

**INFORME *de***  
**POLÍTICA**  
**MONETARIA**

**JULIO 2008**

A large, stylized, light green profile of a woman's face with long, flowing hair, set against a darker green background. The profile is facing right. The hair is depicted with several curved, overlapping bands, giving it a sense of movement and volume. The face is defined by simple, clean lines, with a prominent nose and a slight smile. The overall style is modern and graphic.

**Banco Central de Bolivia**

**INFORME *de***  
**POLÍTICA**  
**MONETARIA**

---

**JULIO 2008**

**Banco Central de Bolivia**



# Índice

PRESENTACIÓN .....	5
RESUMEN .....	7
I. COMPORTAMIENTO RECIENTE DE LA INFLACIÓN .....	11
I.1 Evolución reciente de la inflación .....	11
I.2 Inflación por capítulos.....	13
I.3 Inflación por ciudades .....	14
I.4 Indicadores alternativos de medidas inflacionarias .....	15
I.5 Factores que explican la inflación .....	17
I.5.1 Inflación importada .....	17
I.5.2 Expectativas .....	18
I.5.3 Presiones de demanda .....	19
I.5.4 Factores climatológicos.....	19
Recuadro I.1: El cambio climático global .....	21
II. INFLACIÓN INTERNACIONAL .....	23
II.1 Evolución de los precios internacionales del petróleo .....	24
II.2 Evolución de los precios internacionales de alimentos .....	25
II.3 Impacto del alza de los precios internacionales de productos básicos .....	28
Recuadro II.1: Respuestas de políticas en Latinoamérica frente a la aceleración de la inflación .....	32
III. CONTEXTO INTERNACIONAL .....	35
III.1 Actividad económica mundial.....	35
III.2 Movimientos cambiarios .....	38
III.3 Precios de productos básicos y términos de intercambio .....	40
III.4 Mercados financieros y flujos de capitales.....	41
Recuadro III.1: La hipótesis del desacoplamiento.....	44
IV. ACTIVIDAD ECONÓMICA Y GASTO .....	47
IV.1 Actividad económica.....	47
IV.2 Demanda agregada .....	49
IV.2.1 Demanda interna .....	49
IV.2.2 Finanzas públicas .....	50
IV.2.3 Demanda externa.....	51
Recuadro IV.1 Fondo de Estabilización y Desarrollo.....	52

V. POLÍTICAS DEL BCB .....	55
V.1 Política Monetaria .....	55
V.1.1 Comportamiento de los agregados monetarios .....	55
V.1.2 El programa monetario.....	57
V.1.3 Operaciones de mercado abierto .....	58
V.1.4 Encaje Legal.....	61
V.1.5 Aporte de la política monetaria al control de la inflación .....	62
V.2 Política Cambiaria .....	63
V.2.1 La orientación de la política cambiaria .....	63
V.2.2 La política cambiaria y el control de la inflación.....	65
V.3. Medidas de políticas adicionales.....	65
V.3.1 Medidas para limitar la entrada de capitales especulativos.....	65
V.3.2 Límite a las inversiones en el exterior con recursos de las Administradoras de Fondos de Pensiones y Compañías de Seguros .....	66
Recuadro V.1: Bolivia y la desaceleración global: la importancia de las reservas internacionales.....	67
Recuadro V.2: Apreciación y competitividad de la economía .....	69
VI. PERSPECTIVAS Y RIESGOS DE LA INFLACIÓN.....	73
VI.1 Contexto internacional .....	73
VI.2 Contexto nacional.....	75
VI.3 Perspectivas de la inflación .....	76
VI.4 Balance de riesgos.....	77
Recuadro VI.1: El efecto de la desaceleración mundial sobre las remesas familiares .....	79

# Presentación

En línea con lo señalado por la Ley 1670 del Banco Central de Bolivia (BCB) y por el D.S. 29272 (Plan Nacional de Desarrollo), el Plan Estratégico Institucional 2008-2012 del BCB señala que su misión consiste en "preservar el poder adquisitivo de la moneda nacional para contribuir al desarrollo económico y social del país."

Uno de los objetivos estratégicos del Ente Emisor es afianzar su rol como "una institución al servicio de los bolivianos que goza de alta credibilidad." Para ello se empeña en desarrollar mecanismos idóneos para el adecuado control de la sociedad sobre las políticas del BCB.

En esta dirección, el BCB publica semestralmente el *Informe de Política Monetaria* (IPM), que contiene un análisis detallado de la evolución reciente de la inflación y sus determinantes, así como también de las perspectivas más probables para el mediano plazo.

Este IPM, correspondiente al primer semestre de 2008, se publica en circunstancias en las cuales la inflación ha repuntado, producto de factores externos e internos.

Dentro de los primeros, resalta el elevado aumento de los precios internacionales de alimentos y combustibles, tomando la inflación en un fenómeno mundial. Mientras que en los segundos, destacan las expectativas, influidas por el contexto político y social, el dinamismo de la demanda agregada y los efectos de fenómenos naturales.

Frente a estos factores, que han generalizado el incremento de precios, el BCB reaccionó con firmeza utilizando sus instrumentos de política monetaria y cambiaria. Además, el Gobierno coadyuvó con políticas sectoriales para limitar el alza de los precios.

En este contexto, el BCB reitera su compromiso con la estabilidad de precios y comunica a la sociedad que continuará empleando los instrumentos que dispone para que la inflación converja gradualmente a niveles más moderados.

El presente IPM fue aprobado por el Directorio en su sesión ordinaria del 29 de julio de 2008, año en que se celebra el octogésimo aniversario del BCB.

**Julio de 2008**

## Importante

El presente IPM ha sido elaborado con información disponible hasta el 20 de julio de 2008. Por lo tanto, las cifras mostradas son de carácter preliminar y están sujetas a revisiones.

# Resumen

El repunte de la inflación internacional de alimentos y combustibles y factores específicos que se suscitaron en Bolivia explican el aumento de la inflación nacional en el primer semestre de 2008. En términos de variaciones interanuales, ésta aumentó de 11,7% al cierre de 2007 a 17,3% a junio de 2008, implicando una variación acumulada de 8,8%, por encima de la meta prevista para la presente gestión (8%).

Varios de los riesgos planteados en el *Informe de Política Monetaria* (IPM) de enero de 2008 se concretaron con mayor intensidad que lo previsto. En efecto, el continuo incremento de los precios de los alimentos, al que se sumó el aumento del precio del petróleo a niveles sin precedentes, implicaron que en la mayoría de los países del mundo las tasas de inflación llegaran a los niveles más altos de los últimos años y, por ende, representaron una mayor inflación importada en Bolivia. También fueron determinantes el importante aumento del ingreso nacional que no fue canalizado al ahorro sino al consumo, así como los efectos nocivos de las expectativas inflacionarias por el entorno político, reflejadas en la especulación de varios productos básicos en los mercados. Finalmente, el efecto del fenómeno climático La Niña sobre la producción de alimentos contribuyó también al alza de los precios.

Al igual que en el resto del mundo, el alza de los precios de productos específicos, particularmente alimentos, se transmitió al resto de los precios de la canasta familiar. Es así que el indicador del núcleo inflacionario que terminó en 7,6% en 2007, aumentó 3,1 puntos porcentuales (pp). Esto reflejó el incremento de la inflación, por los efectos indirectos o "de segunda vuelta". De igual manera, los indicadores de costos

más representativos aumentaron, afectando también al resto de los precios. Para evitar mayores presiones inflacionarias, el BCB acentuó el uso de sus instrumentos de política monetaria y cambiaria, los cuales fueron apoyados por las políticas del Poder Ejecutivo para el control de precios.

Una de las razones por las cuales la inflación aumentó con mayor intensidad en Bolivia fue por la importancia que tiene el capítulo de alimentos en la canasta familiar. A pesar de que el cambio de base del Índice de Precios al Consumidor (IPC) disminuyó su peso en casi 10pp, este factor fue mitigado en virtud a que se incrementó la ponderación de ciudades que están experimentando bonanzas específicas en sectores como la minería o en aquellas que experimentaron mayor incremento de los precios. La inflación también ha sido más alta en nuestro país porque todavía permanece el desequilibrio entre los precios internos y externos, aunque se ha moderado en estos últimos periodos a través de la apreciación de la moneda nacional.

En el ámbito externo, la incertidumbre que afecta a las economías desarrolladas, por los efectos de la crisis financiera en EEUU y sus repercusiones en el crecimiento del país del norte, no afectaron significativamente a las economías emergentes y en desarrollo, las cuales continuaron con el dinamismo observado en los últimos años. En este caso, la contribución de este factor al descenso de la inflación no tuvo la incidencia prevista en el IPM de enero. Por el contrario, se ha señalado que existiría un eventual "desacoplamiento" entre el comportamiento de los países industrializados y aquellos en desarrollo. No obstante, persiste la incertidumbre sobre los efectos que pudiese tener la actual crisis financiera, en términos

de flujos de capital hacia los mercados emergentes. Un factor adicional para este desacoplamiento lo constituye el hecho de que el incremento de los precios de los productos básicos ha beneficiado a algunas economías en desarrollo, debido a su orientación productiva hacia este tipo de bienes.

Además del dinamismo de las economías en desarrollo, otro factor que explica la inflación internacional de alimentos es la mayor demanda de biocombustibles como alternativa energética al petróleo, lo que encareció los precios de los granos. También es cada vez más relevante el cambio climático global y sus repercusiones en la intensidad y volatilidad de los efectos de los fenómenos naturales. Por su parte, el precio de los hidrocarburos en el mundo también aumentó abruptamente debido a restricciones de oferta, mayor demanda de los mercados emergentes y porque se constituyó en una opción adicional de inversión.

Frente al repunte de la inflación, los bancos centrales han reaccionado con posiciones monetarias más firmes, especialmente a través del alza de las tasas de interés. Puesto que el repunte de precios internacionales ha sido más permanente de lo esperado y debido a los efectos de "segunda vuelta", en la mayoría de los países del mundo, los entes emisores han privilegiado el control de la inflación por medio del uso intensivo de los instrumentos disponibles. En algunos casos, ha implicado un dilema de política importante, especialmente en economías con menor dinamismo o en desaceleración.

En el ámbito nacional y pese a los efectos de los fenómenos naturales en la producción agropecuaria, la actividad económica en Bolivia creció el primer trimestre de 2008 a la tasa más alta de los últimos 14 años (6,1%). Una parte importante de este dinamismo está relacionado con el inicio de las operaciones de proyectos mineros, las exportaciones de hidrocarburos y el repunte de la construcción. De esta forma, se siguió observando un crecimiento del producto por encima del potencial.

Por el lado del gasto, el consumo privado continuó aumentando el primer trimestre de 2008 a una tasa destacable (4,4%), con repercusiones en los precios, en especial en las regiones con mayores incrementos de ingresos. El aumento del gasto interno también se

explica por la continua entrada de remesas, pese a la desaceleración observada en los países que son la fuente de estos recursos.

En el caso de la formación de capital, ésta creció 19,3% en el primer trimestre, impulsada principalmente por los planes de inversión pública y la gradual recuperación de la formación de capital privado, que en el futuro reducirán las restricciones de oferta.

El aumento del ingreso nacional y la disponibilidad de mayores recursos fiscales, en especial en gobiernos subnacionales, podría seguir contribuyendo a generar presiones inflacionarias. Por lo tanto, el BCB reitera su interés en la constitución de un Fondo de Estabilización y Desarrollo que garantice a la vez la estabilidad macroeconómica y fomente el crecimiento de la economía, en línea con lo dispuesto en el Plan Nacional de Desarrollo.

Por su parte, el sector externo continuó en el primer trimestre con saldos positivos en cuenta corriente y cuenta capital, mayores a los observados en similar trimestre del año previo. Dado el régimen cambiario adoptado por Bolivia (tipo de cambio deslizante), aumentó considerablemente la acumulación de Reservas Internacionales Netas (RIN) en el BCB, con el fin de evitar una caída brusca de la paridad cambiaria, que tendría efectos perjudiciales en el sistema financiero y en la actividad del sector transable.

En este contexto de fuerte acumulación de RIN (\$us1.802 millones en el primer semestre), los agregados monetarios continuaron mostrando altas tasas de crecimiento, las cuales hubiesen sido mayores si el BCB no habría intervenido limitando la liquidez y si el Sector Público No Financiero (SPNF) no habría seguido acumulando depósitos en el BCB. El aumento de los indicadores monetarios responde principalmente a dos factores vinculados al sistema financiero: el incremento de los depósitos (\$us882 millones hasta junio), relacionado con el aumento del ingreso nacional y la renovada confianza en este sistema; y en segundo lugar, a la remonetización de la economía.

