de fuertes depreciaciones, las presiones inflacionarias persistentes y desanclaje de las expectativas pueden hacer inevitable la prociclicidad de la política monetaria. **Demanda un reexamen de la respuesta de la política monetaria de los BC de la región frente a grandes shocks externos.**
- El impacto inflacionario de la depreciación redujo los márgenes para la implementación de impulsos monetarios. **Profundizar la discusión acerca de las bondades e inconvenientes asociados a la flexibilidad del tipo de cambio o a las paridades fijas.**
- Un mandato muy restrictivo puede generar problemas a los BC y limitar su flexibilidad para adaptar sus respuestas de política a las diferentes circunstancias. **Evaluar metas de inflación muy estrictas, objetivos únicos y coordinación.**
- Mayor transparencia y una gestión comunicacional más efectiva puede mejorar la credibilidad de la política monetaria y propiciar un mayor anclaje de las expectativas de inflación. **Evidencia empírica señala que la política monetaria es menos procíclica en economías con expectativas de inflación más estables.**
- El poco margen para políticas fiscales contracíclicas implica **un mayor rol de la política monetaria para estimular la actividad y apoyar la recuperación económica en curso, debiendo mantener las expectativas inflacionarias ancladas.**



Banco Central de Bolivia

Desafíos de política monetaria: La experiencia reciente del Banco Central de Bolivia

Raúl Mendoza Patiño

Asunción, Junio de 2018