Frente al repunte de la inflación, en especial a la de carácter permanente, el BCB utilizó sus políticas con mayor intensidad. De esa forma, la colocación de los títulos públicos por medio de las Operaciones de

Mercado Abierto (OMA) fue mayor a la observada durante 2007: el saldo de títulos de regulación monetaria se duplicó en el primer semestre. Esta contracción de la liquidez también se reflejó en el alza de las tasas de interés del mercado monetario, en especial en moneda nacional (267 puntos básicos entre el cierre de 2007 y junio de 2008 para las letras en moneda nacional con vencimiento a 52 semanas).

De igual manera, las modificaciones al reglamento de encaje legal disminuyeron la liquidez con una caída equivalente entre 3% y 4% de la emisión monetaria observada a fines de junio.

En el caso de la política cambiaria, el ritmo de apreciación se acentuó en el primer semestre (5,9% acumulado en el año y 9,2% en 12 meses). Una de las respuestas más apropiadas frente al incremento de la inflación internacional es el empleo del tipo de cambio, porque se relaciona de forma más directa con los precios internacionales.

Como la apreciación acumulada desde 2003 fue menor que la observada en los socios comerciales, la competitividad cambiaria disminuyó moderadamente, pese al incremento de la inflación interna. Sin embargo, la apreciación de la moneda nacional es consistente con el exceso de liquidez en moneda extranjera y con la evolución de los fundamentos del tipo de cambio real de equilibrio.

En ambos casos, las acciones del BCB se constituyen en las más importantes de la historia monetaria contemporánea, lo que refleja el compromiso del ente emisor con el cumplimiento de su objeto final: una inflación baja y estable.

En el caso de las economías en desarrollo, éstas también han confrontado el alza de la inflación con medidas para reducir la liquidez y las brechas de capacidad productiva.

El escenario internacional a futuro continúa incierto, pues las economías desarrolladas han disminuido su ritmo de actividad y han experimentado a la vez un alza de la inflación. Las perspectivas señalan que los precios de alimentos y combustibles no retornarían a sus niveles previos al repunte. Por su parte, las condiciones financieras todavía permanecen frágiles,

dificultando una respuesta más ágil a los incrementos de precios por parte de los entes emisores.

En este entorno, la actividad económica boliviana crecería a la tasa más alta de los últimos diez años, impulsada por la concreción de proyectos representativos en la actividad extractiva, así como el dinamismo de la manufactura y, en menor medida, de la construcción.

Las perspectivas señalan que la inflación no convergería a la tasa referencial fijada a principios de año (8%), dada la magnitud del *shock* internacional de precios de alimentos y combustibles y la dificultad de que las acciones de política económica se transmitan al resto de la economía en un contexto político más tenso. El escenario más probable indica que la inflación descendería a un nivel alrededor de 12% en 2008, para terminar por debajo de los dos dígitos en 2009.

Para la concreción de este escenario, el BCB compromete todo su esfuerzo monetario y cambiario, en aras de propender a un mejor ambiente de estabilidad macroeconómica.

Sin embargo, será crucial la obtención de un superávit fiscal de por lo menos un porcentaje similar al de la gestión 2007, para moderar las expectativas de inflación y reducir las presiones inflacionarias. De igual forma, se espera que no existan modificaciones importantes hacia el alza en los precios de artículos clave en la canasta familiar, en especial alimentos y transporte. También asume que, en línea con un ambiente social y político más calmo, las expectativas se moderarán, lo que mejorará el mecanismo de transmisión de las señales de la política monetaria y cambiaria.

Por su parte, las acciones de los entes emisores de otros países y la gradual desaceleración mundial implicarían una reducción de las presiones de inflación importada.

Es importante destacar que la inflación es un fenómeno dinámico y que las políticas monetarias y cambiarias siempre actúan con rezagos. Además, un ente emisor debe reaccionar a los choques de oferta (como los que se experimentan actualmente en la economía) sólo si éstos implican efectos de "segunda vuelta". Por esta razón, el BCB está concentrado en que la inflación

de mediano plazo converja a la meta congruente con el PND, sin afectar negativamente al crecimiento y al empleo.

Entre los riesgos a la baja, el principal corresponde a una rápida respuesta de la oferta productiva, en especial de alimentos, en línea con los programas gubernamentales. Otro riesgo sigue siendo el referido a la desaceleración económica global y sus efectos en los países que son socios comerciales de Bolivia. Finalmente, una mayor flexibilidad cambiaria podría moderar las presiones inflacionarias externas.

El principal riesgo hacia el alza en la inflación respecto al escenario más probable está relacionado con la continuidad de los precios altos de materias primas, tanto por factores de orden climático como por el crecimiento de este mercado a nivel internacional. De igual forma, un riesgo importante es que el ambiente político afecte negativamente las expectativas de

moderación de precios.

Por otra parte, un riesgo adicional es el ajuste de precios relativos que han permanecido invariantes. La inflación que excluye alimentos aún se encuentra contenida, aunque con una leve tendencia creciente.

Otro riesgo lo constituye la continuidad de la brecha de actividad y los ingresos no destinados necesariamente a la inversión productiva, con lo cual persistiría una situación de importante liquidez, que será recogida por el BCB.

Los riesgos están sesgados hacia el alza. Sin embargo, el BCB reitera su compromiso con la estabilidad de precios y el cumplimiento del rol asignado por Ley y refrendado por el PND. Por lo tanto, si alguno de estos riesgos se concreta, el Ente Emisor reaccionará firmemente para propender al cumplimiento de su objetivo fijado por Ley.

# I. Comportamiento reciente de la inflación

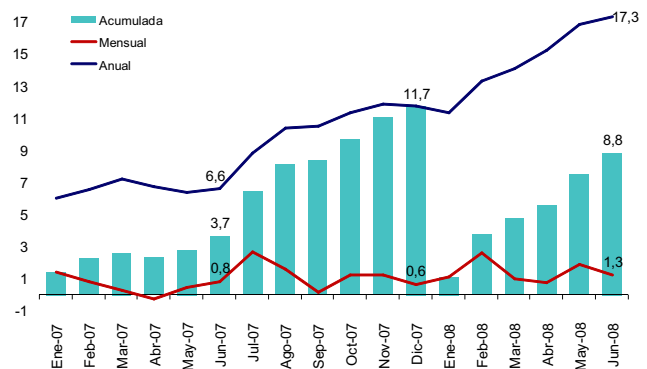
*Durante la gestión 2008 la inflación mostró un importante repunte, pues en junio llegó a 8,8% acumulado y 17,3% en términos Interanuales. El incremento de precios se ha generalizado y se explica especialmente por el efecto de la inflación internacional sobre los precios internos, a lo cual se suman presiones de expectativas y especulación; dinamismo del consumo privado asociado con el mayor ingreso disponible y, en menor medida por efecto de los fenómenos naturales.*

## I.1 EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA INFLACIÓN<sup>1</sup>

Durante el primer semestre de 2008 la inflación continuó en ascenso a un ritmo mayor al previsto en el *Informe de Política Monetaria* (IPM) de enero de 2008, superando la meta referencial para el año (8%). En efecto, al mes de junio de 2008 la variación acumulada del Índice de Precios al Consumidor (IPC) alcanzó 8,8%, nivel superior en 5,2 puntos porcentuales (pp) respecto al similar de la gestión 2007 (3,7%).

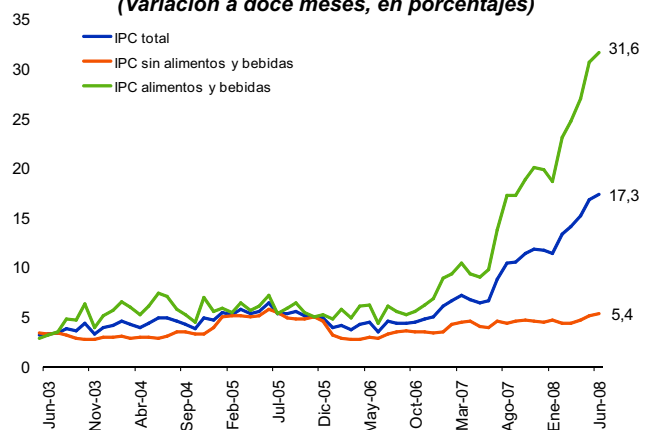
El incremento de precios se pronunció de modo significativo en el primer trimestre, período en el que se registró la tasa mensual más elevada del semestre (2,6% en febrero). Durante el segundo trimestre, el incremento promedio mensual fue elevado (1,3%) pero menor al periodo previo, destacando en intensidad el guarismo del mes de mayo (1,9%). De esta manera, la variación a doce meses de la inflación alcanzó 17,3%, la más alta de los últimos 17 años (Gráfico I.1).

**GRÁFICO I.1: INFLACIÓN MENSUAL, ACUMULADA Y ANUAL (En porcentajes)**



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

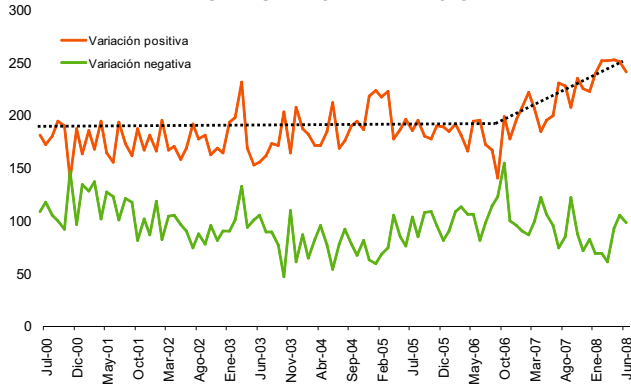
**GRÁFICO I.2: INFLACIÓN TOTAL, CON ALIMENTOS\* Y SIN ALIMENTOS (Variación a doce meses, en porcentajes)**



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.  
NOTA: (\*) Incluye bebidas y alimentos consumidos dentro y fuera del hogar.

<sup>1</sup> Esta sección utiliza información concatenada del IPC base 1991 hasta marzo del presente año y del IPC base 2007 desde esa fecha en adelante.

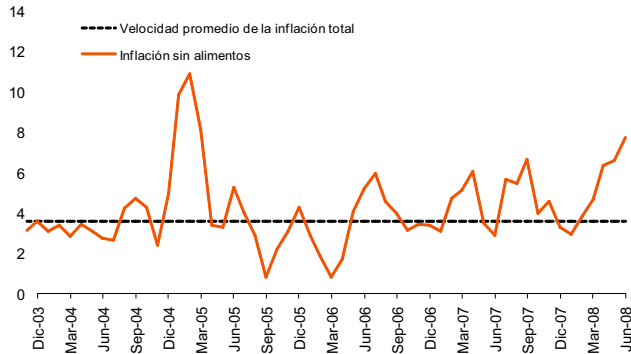
**GRÁFICO I.3: NÚMERO DE PRODUCTOS QUE AUMENTARON Y DISMINUYERON DE PRECIO\***



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.  
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.  
 NOTA: (\*) Ajustado por el cambio de año base del IPC de 2007.

El repunte de la inflación observada fue determinado principalmente por la aceleración del crecimiento en los precios de los alimentos y bebidas, éstas experimentaron una variación anual cercana al 32%, con una incidencia que explica más del 80% de la inflación a doce meses. Por su parte, el indicador de inflación que excluye estos capítulos muestra una variación de 5,4% (Gráfico I.2). Este indicador, que permaneció estable en los últimos cinco años y creció a un nivel promedio mensual de 3,8% en términos anualizados, comenzó a acelerarse a partir del segundo trimestre del año, evidenciando que el incremento de precios específicos se ha generalizado, lo que se denomina "efecto de segunda vuelta".

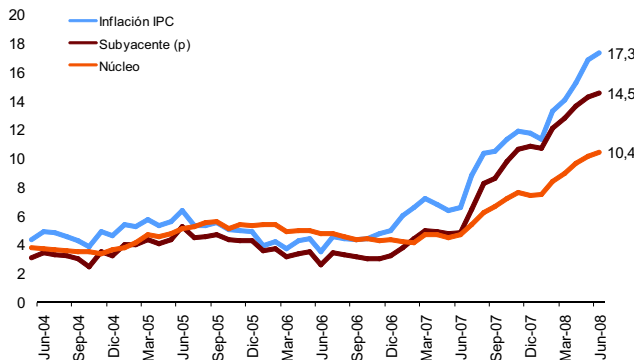
**GRÁFICO I.4: VELOCIDAD DE EXPANSIÓN DE LA INFLACIÓN SIN ALIMENTOS\***



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.  
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.  
 NOTA: (\*) Calculada como la variación anualizada del promedio móvil trimestral de la serie desestacionalizada.

Este hecho se confirma al analizar el número de artículos que aumentaron por mes en comparación con aquellos que experimentaron reducciones. Este indicador ha excedido recientemente el promedio de los últimos años (Gráfico I.3). Asimismo, el indicador de velocidad de expansión de la inflación sin alimentos aumentó a su nivel más alto desde 2005, período en el que un reajuste del precio de los hidrocarburos afectó a la inflación (Gráfico I.4).

**GRÁFICO I.5: INFLACIÓN, INFLACIÓN SUBYACENTE Y NÚCLEO INFLACIONARIO (Variación a doce meses, en porcentajes)**



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.  
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.  
 NOTA: (p) preliminar.

Estos aspectos son concordantes con el indicador de tendencia inflacionaria (inflación subyacente) que registró una variación anual estimada a junio de 14,5%.<sup>2</sup> En tanto que el núcleo inflacionario registró un crecimiento anual de 10,4% (Gráfico I.5).<sup>3</sup> Este último comenzó a estabilizarse hacia finales del semestre. Su comportamiento se explica por la menor variación que registraron algunos de los subgrupos que componen este índice, como se señala más adelante. En este sentido, la velocidad de expansión de este indicador mostró una reversión al final del periodo (Gráfico I.6).

<sup>2</sup> Este indicador excluye los 5 artículos más y menos inflacionarios y los de carácter estacional.

<sup>3</sup> El núcleo inflacionario excluye los bienes y servicios cuyos precios presentan alta volatilidad (como el caso de productos agrícolas perecibles) y los de carácter regulado (precios que son controlados o influidos por el gobierno).

El aumento del núcleo inflacionario durante el primer semestre correspondió principalmente al incremento del rubro "Alimentos y bebidas", cuya tasa de inflación anual pasó de 11,2% en diciembre de 2007 a 18,3% al finalizar el semestre, explicado especialmente por el alza en los precios del aceite comestible y de los productos derivados de lácteos y del trigo. Por su parte, el componente "No alimentos" registró una variación de 7,4% (Cuadro I.1).

En lo que se refiere a la inflación fuera del núcleo, que agrupa a un conjunto de bienes con precios más volátiles y susceptibles a choques específicos o cuyos precios se encuentran regulados, ésta registró una variación de 23,2%, la misma que se debió al fuerte crecimiento de precios de los alimentos no perecederos (arroz, trigo y maíz) y, en menor medida, al de los alimentos perecederos (frutas, legumbres, verduras y carnes).

Por su parte, el servicio de transporte registró una variación moderada. Los bienes y servicios regulados explicaron su incremento (12,3%) principalmente por el aumento del precio del pan. Finalmente, los precios de los combustibles no registraron variación y continuaron subvencionados por el Gobierno.

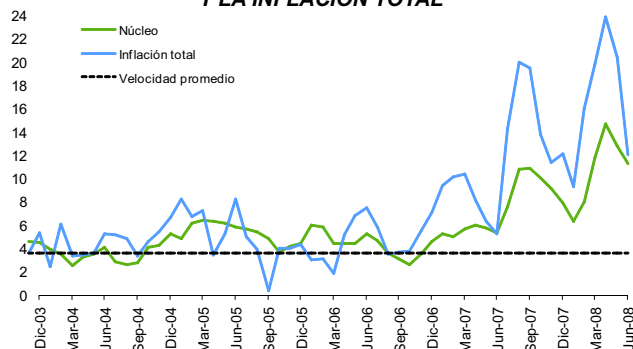
## I.2 INFLACIÓN POR CAPÍTULOS

Durante el primer trimestre el capítulo de alimentos y bebidas tuvo una incidencia de 4,1pp, explicando el 86% de la inflación acumulada. Por su parte, durante el segundo trimestre la incidencia se redujo a 3,0pp correspondiente al 74% de la inflación acumulada en el segundo trimestre (Cuadro I.2). La mayor incidencia de los primeros tres meses se explica por los efectos que tuvo el fenómeno natural "La Niña" sobre los precios de los productos agrícolas (Ver sección I.5.4).

Asimismo, de los diez artículos de mayor incidencia trimestral nueve correspondieron al capítulo de alimentos y bebidas en el primer trimestre y ocho en el segundo (Cuadro I.3).

Durante el primer trimestre, los artículos de mayor incidencia en la inflación fueron principalmente los bienes alimenticios no elaborados (arveja, tomate, arroz y carne de res sin hueso) que aportaron con 1,6pp, mientras que los alimentos elaborados (almuerzo, cena, aceite, fideo y queso) incidieron en

**GRÁFICO I.6: VELOCIDAD DE EXPANSIÓN DEL NÚCLEO Y LA INFLACIÓN TOTAL\***



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

NOTA: (\*) Calculada como la variación anualizada del promedio móvil de la serie desestacionalizada.

**CUADRO I.1: NÚCLEO INFLACIONARIO E INFLACIÓN FUERA DEL NÚCLEO (Variación a doce meses, en porcentajes)**

	Jun-07	Sep-07	Dic-07	Mar-07	Jun-07
<b>Núcleo</b>	<b>4,69</b>	<b>6,63</b>	<b>7,43</b>	<b>8,97</b>	<b>10,44</b>
Alimentos	5,22	9,90	11,22	15,43	18,32
No alimentos	4,47	5,30	5,89	6,32	7,44
Bienes	3,88	4,70	5,39	6,22	7,82
Servicios	5,57	6,41	6,82	6,51	6,69
<b>No Núcleo</b>	<b>8,21</b>	<b>13,71</b>	<b>15,26</b>	<b>18,25</b>	<b>23,20</b>
Alimentos	9,65	18,33	21,78	31,80	37,32
Perecederos	9,74	16,92	19,13	29,03	32,74
No Perecederos	8,86	31,47	47,52	57,78	80,62
Transporte	4,52	5,40	2,34	-1,47	0,70
Regulados	9,60	12,56	13,00	5,64	12,33
Combustibles	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Inflación Total</b>	<b>6,59</b>	<b>10,48</b>	<b>11,73</b>	<b>14,08</b>	<b>17,32</b>

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

**CUADRO I.2: INCIDENCIAS TRIMESTRALES POR CAPÍTULO**

Capítulo	Primer trimestre	Participación en la incidencia	Segundo trimestre	Participación en la incidencia
Alimentos y bebidas (*)	4,10	86,44%	3,01	73,52%
Vestidos y calzados	0,12	2,52%	0,11	2,60%
Vivienda	0,18	3,81%	0,23	5,67%
Equipamiento y funcionamiento del hogar	0,25	5,32%	0,23	5,66%
Salud	0,02	0,48%	0,06	1,36%
Transporte	-0,22	-4,54%	0,00	0,03%
Comunicaciones	0,00	0,00%	-0,01	-0,23%
Educación	0,12	2,63%	-0,02	-0,39%
Esparcimiento y cultura	0,04	0,78%	0,00	0,06%
Bienes y servicios diversos	0,06	1,21%	0,25	6,04%
<b>Inflación acumulada por trimestre</b>	<b>4,75</b>		<b>4,10</b>	

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

NOTA: (\*) Incluye los capítulos de: i) Alimentos y Bebidas no Alcohólicas; ii) Bebidas Alcohólicas y Tabaco, excluido "Cigarrillos"; y; iii) Comidas en Restaurantes y Hoteles, excluido "Servicios de Hotelería".

**CUADRO I.3: ARTÍCULOS DE LA CANASTA BÁSICA CON MAYOR INCIDENCIA EN LA INFLACIÓN MENSUAL**

Artículos con mayor incidencia	Primer trimestre	Segundo trimestre
Arveja	0,17	
Cebolla entera		0,23
Papa		0,41
Tomate	0,95	
Almuerzo	0,47	0,24
Cena	0,17	
Aceite	0,39	
Arroz	0,24	0,17
Fideo	0,15	0,26
Pan de Batalla		0,90
Harina de Trigo		0,12
Queso	0,16	
Carne de Res con Hueso	0,26	
Carne de pollo		0,26
Cerveza		0,23
Pensión Escolar	0,11	
Alquiler de Vivienda		0,14
Pañal higiénico		0,09
<b>Incidencia de los 10 artículos más inflacionarios</b>	<b>3,08</b>	<b>3,06</b>
<b>De los cuales alimentos y bebidas</b>	<b>2,97</b>	<b>2,84</b>
<b>Inflación acumulada del trimestre</b>	<b>4,75</b>	<b>4,10</b>
<b>Participación de los alimentos más inflacionarios</b>	<b>63%</b>	<b>69%</b>

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.  
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

1,4pp. Ambas categorías explican respectivamente el 34% y el 28% de la inflación total acumulada al primer trimestre.

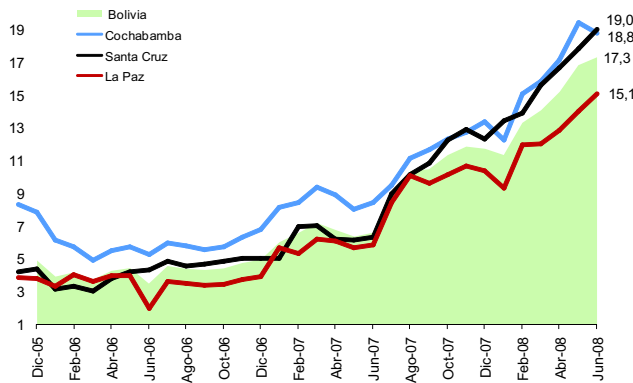
En el segundo trimestre, la situación se revirtió siendo los bienes alimenticios elaborados (almuerzo, fideo, pan de batalla, harina de trigo y cerveza) los de mayor incidencia, 1,75pp; mientras que los alimentos no elaborados (cebolla, papa y arroz) incidieron en 0,8pp. Ambas categorías explican el 43% (elaborados) y el 20% (no elaborados) de la inflación total acumulada en el segundo trimestre.

En lo que se refiere a los demás capítulos, los de vivienda y equipamiento del hogar explican, en conjunto, un 9% y 12% de la inflación en el primer y segundo trimestre, respectivamente. El resto experimentó variaciones e incidencias menores.

**I.3 INFLACIÓN POR CIUDADES**

Con relación al comportamiento de la inflación de las ciudades del eje central Santa Cruz (19,0%) y Cochabamba (18,8%) se situaron por encima del promedio nacional (17,3%). Lo contrario sucedió en la ciudad de La Paz (15,1%), que registró una tasa de inflación menor en dos puntos del promedio nacional (Gráfico I.7).

**GRÁFICO I.7: EVOLUCIÓN POR CIUDADES\* (Variación a doce meses, en porcentajes)**



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.  
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.  
 NOTA: (\*) Estas ciudades están comprendidas tanto en el IPC base 1991 como en el base 2007.

Como se explicó en el *Reporte de Inflación* de abril de 2008, el Instituto Nacional de Estadísticas (INE) a partir del mes de abril comenzó con el cálculo de la variación de precios con base en una nueva canasta que entre otras ventajas calcula la variación de precios en las nueve ciudades capitales. Las ciudades capitales del eje central, conformado por La Paz (incluido El Alto), Cochabamba y Santa Cruz, tienen actualmente un peso de 85% en la ponderación de la canasta, mientras que el resto de ciudades representan el 15%. Cabe destacar que Santa Cruz aumentó su ponderación en 5,7pp, de 31,2% a 36,9%, que obedece a la importancia que ha cobrado la ciudad de Santa Cruz tanto en el ingreso nacional como en el gasto de consumo, por lo que el alza de precios de esta ciudad tiene un efecto más significativo en la inflación nacional.

La incidencia promedio mensual de las ciudades capitales del eje central disminuyó de 87% en abril a 79% en junio. El resto de ciudades incrementó su

incidencia de 13% a 21%; aspecto que estaría explicado por el auge del sector minero, en el caso de Potosí y Oruro, y por los recientes procesos políticos en los departamentos de Cobija, Trinidad, Sucre y Tarija, que habrían generado presiones de gasto y en algunos casos incertidumbre y especulación (Cuadro I.4).<sup>4</sup>

#### I.4 INDICADORES ALTERNATIVOS DE PRESIONES INFLACIONARIAS

Esta sección analiza indicadores alternativos de presiones sobre los precios, en especial en los costos de producción y sus efectos en el IPC. Estos indicadores también presentaron aumentos importantes que muestran el carácter generalizado de la inflación así como los reajustes de segunda vuelta que se están produciendo.

##### **Precios al Productor**

Si bien en Bolivia no se calcula un índice global de precios al productor, se cuenta con el Índice de Precios al Productor Industrial Manufacturero (IPPIM) que proviene de un sector que representa el 17% del PIB y emplea una importante cantidad de mano de obra a nivel nacional. Además, los distintos rubros que lo conforman tienen relación con el precio de varios productos que forman parte del IPC.<sup>5</sup>

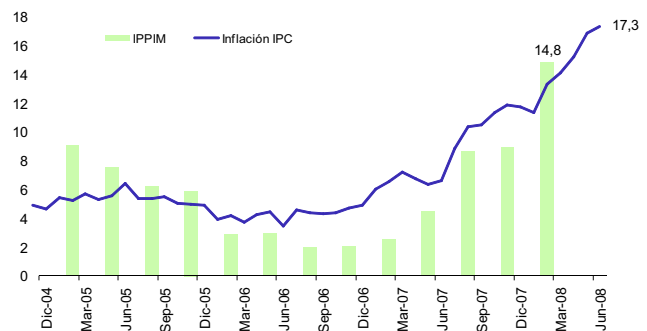
Al primer trimestre de 2008 la variación anual de este indicador mostró un crecimiento de 14,8%. El incremento superior en 5,9pp al registrado en diciembre de 2007 (8,9%) obedece en gran medida al efecto que han tenido las actividades manufactureras relacionadas con el IPC como la matanza de ganado y preparación y conservación de carne, la fabricación de productos lácteos, la molienda, la panadería y la fabricación de aceites vegetales y animales. El traspaso de estas actividades al IPC es directo, ya que gran parte de los productos elaborados por la industria manufacturera forman parte del IPC, tal es el caso de la carne, el pan, los fideos, la harina, el aceite vegetal y animal, entre otros (Gráfico I.8).

**CUADRO I.4: EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN POR CIUDADES**  
(Incidencias, en puntos porcentuales)

	Ponderador(%)	Ene-08	Feb-08	Mar-08	Abr-08	May-08	Jun-08
<b>Inflación mensual</b>		<b>1,09</b>	<b>2,62</b>	<b>0,96</b>	<b>0,74</b>	<b>1,87</b>	<b>1,26</b>
La Paz	0,29	0,31	1,11	0,25	0,18	0,42	0,48
Cochabamba	0,19	0,32	0,70	0,28	0,21	0,27	0,18
Santa Cruz	0,37	0,47	0,81	0,43	0,25	0,88	0,34
<b>Incidencia eje central</b>	<b>0,85</b>	<b>1,00</b>	<b>1,00</b>	<b>1,00</b>	<b>0,87</b>	<b>0,84</b>	<b>0,79</b>
Oruro	0,02				0,01	0,05	0,04
Sucre	0,04				0,03	0,06	0,12
Trinidad	0,03				0,02	0,05	0,02
Potosí	0,02				0,01	0,08	0,03
Tarija	0,04				0,02	0,05	0,06
Cobija	0,01				0,01	0,01	0,01
<b>Incidencia resto de departamentos</b>	<b>0,15</b>				<b>0,13</b>	<b>0,16</b>	<b>0,21</b>

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

**GRÁFICO I.8: INFLACIÓN Y VARIACIÓN DEL ÍNDICE DE PRECIOS AL PRODUCTOR INDUSTRIAL MANUFACTURERO**  
(Variación a doce meses, en porcentajes)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

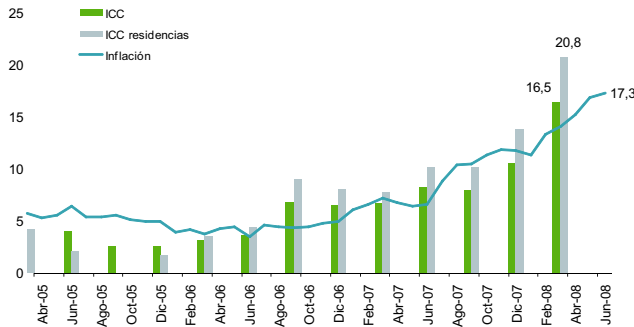
<sup>4</sup> El repunte de la inflación en algunas ciudades coincide también con una menor tasa de acumulación de depósitos de los gobiernos regionales.

<sup>5</sup> El IPPIM es calculado por el INE con información de establecimientos dedicados a la producción y comercialización de productos industriales manufactureros, y se publica de manera trimestral con un rezago aproximado de 120 días. Su objetivo es proporcionar estadísticas que cuantifiquen la evolución de los precios al productor de la actividad industrial.

**Costos de Construcción**

El INE calcula trimestralmente el Índice de Costo de la Construcción (ICC), cuyo objetivo es describir la evolución de los costos de construcción de edificios residenciales y no residenciales y otros costos de construcción de infraestructura. Al primer trimestre de 2008 el ICC total experimentó una variación a doce meses de 16,5% en tanto que el ICC de residencias aumentó en 20,8% (Gráfico I.9).

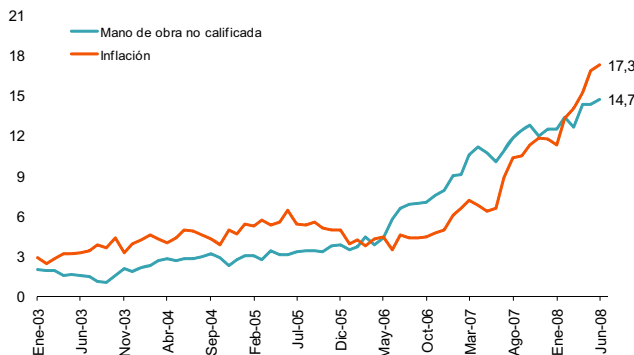
**GRÁFICO I.9: INFLACIÓN Y VARIACIÓN DEL ÍNDICE DE COSTOS DE CONSTRUCCIÓN (Variación a doce meses, en porcentajes)**



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

El costo de construcción de edificios residenciales incluye la evolución de los precios de materiales de construcción y carpintería, remuneraciones de mano de obra tales como albañilería, carpintería, electricistas, etc. Estos precios y actividades laborales tienen un efecto directo sobre el IPC ya que éste contiene artículos relacionados tanto a materiales de construcción (cemento, cal, ladrillo y pintura) como de mano de obra (servicio de albañilería). Del mismo modo, generan un traspaso indirecto ya que el encarecimiento de la construcción de residencias puede incidir en el costo de los alquileres y del equipamiento de vivienda. En efecto, como se mostró en el Cuadro I.3, el alquiler de vivienda fue uno de los diez artículos de mayor variación positiva del segundo trimestre de 2008.

**GRÁFICO I.10: ÍNDICE DE ACTIVIDADES REMUNERADAS (Variación a doce meses, en porcentajes)**



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

**Actividades Remuneradas**

Con respecto a la variación a doce meses del índice de precios de actividades remuneradas no calificadas (Gráfico I.10),<sup>6</sup> resalta la evolución creciente del indicador de manera sostenida desde finales de 2005. A junio de 2008 la variación anual de éste índice alcanzó a 14,7%.

Este comportamiento estaría asociado al mejor desempeño de la economía, a los incrementos salariales y a la escasez de mano de obra en algunos sectores de la economía, en este último caso por los

<sup>6</sup> Utilizando componentes que corresponden a servicios personales incluidos en el IPC, el BCB, ha construido de manera preliminar un índice de precios de actividades remuneradas calificada y no calificada. Entre las actividades no calificadas se encuentran la variación promedio de la remuneración de empleadas domésticas, niñeras y lavanderas; reparación de calzados y artículos de cuero y confección y arreglo de ropa. Por su parte, el sector de mano de obra calificada incluye las actividades médicas, dentistas, mecánicos y honorarios profesionales.

movimientos migratorios dentro del país como por la emigración hacia otros países. Sin embargo, no se descarta que este comportamiento también esté relacionado al incremento de los precios de la canasta familiar y que por tanto estas actividades (que no están reguladas) se estén ajustando para evitar un cambio de precios relativos.

## **I.5 FACTORES QUE EXPLICAN LA INFLACIÓN**

Los principales factores que explican el repunte de la inflación son similares a los expuestos en el IPM de enero: presiones por el lado de la oferta y demanda, inflación importada y expectativas. No obstante, en esta ocasión la prelación es distinta, pues se enfatiza el efecto de la inflación internacional, que ha cobrado gran relevancia no solo a nivel nacional sino también a nivel mundial, en especial en los países catalogados como economías en desarrollo y de mercados emergentes. Por esta razón, el capítulo II de este IPM está destinado a analizar las principales causas, características y consecuencias de la inflación internacional de alimentos y combustibles sobre la economía nacional.

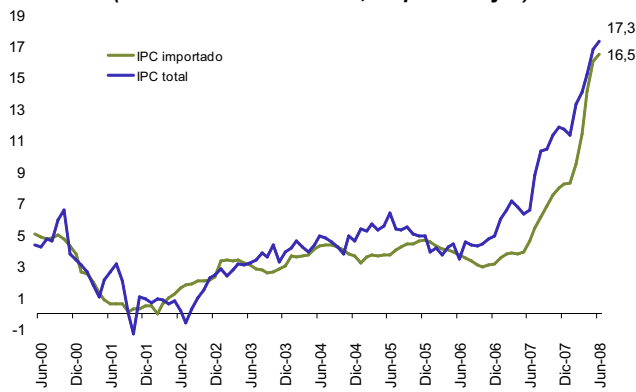
Conviene recordar que en el balance de riesgos presentado en enero se destacaron como principales factores para que la inflación se aleje de la trayectoria proyectada una mayor presión en: i), Inflación importada como efecto del incremento mundial del precio de alimentos; ii) mayor inercia inflacionaria producto de las expectativas; iii) presiones por el lado de la demanda, particularmente vía consumo privado y; iv) presiones por el lado de la oferta por el fenómeno natural La Niña.

La mayor parte de los riesgos se han materializado a lo largo de los primeros seis meses de 2008, lo cual explica la desviación respecto a la meta referencial así como la fuerte respuesta por parte del BCB, anticipada también en el anterior número de esta publicación.

### ***I.5.1 Inflación importada***

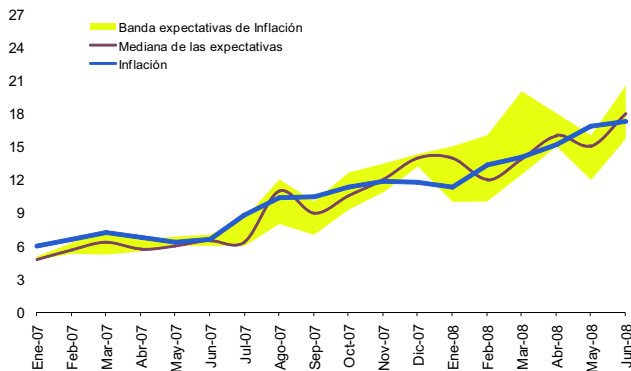
El alza en el precio mundial de los alimentos y energéticos, así como las apreciaciones de las monedas de nuestros socios comerciales se han traducido en una mayor inflación importada para nuestro país.

**GRÁFICO I.11: EVOLUCIÓN DEL COMPONENTE IMPORTADO DEL IPC**  
(Variación a doce meses, en porcentajes)



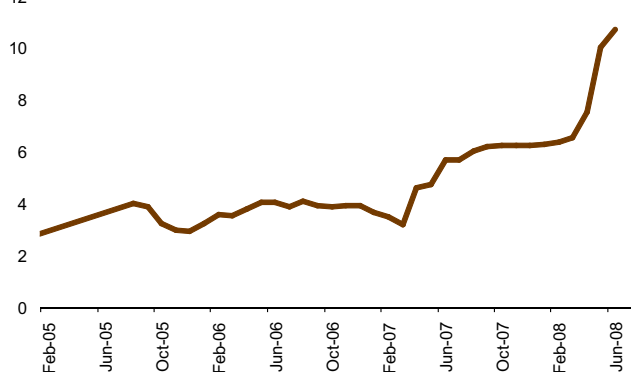
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

**GRÁFICO I.12: EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN**  
(Variación a doce meses, en porcentajes)



FUENTE: Banco Central de Bolivia - Instituto Nacional de Estadística.  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

**GRÁFICO I.13: COEFICIENTE DE COMPENSACIÓN INFLACIONARIA DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS A UN AÑO PLAZO**  
(En porcentajes)



FUENTE: Banco Central de Bolivia.  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

El componente importado del IPC,<sup>7</sup> que incluye los rubros de la canasta que provienen del exterior (productos finales e insumos), se ha elevado sistemáticamente desde enero de 2007 y con mayor fuerza a partir de 2008. A junio registró una tasa de crecimiento anual de 16,5% inferior en menos de 1pp respecto a la inflación total (Gráfico I.11).<sup>8</sup>

### 1.5.2 Expectativas

Otro aspecto importante que explicó el incremento reciente de los precios es el referido a las expectativas de la población sobre la evolución futura de la inflación. Con base en los resultados de la Encuesta de Expectativas Económicas realizada mensualmente por el BCB, se muestra que las expectativas de inflación esperada aumentaron sostenidamente (Gráfico I.12).<sup>9</sup>

Otro indicador de las expectativas privadas es el Coeficiente de Compensación Inflacionaria de Instrumentos Financieros (CCIIF o *Break even inflation*) que es la diferencia del rendimiento entre un instrumento financiero en moneda nacional frente a uno indexado de similar plazo de vencimiento.<sup>10</sup> La compensación exigida para instrumentos a un año alcanzó un nivel cercano al 12% (Gráfico I.13).

Este incremento en las expectativas responde principalmente al clima de inestabilidad política que ha existido en el país y en algunas regiones en los últimos meses. Este entorno ha impedido que las acciones de política económica (monetaria, cambiaria,

<sup>7</sup> El componente importado representa 47% de los artículos del IPC con una ponderación de 21%. De este indicador el 45% corresponde a bienes finales y el 55% a insumos intermedios.

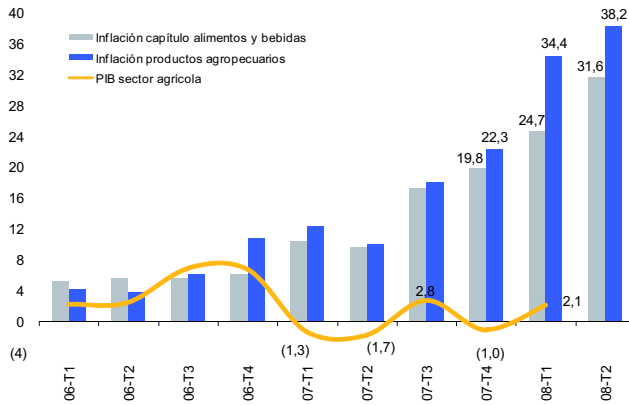
<sup>8</sup> Tal como se señaló anteriormente, este factor será analizado con mayor detalle en el siguiente capítulo.

<sup>9</sup> Esta encuesta está dirigida a un grupo reducido, pero representativo, de analistas financieros, académicos y empresarios del sector privado.

<sup>10</sup> Este indicador muestra las expectativas inflacionarias ya que cuando se compra un instrumento financiero en moneda local no indexado, a determinado plazo, se exigirá como costo de oportunidad una prima de riesgo inflacionario por el periodo más un margen de beneficio. Este margen se mide como el rendimiento que está dispuesto a aceptar por instrumento indexado a la inflación. En el caso de Bolivia, por construcción del índice indexado (variación en 12 meses en lugar de variación mensual como en otros países), la diferencia subestima la inflación esperada cuando la inflación es ascendente y la sobreestima cuando la inflación es descendente.



**GRÁFICO I.16: INFLACIÓN DE ALIMENTOS Y CRECIMIENTO DEL PIB AGRICOLA**  
(Variación interanual trimestral, en porcentajes)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

productos agrícolas, en especial, la provisión de frutas, tubérculos, verduras, hortalizas y en menor medida arroz y carne de res, a los principales mercados se vio reducida. Esto incidió en el incremento de precios de productos básicos de la canasta familiar. En este sentido, el indicador anual de la inflación de alimentos agropecuarios que componen el IPC registró un fuerte salto en el primer trimestre de 2008 (12pp, de 22,3% a 34,4%) y a pesar de un menor aumento en el segundo trimestre (cerca de 4pp, de 34,4% a 38,2%), todavía está por encima de la inflación de todo el capítulo de alimentos y bebidas.

A pesar de que el sector agropecuario registró una tasa de crecimiento positiva en el primer trimestre de 2008 (2,1%), ésta refleja más una recuperación del sector respecto a la caída observada en 2007, que una mayor expansión del mismo. Vale decir, la oferta agrícola no se incrementó en la magnitud suficiente para atenuar las presiones de demanda. Como consecuencia, los precios del capítulo de alimentos y bebidas experimentaron a un crecimiento anual en torno al 32% (Gráfico I.16). También refleja la baja base de comparación que representa 2007 para el cálculo del crecimiento en 2008.

### RECUADRO I.1: EL CAMBIO CLIMÁTICO GLOBAL

Uno de los factores que explica el alza de la inflación en varios países del mundo es el efecto de los fenómenos naturales en la producción de alimentos. Se ha observado que la intensidad de los fenómenos ha variado y sus efectos son menos previsible que antes. Este recuadro analiza de forma general las características del cambio climático global.

En primer lugar, según la comunidad científica que participó en la primera jornada del "Simposio internacional sobre los efectos del cambio climático",<sup>11</sup> que se celebró en Gijón - España en mayo de este año, es difícil calcular los efectos económicos y sociales del cambio climático. A pesar de esta dificultad, se sabe que los problemas que causará el calentamiento global son en gran medida irreversibles y catastróficos si no se frena la emisión de gases de efecto invernadero.

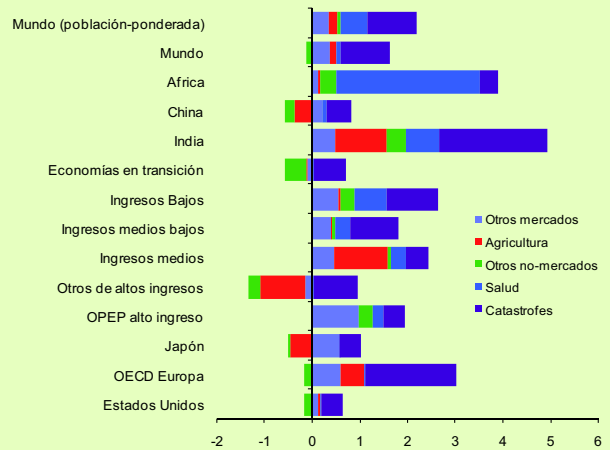
La incidencia del cambio climático en las economías se mide en términos de la reducción del PIB ante incrementos del calentamiento global, tanto en impactos de mercado y de no mercado. Los primeros están relacionados con actividades económicas (agricultura, silvicultura, pesca, turismo, el daño en zonas costeras, modificaciones del gasto en energía y cambios en recursos hídricos) y los segundos abarcan efectos en la salud (epidemias, escasez de agua y contaminación), actividades de ocio (deportes, recreación y actividades al aire libre), ecosistemas (pérdida de biodiversidad) y asentamientos humanos (por la imposibilidad de migración de ciudades y patrimonio cultural).<sup>12</sup>

Los daños mundiales calculados varían entre regiones, tendiendo a ser mayores en los países que tienen temperaturas iniciales más elevadas, un mayor cambio climático y niveles de desarrollo más bajo. El Gráfico I.17 muestra el impacto en las economías, donde se aprecia que las zonas más afectadas serían África, América Latina, el sur y sudeste de Asia (especialmente India) y los países europeos de la OECD.

El cambio climático representa para la economía

un *shock* de oferta, pero puede tener efectos también en el comercio, los flujos de capital, las migraciones y en la inversión y ahorro.

**GRÁFICO I.17: PÉRDIDA DE PIB POR REGIÓN Y SECTOR (En porcentajes)**



FUENTE: Fondo Monetario Internacional. *Panorama económico mundial*, abril, 2008.

ELABORACIÓN: Fondo Monetario Internacional.

Si bien históricamente el mundo se ha adaptado a los cambios de su medio ambiente, es muy probable que adaptarse al calentamiento global sea más costoso. Se sostiene que la mejor manera para adecuarse a la nueva situación es generar desarrollo económico que permita mejorar las tecnologías para mitigar, en la mayor cuantía posible, los efectos adversos de los clima, mejorar el acceso a servicios de salud, educación, agua y reducir la pobreza. Adicionalmente, los gobiernos podrían generar seguros fiscales contra el cambio climático, ya sea con financiamiento interno o externo. Un mecanismo de apoyo a la adaptación podría ser el mercado financiero a través de derivados climáticos y bonos de catástrofe, que actualmente ya se transan y cuyos precios se han incrementando luego de varios desastres naturales, especialmente el huracán Katrina.

<sup>11</sup> Reseña del "Simposio sobre los Efectos del Cambio Climático en los Océanos", realizado en Gijón - España del 19 al 23 de mayo de 2008.

<sup>12</sup> Fondo Monetario Internacional (2008). *Panorama económico mundial*, abril.

En ese sentido, para la mitigación del cambio climático se han considerado diversos instrumentos de políticas: impuestos sobre emisiones de gases de efecto invernadero (impuestos sobre carbono); sistemas de topes y comercio que restringen la cantidad de emisiones que las empresas pueden liberar pero permiten el canje de derechos de emisiones, y políticas híbridas que combinan elementos de los dos sistemas anteriores.

Sin embargo la mitigación podría tener efectos macroeconómicos perniciosos; y para atenuarlos las políticas de precios del carbono deberían observar lo siguiente:

- Ser creíbles a largo plazo para la gente y las empresas.
- Exigir a todos los grupos de países -avanzados, emergentes y en desarrollo- que empiecen a fijar el precio de sus emisiones.
- Establecer un precio mundial común para las emisiones.
- Distribuir los costos de mitigación equitativamente entre los países.

En conclusión, los efectos del cambio climático pueden ser manejados de forma que no impongan fuertes costos tanto a la economía global como a los diferentes países. Sin embargo, para que éstas políticas sean exitosas frente a condiciones económicas adversas como ser -crecimiento económico bajo, inflación alta, baja competitividad-, deben estar diseñadas cuidadosamente; o por otro lado, los gobiernos deben mejorar sus políticas macroeconómicas. Asimismo, se debe fortalecer los incentivos para que los países participen ampliamente en la mitigación por los potenciales beneficios económicos y financieros que brinda ésta transición hacia una economía global más amigable con el medio ambiente.

Respecto a la región andina, de acuerdo con la base de datos de emergencias de la Universidad de Lovaina, tres de los países andinos aparecen entre los cinco países más vulnerables a peligros climáticos.<sup>13</sup> Las pérdidas de estos fenómenos se

estiman en 14% del PIB para Ecuador, 7% para Bolivia y 4,5% para Perú. Además, se constató que el 68% de las emergencias son originadas por peligros de origen hidrometeorológico.

La vulnerabilidad de los países aumenta con los niveles de pobreza (superiores al 50%) y pobreza extrema (entre el 15 y 30%) que se registran en la subregión, lo que limita las capacidades de respuesta de la población, el Estado y sus instituciones.

No obstante, los países andinos son responsables de menos del 2,5 % de las emisiones globales, debiéndose estas principalmente, a procesos de deforestación en países como Bolivia, Ecuador y Perú, mientras que en Venezuela y Colombia corresponde al sector energético. La matriz energética de la subregión presenta una baja intensidad de carbono, puesto que alrededor de 28% de su oferta total de energía es producida limpiamente, a partir de fuentes renovables (cero emisiones de dióxido de carbono).

El cambio climático tiene implicaciones sobre la estabilidad macroeconómica y los precios. En el caso particular de la región, los estudios señalados indican que el fenómeno El Niño puede ser más frecuente y más intenso debido al calentamiento de la tierra.

En suma, la vulnerabilidad de los países andinos, su alto potencial de generación de energía a partir de fuentes renovables, los distintos grados de avance en la implementación de la Convención Marco de las Naciones Unidas sobre Cambio Climático (CMNUCC) y el Protocolo de Kyoto (PK), sustentan la necesidad de elaborar una estrategia común sobre el cambio climático.

<sup>13</sup> Reseña extraída del documento "Cambio Climático", parte de la Agenda Ambiental Andina de la Comunidad Andina de Naciones.

## II. Inflación internacional

*La inflación internacional ha jugado un papel primordial en el incremento de los precios a nivel mundial. El alza en los precios del petróleo y de los alimentos ha implicado mayor inflación importada para los países de la región. En el caso de Bolivia el efecto de estos choques externos fueron destacables y la transmisión vino más por el lado de los alimentos que de los combustibles, ya que éstos últimos se encuentran subsidiados.*

A partir de 2007 y con mayor intensidad en lo que va del 2008, la inflación se aceleró en la mayoría de los países del mundo, incluida América Latina (Cuadro II.1 y Gráfico II.1). Además de las coyunturas propias de cada país, relacionadas con presiones de demanda y oferta internas y fenómenos climatológicos adversos, la inflación ha tenido un común denominador: el fuerte incremento de los precios de productos básicos, principalmente combustibles y alimentos.

El alza de estos precios repercutió en el resto de los precios de las canastas de consumo de los países (efectos de segunda vuelta); e incrementó las expectativas inflacionarias en los países. Por esta razón, la mayoría de los países registraron niveles de inflación no observados desde la década de los noventa y muy por encima de sus metas.

A esta particular fuente de inflación externa, proveniente de la dinámica de los mercados mundiales de productos básicos, se sumó la creciente demanda de inversionistas financieros, que encontraron en estos productos una alternativa atractiva de inversión a través de derivados financieros como los futuros y las opciones.

**CUADRO II.1: INFLACIÓN EN PAÍSES SELECCIONADOS  
(Variación porcentual)**

	2005*	2006*	2007*	2008	
				12 meses	Acumulada a junio
<b>Mundo</b>	<b>2,6</b>	<b>2,8</b>	<b>3,1</b>	<b>3,1**</b>	-
Estados Unidos	3,4	2,5	4,1	5,0	4,2
Zona del Euro	2,2	1,9	3,1	4,0	2,3
Japón	-0,3	0,2	0,1	2,0	1,3
<b>Asia (sin Japón)</b>	<b>3,1</b>	<b>3,1</b>	<b>4,1</b>	<b>7,9**</b>	-
<b>América Latina</b>	<b>5,5</b>	<b>4,7</b>	<b>5,7</b>	<b>4,5**</b>	-
Argentina	12,3	9,8	8,5	9,3	4,6
Brasil	5,7	3,1	4,5	6,1	3,6
Chile	3,7	2,6	7,8	9,5	4,3
Colombia	4,9	4,5	5,7	7,2	6,0
Perú	1,5	1,1	3,9	5,7	3,5
Venezuela	12,6	14,6	18,3	30,8	15,1

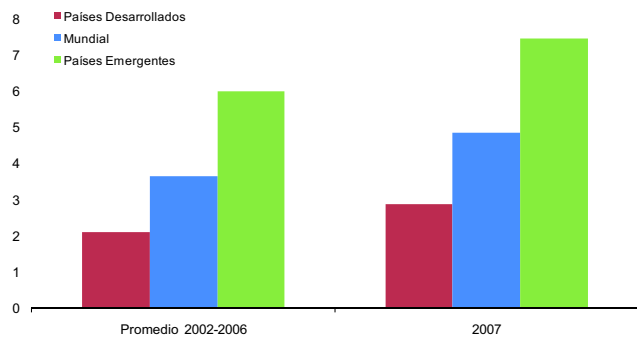
FUENTE: *Latin Focus Consensus Forecast* (Junio 2008).

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

(\*) fin de periodo.

(\*\*) proyección anual.

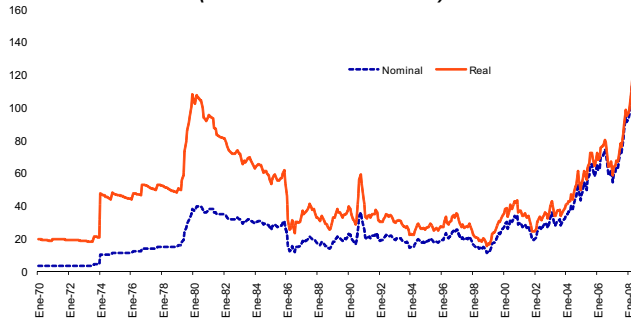
**GRAFICO II.1: INFLACIÓN POR REGIONES  
(Variación a doce meses, en porcentaje)**



FUENTE: Fondo Monetario Internacional.

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

**GRÁFICO II.2: PRECIO NOMINAL Y REAL DEL PETRÓLEO**  
(En dólares americanos)



FUENTE: Fondo Monetario Internacional y *Bureau of Labor Statistics*.  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.  
NOTA: El precio real de petróleo está deflactado por el IPC de EE.UU.

## II.1 EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS INTERNACIONALES DEL PETRÓLEO

El precio del petróleo ha aumentado de manera continua desde el año 2002, con un repunte más acelerado desde inicios de la presente gestión alcanzando máximos históricos. El barril de petróleo *West Texas Intermediate* (WTI) superó a fines de junio los \$us140 por barril. Esta alza respondió a la elevada demanda mundial en un contexto de producción con restricciones de oferta e incertidumbre en su provisión, debido a problemas geopolíticos en las zonas productoras.<sup>14</sup> Además, la utilización más intensa de este producto como activo subyacente por parte de inversionistas financieros, contribuyó a una mayor especulación (Gráfico II.2).

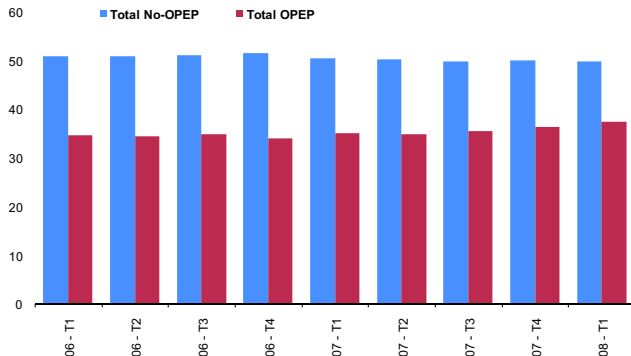
Respecto a la oferta actual de energéticos de origen fósil, la Organización de los Países Exportadores de Petróleo (OPEP) controla aproximadamente el 70% de las reservas mundiales, pero sólo produce algo más del 40% (Gráfico II.3). En este contexto, las decisiones de la OPEP, usualmente imprevisibles, se constituyen en fuente de incertidumbre en los mercados.

Aunque algunos países miembros de la OPEP mostraron resistencia para aumentar sus cuotas de producción, el país que posee las mayores reservas mundiales y es el mayor productor (Arabia Saudita) anunció que aumentará su producción en 200 mil barriles diarios hasta alcanzar los 9,7 millones, lo que amortiguaría parcialmente la escalada de precios.

Por otro lado, en algunos países no pertenecientes a la OPEP el incremento de la oferta se ha visto afectado por problemas contractuales y legislativos, tales como aumentos en los impuestos y restricciones de tipo tecnológico y geológico que conllevan la explotación de las reservas energéticas.

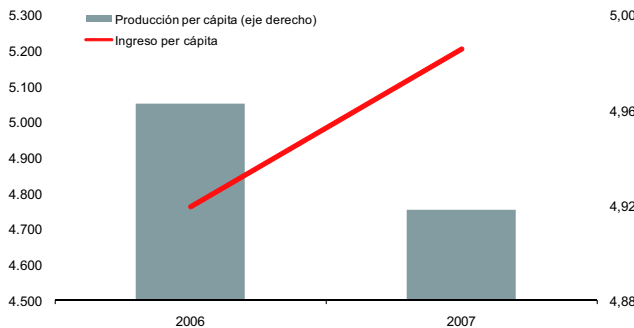
En consecuencia, a pesar de que el ingreso per cápita a nivel mundial se ha expandido significativamente como resultado del crecimiento de los países en desarrollo la producción de petróleo per cápita parece estancada (Gráfico II.4).

**GRÁFICO II.3: OFERTA DE PETRÓLEO**  
(Millones de barriles por día)



FUENTE: *International Energy Agency - Oil Market Report*.  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

**GRÁFICO II.4: PRODUCCIÓN DE PETRÓLEO PER CÁPITA E INGRESO MUNDIAL PER CÁPITA**  
(En barriles y dólares americanos)



FUENTE: Fondo Monetario Internacional y *International Energy Agency - Oil Market Report*.  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

<sup>14</sup> Esto se refiere a los aspectos políticos en Medio Oriente y África particularmente en Irán, Irak y Nigeria, así como el cambio de propiedad (de privada a pública) llevadas a cabo en varios países influyeron en el precio del petróleo.

En lo que se refiere a la demanda de petróleo, el mayor consumo por parte de los países emergentes con crecimiento elevado, principalmente China e India, explica en buena medida el actual contexto de precios elevados (Gráfico II.5).

Si se mantendría el ritmo de crecimiento observado recientemente en las economías emergentes, se espera que la presión en la demanda mundial mantenga los precios elevados. Por ejemplo, según estimaciones realizadas en el XIX Congreso Mundial del Petróleo celebrado en Madrid, la demanda de petróleo de China pasaría de un promedio de 2 barriles per cápita en 2006 a 5 barriles en 2010, considerando que actualmente se consumen 17 barriles per cápita en los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE). Este incremento de más del 100% implicaría que un 25% de la producción mundial actual (86 millones de barriles al día) tendría que destinarse a China e India.

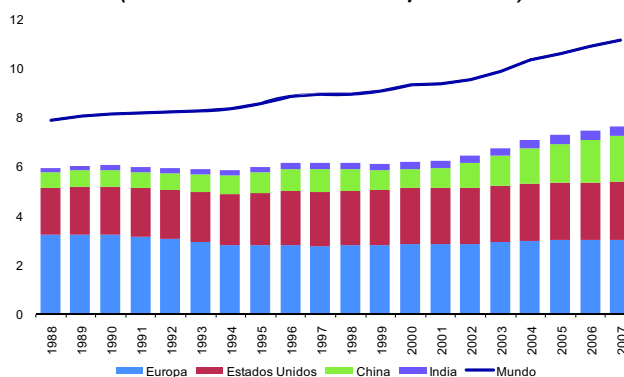
Con relación a los mercados financieros, la aparición de los *Commodity Trading Advisors* (CTA), instrumentos financieros mediante los cuales se negocian las materias primas utilizando opciones y futuros, ha impulsado a los inversionistas a recomponer sus portafolios en favor de este tipo de activos, generando mayor incremento de precios y especulación.

## II.2 EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS INTERNACIONALES DE ALIMENTOS

Al igual que en el caso del petróleo, los alimentos también experimentaron sustanciales incrementos de precios. Las causas de este comportamiento tienen ciertas similitudes: el fuerte crecimiento de las economías emergentes ha generado una mayor demanda por alimentos, mientras que el desarrollo de los instrumentos CTA no solo se han centrado en combustibles, sino que gran parte corresponden a productos alimenticios (Cuadro II.2).

Asimismo, el incremento prolongado de los precios del petróleo impulsó a varias economías a intensificar la producción de biocombustibles, fabricados principalmente en base a maíz, azúcar, trigo, etc. Este hecho ha implicado que esta industria compita por este tipo de productos en los mercados internacionales, generando presiones adicionales sobre los precios.

**GRÁFICO II.5: DEMANDA MUNDIAL DE PETRÓLEO**  
(En millones de toneladas equivalentes)



FUENTE: *Bloomberg*.

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

**CUADRO II.2: INFLACIÓN EN PAÍSES SELECCIONADOS**  
(Variación a doce meses, en porcentaje)

	2006 (Dic.)		2007 (Dic.)		2008 (Jun.)	
	Total	Alimentos	Total	Alimentos	Total	Alimentos
Argentina	9,8	10,5	8,5	8,6	9,3	7,8*
Chile	2,6	1,3	7,8	15,2	9,5	19,5
China	2,8	6,3	6,5	16,7	7,1	17,3
Colombia	4,5	5,7	5,7	8,5	7,2	12,0
Brasil	3,1	1,2	4,5	10,8	6,1	14,6*
Perú	1,1	1,7	3,9	6,1	9,8	9,8

FUENTE: *Bloomberg*.

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

NOTA: (\*) datos a mayo de 2007.

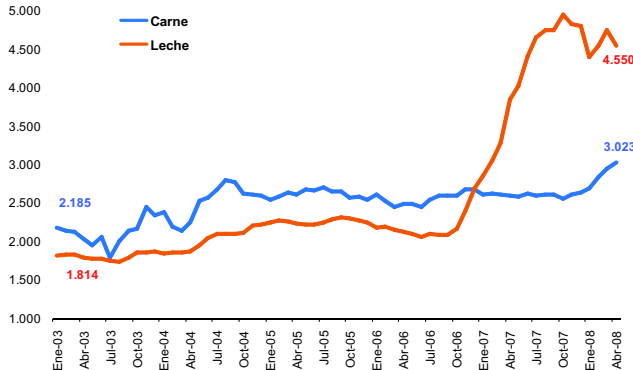
Por otra parte, un aspecto propio de la dinámica actual de precios de los alimentos ha sido el efecto del calentamiento global, el cual ha generado desastres naturales, afectando la producción y el abastecimiento de alimentos en una gran cantidad de países.

A continuación, se detallan cada uno de estos aspectos que han explicado el alza de los precios de alimentos.

**Demanda mundial de alimentos**

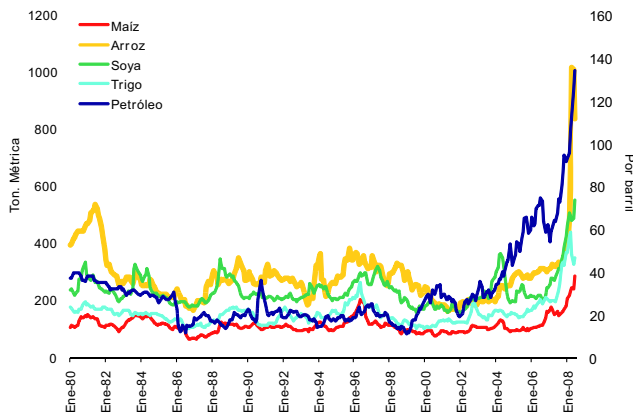
El aumento de la población mundial y el rápido crecimiento de las economías emergentes ha provocando un aumento en el poder de compra de los consumidores. Esto a su vez ha generado un incremento en la demanda de alimentos y ha producido una recomposición de la demanda de productos básicos tradicionales hacia alimentos más costosos. Los países que mantenían dietas intensivas en carbohidratos (tubérculos, cereales, etc.) están cambiando sus preferencias por otras más ricas en proteínas (carnes, leche, huevos, etc.). De esta manera, desde el año 2006 el precio de la carne experimentó tasas de crecimiento de hasta 20%. Por su parte, la leche creció en promedio a tasas mayores a 50% en el mismo periodo, afectada también por fenómenos climatológicos adversos en Australia (Gráfico II.6).

**GRÁFICO II.6: PRECIOS DE CARNE Y LECHE (Dólares por tonelada)**



FUENTE: Organización de las Naciones Unidas para la Agricultura y la Alimentación (FAO).  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

**GRÁFICO II.7: PRECIOS DE ALIMENTOS Y DE PETRÓLEO (Dólares estadounidenses)**



FUENTE: Fondo Monetario Internacional.  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

**Los efectos del incremento de los precios de los combustibles**

El alto precio de los energéticos ha tenido una repercusión directa sobre los costos de producción agrícola, derivando en mayores precios de los alimentos (Gráfico II.7). El incremento en el precio del diesel elevó los costos de los cultivos mecánicos, insumos agrícolas (fertilizantes, insecticidas, pesticidas, etc.) y transporte, tanto de insumos como de los productos hacia los principales mercados. Con el precio del petróleo en sus máximos históricos, los precios de los principales cereales registraron incrementos significativos, que en promedio entre junio de 2007 y junio de 2008 aumentaron más del 90%.

Por otra parte, el incremento de las cotizaciones de los combustibles ha motivado a varias economías a fomentar la producción de biocombustibles. Por ejemplo, el gobierno de Estados Unidos está otorgando subsidios para que los agricultores dediquen sus cosechas a la producción de este tipo de energía. Asimismo, es indicativo señalar que casi el 30% de la cosecha de maíz de ese país será destinado a la

producción de etanol en 2008, en lugar de enviarse a los mercados de alimentos para consumo humano y animal en el mundo.

La producción de etanol y biodiésel experimentó un crecimiento acelerado en los últimos años (Gráfico II.8 y II.9). Para finales de 2007, el etanol representó 90% de la producción de biocombustibles,<sup>15</sup> siendo el maíz su principal insumo. De acuerdo con datos del Banco Mundial, la proporción de maíz utilizada en la producción de etanol se incrementó de 5% en 2004 a 11% en 2007. Actualmente los países de la Unión Europea, en especial Alemania y Francia, son los principales productores de biodiésel. Adicionalmente, Malasia continuó impulsando su producción a través del empleo de aceite de palma como materia prima.

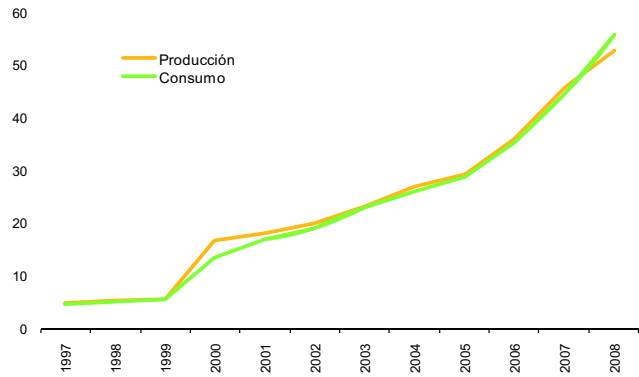
**La depreciación del dólar y la especulación financiera**

Debido a que la mayor parte de los precios de los *commodities* están denominados en dólares y se transan en los mercados internacionales en esta moneda, la reciente depreciación del dólar estadounidense ha afectado a la inflación de alimentos principalmente por dos vías. Por un lado hace a los *commodities* menos costosos para los consumidores de países cuya moneda oficial no es el dólar, incrementando el poder de compra y la demanda de estos bienes. Por otro lado, la depreciación condujo directamente a un ajuste nominal de precios.<sup>16</sup>

De igual forma, la caída del precio del dólar redujo el retorno de los activos financieros denominados en dólares tornando más atractivas las inversiones en instrumentos financieros vinculados a alimentos. Este aspecto, sumado a la importante liquidez que existen en los mercados financieros y a la búsqueda de activos rentables, ha motivado crecientes inversiones en otras monedas o instrumentos financieros vinculados a los alimentos (futuros y opciones), lo que ha presionado al alza de los precios.

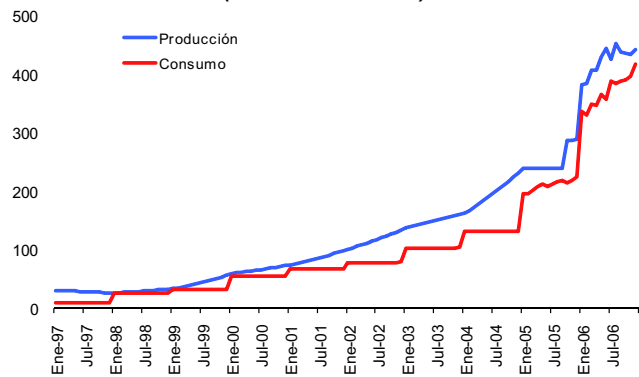
Estos hechos, relacionados con la depreciación a nivel mundial del dólar, han influido en el incremento de los precios a escala mundial (Gráfico II.10)

**GRÁFICO II.8: PRODUCCIÓN DE ETANOL (Millones de toneladas)**



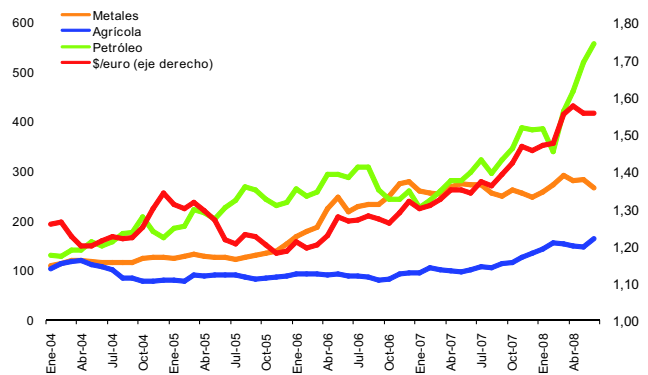
FUENTE: Bloomberg.  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

**GRÁFICO II.9: PRODUCCIÓN DE BIODIESEL (Miles de toneladas)**



FUENTE: Bloomberg.  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

**GRÁFICO II.10: DEPRECIACIÓN DEL DÓLAR E INCREMENTO DE PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS (Índice de precios y dólares por euro)**



FUENTE: Fondo Monetario Internacional.  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

<sup>15</sup> Joachim Von Braun, *International Food Policy Research Institute* (IFPRI), 2008.

<sup>16</sup> Fondo Monetario Internacional, *Perspectivas de la Economía Mundial*, abril de 2008.

### ***Las consecuencias del calentamiento global***

Como fue detallado en el Recuadro I.1, existen varias repercusiones del calentamiento global que afectarían cada vez más al medio ambiente y a la vida humana. El más importante es el incremento progresivo de la temperatura promedio, que origina una serie de efectos como el aumento del nivel del mar, cambios en los ecosistemas agrícolas y la expansión de enfermedades tropicales por mayores inundaciones, sequías, tornados, etc.

En particular, los efectos relacionados con el cambio en los ecosistemas agrícolas y el aumento de la frecuencia e intensidad de los fenómenos naturales se han manifestado en varios países como Bolivia, Colombia, Chile, China, EEUU, entre otros. Los fenómenos naturales afectaron tanto a los cultivos como a la provisión de alimentos a los mercados.

### **II.3 IMPACTO DEL ALZA DE LOS PRECIOS INTERNACIONALES DE PRODUCTOS BÁSICOS**

#### ***Efectos estimados a nivel mundial***

Históricamente, el alza del precio del petróleo generó presiones de costos y redujo la actividad en la mayoría de los países del mundo. Estudios previos señalaban que si el precio del petróleo aumentaba permanentemente 20% (cuando el precio se situaba en torno a \$us25 por barril), esto se habría reflejado en: una caída promedio de 0,3% del PIB durante tres años; el deterioro de las cuentas corrientes de los países importadores netos; y, el aumento de la inflación cercano a 1pp. En el caso de América Latina, el efecto estimado era más limitado (en promedio 0,1% del PIB), aunque en términos de inflación, el efecto habría sido más fuerte que el que se observaría en los países desarrollados.<sup>17</sup>

Sin embargo, el aumento actual ha sido más pronunciado y ha afectado particularmente a los países importadores netos de combustibles. Un estudio reciente señala que el costo del alza observada desde enero de 2007 estaría en torno a 2,2% del PIB para

---

<sup>17</sup> Fondo Monetario Internacional "The Macroeconomic Effects of Higher Oil Prices" *IMF Working Paper* 01/14, diciembre de 2000.

una muestra de 59 países elegibles para programas de ayuda de instituciones financieras internacionales. Este se daría principalmente por los menores saldos de balanza de pagos, aspecto que es más drástico en los países con nivel reducido de reservas internacionales.<sup>18</sup>

Al igual que en el caso de los hidrocarburos, los efectos del aumento del precio de los alimentos varían entre países y grupos socio-económicos. Con relación a los países, por un lado están aquellos que son exportadores netos de alimentos, que se beneficiarían de la mejora de los términos de intercambio. Por otro lado, los países importadores netos tendrán que hacer esfuerzos para satisfacer la demanda interna de alimentos.

Según similar fuente, desde enero de 2007 el alza de los precios de los alimentos le costó cerca de 0,5% del PIB anual de 2007 a un grupo de 33 países pobres. En 120 países de bajo ingreso y de mercados emergentes, la inflación anual de los precios de los alimentos subió 2pp en apenas 3 meses.

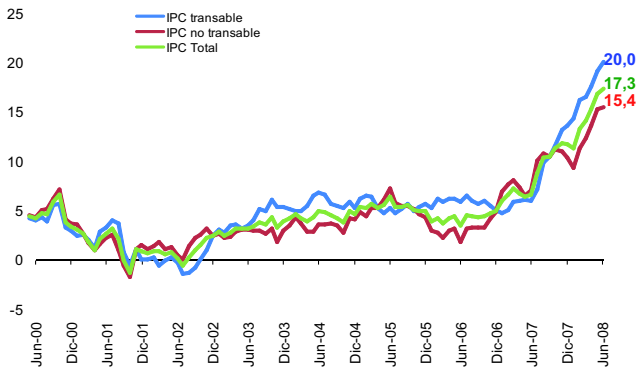
Los datos preliminares indican que el problema se podría agravar, puesto que muchos de los países pobres son muy dependientes y vulnerables al encarecimiento de la importación de alimentos. Esto se explica en buena medida porque el porcentaje del gasto de los hogares destinado a la alimentación es alto; y por lo general, supera el 40% en las economías emergentes y en desarrollo.

La inflación está afectando nuevamente a los países emergentes y constituye una amenaza para el crecimiento económico. Frente a esta alza, la mayoría de los países han tomado medidas en el ámbito monetario y cambiario, en especial para prevenir los efectos de segunda vuelta, los que se describen en el Recuadro II.1, para experiencias seleccionadas de América Latina.

Latinoamérica es una región exportadora neta de alimentos. Sin embargo, es una zona importadora de cereales, los cuales han sido más afectados por este shock. Por lo tanto, estimaciones recientes indican que el aumento del costo de las importaciones de alimentos podría superar el 1% del PIB en 2008. En

<sup>18</sup> Fondo Monetario Internacional "Food and Fuel Prices-Recent Developments, Macroeconomic Impact, and Policy Responses", junio de 2008.

**GRÁFICO II.11: INFLACIÓN SEGÚN CRITERIO DE TRANSABILIDAD\***  
(Variación a doce meses, en porcentajes)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.  
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.  
 NOTA: (\*) Ajustado por el cambio de año base del IPC.

consecuencia, los efectos sobre las balanzas de pagos pueden ser importantes.

El aumento de los precios de los alimentos es un factor importante en el actual rebrote de la inflación, el cuál debe ser tratado con medidas específicas y no solamente con medidas macroeconómicas. Según el Instituto de Investigación sobre Política Alimenticia Internacional (IFPRI por sus siglas en inglés), se deberían ampliar los programas de protección social para los grupos de población más vulnerables. Asimismo, los países desarrollados deberían levantar los subsidios como barreras arancelarias para la producción e importación, principalmente los relacionados a los biocombustibles. Finalmente, se debería invertir en investigación y extensión agrícola, en infraestructura rural y en accesibilidad a los mercados para los pequeños agricultores para lograr un crecimiento agrícola sostenido a largo plazo.

**Efectos en la economía boliviana**

El reciente incremento de los precios internacionales del petróleo y alimentos ha afectado considerablemente la inflación interna. Como se vio en el capítulo anterior (Gráfico I.11), el componente importado dentro del IPC mostró un crecimiento significativo desde 2007, año en que comenzó el incremento de precios internacionales.

Asimismo, la descomposición del IPC por criterio de transabilidad muestra que los productos transables registraron una inflación anual de 20%, 4,6pp por encima del componente no transable y 2,7pp superior a la inflación total. Estas diferencias se explican principalmente por el incremento de precios de alimentos a nivel internacional (Gráfico II.11). Por ejemplo, el incremento de las cotizaciones de los granos a nivel mundial aumentó el costo de los alimentos balanceados e insumos que utilizan los productores de carnes y en especial de leche.

En lo que se refiere al incremento del precio internacional del petróleo, éste no se transmite de manera directa a la inflación interna, ya que los precios de los combustibles en Bolivia se encuentran subvencionados. Las consecuencias son indirectas vía el efecto hacia los precios de los alimentos. Los combustibles no sólo son un costo importante para las cosechas y la producción de alimentos, sino también juegan un rol vital para el transporte de éstos hacia los distintos mercados del mundo.

Estimaciones realizadas por el BCB muestran que la elasticidad de largo plazo del precio de los alimentos internacionales a cambios en los precios internacionales de combustibles estaría en torno al 16%.<sup>19</sup> Vale decir un incremento de 10pp en la inflación de los combustibles se traduciría en un alza de 1,6pp de la inflación internacional de alimentos (Gráfico II.12).

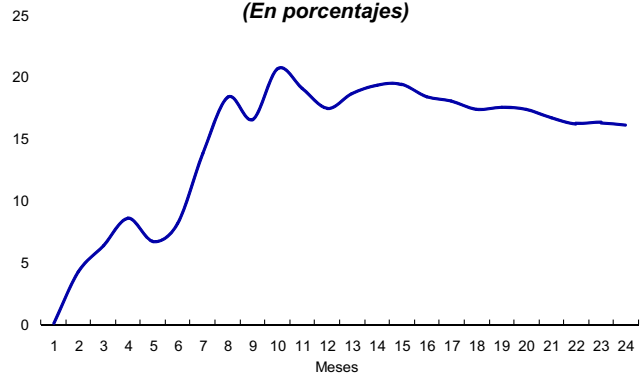
Por su parte, el incremento de los precios internacionales de los alimentos tiene efecto directo sobre el IPC, tanto por la inflación de alimentos importados como por la transabilidad de algunos artículos del IPC.<sup>20</sup>

Estimaciones del BCB muestran que la elasticidad de largo plazo de los precios internos de alimentos a cambios en los precios de los alimentos internacionales está en torno al 20%. Vale decir, que un incremento de 10pp en la inflación internacional de los alimentos se transmite en un incremento de 2pp en la inflación doméstica (Gráfico II.13).

El efecto de una variación en los precios internacionales de los alimentos se transmite con rezagos. Recién a partir del cuarto mes se pronuncia la transmisión hacia los precios internos y al cabo de un año los precios internos absorben el 86% del ajuste al incremento de los precios internacionales.

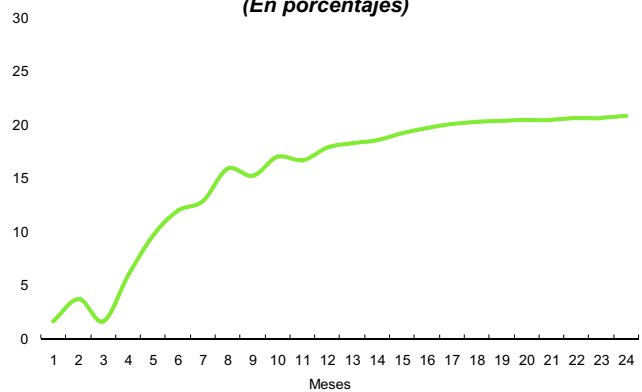
Estas estimaciones son coherentes con la relación observada entre la inflación internacional de alimentos y el aumento de precios del capítulo de alimentos del IPC. Esta correlación se vuelve más evidente si se comparan los precios internacionales con los bienes importados que forman parte del capítulo de alimentos del IPC (Gráfico II.14).

**GRÁFICO II.12: ELASTICIDAD DE LOS PRECIOS INTERNACIONALES DE ALIMENTOS ANTE UNA VARIACIÓN DEL PRECIO INTERNACIONAL DEL PETRÓLEO (En porcentajes)**



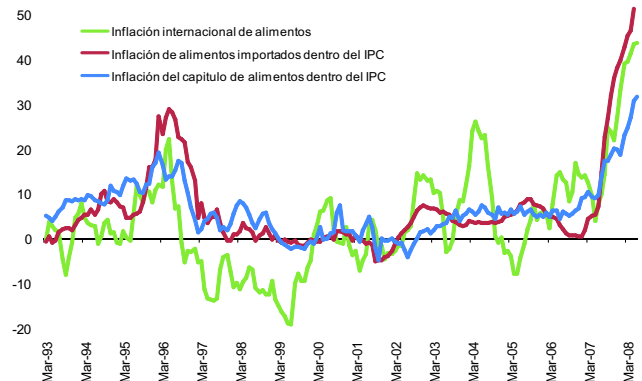
FUENTE: Estimación de la Asesoría de Política Económica.  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

**GRÁFICO II.13: ELASTICIDAD DE LOS PRECIOS INTERNOS DE LOS ALIMENTOS ANTE UNA VARIACIÓN EN LOS PRECIOS INTERNACIONALES DE LOS ALIMENTOS (En porcentajes)**



FUENTE: Estimación de la Asesoría de Política Económica.  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

**GRÁFICO II.14: INFLACIÓN NACIONAL E INTERNACIONAL DE ALIMENTOS**



FUENTE: Fondo Monetario Internacional - Instituto Nacional de Estadística.  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

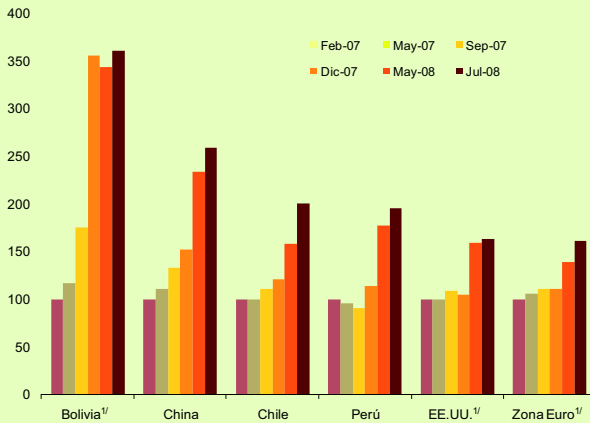
<sup>19</sup> La elasticidad de largo plazo se entiende como el efecto acumulado luego de 24 meses frente a un choque externo. Se calcula como el cambio porcentual en el nivel de precios "t" períodos después del choque sobre el cambio porcentual inicial de la variable que experimenta el choque.

<sup>20</sup> Dentro del IPC existen algunos bienes que son producidos en Bolivia y que no necesariamente se exportan y otros que se exportan en pequeñas cuantías como por ejemplo, el arroz, la carne y algunas frutas. Las cotizaciones internas de estos productos pueden ser influenciadas por las cotizaciones externas, implicando mayores precios domésticos.

**RECUADRO II.1: RESPUESTAS DE POLÍTICA EN LATINOAMÉRICA FRENTE A LA ACELERACIÓN DE LA INFLACIÓN**

El incremento de la inflación en América Latina por el alza de los precios de alimentos y los combustibles, como consecuencia de importantes infuljos de capital de corto plazo y por factores específicos a cada país, tuvieron efectos de segunda vuelta, los cuales se reflejaron en el alza de las expectativas de inflación (Gráfico II.15). Frente a ello, los países de la región adoptaron políticas monetarias contractivas. Éstas fueron complementadas con otras medidas, que en algunos casos son diferentes a las aplicadas en el pasado reciente o a las recomendadas por la práctica tradicional.

**GRÁFICO II.15: ÍNDICE DE EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN PARA 2008 (Índice, febrero de 2007=100)**



FUENTE: Foreign Exchange Consensus Forecasts y Latin Focus Consensus Forecasts.  
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.  
 NOTA: <sup>1/</sup> Proviene de Latin Focus Consensus Forecasts.

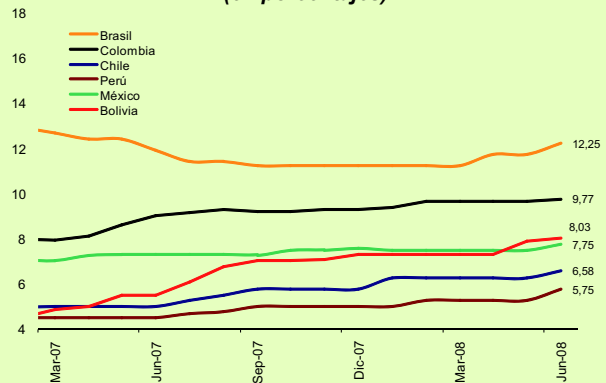
Con el objeto principal de emitir señales para reducir las expectativas de inflación y evitar una mayor inercia inflacionaria por ajustes de segunda vuelta, la política monetaria seguida por la mayoría de los bancos centrales de la región fue contractiva, en especial en los últimos meses, aún en países que confrontaron el dilema de afectar negativamente el crecimiento económico. La mayoría de los países registraron aumentos en las tasas de interés referenciales de política monetaria (Cuadro II.3 y Gráfico II.16).

**CUADRO II.3: EVOLUCIÓN DE LAS TASAS DE INTERÉS DE POLÍTICA EN ECONOMÍAS SELECCIONADAS (En porcentajes)**

	2005		2006			2007			2008	
	Dic	Dic	Mar	Jun	Sep	Dic	Mar	Jun		
Perú	3,25	4,50	4,50	4,50	5,00	5,00	5,25	5,75		
Chile	4,50	5,25	5,00	5,00	5,75	6,00	6,25	6,75		
Colombia	6,00	7,50	8,25	9,00	9,25	9,50	9,75	9,77		
México	8,25	7,00	7,00	7,25	7,25	7,50	7,50	7,75		
Brasil	18,05	13,19	12,68	11,93	11,18	11,18	11,18	12,75		

FUENTE: Bancos centrales de los países.  
 ELABORACIÓN: BCB- Asesoría de Política Económica.  
 NOTA: En el caso de Bolivia corresponde a la tasa de rendimiento de Letras del Tesoro en moneda nacional (LT-MN) de 13 semanas.

**GRÁFICO II.16: EVOLUCIÓN DE LAS TASAS DE INTERÉS DE POLÍTICA EN ECONOMÍAS SELECCIONADAS (en porcentajes)**



FUENTE: Bancos centrales de los países.  
 ELABORACIÓN: BCB- Asesoría de Política Económica.  
 NOTA: En el caso de Bolivia corresponde a la tasa de rendimiento de Letras del Tesoro en moneda nacional (LT-MN) de 13 semanas.

El incremento de las tasas de política monetaria, la reducción de las tasas de interés en Estados Unidos y las expectativas de apreciación de las monedas locales, por efecto de cuentas externas favorables, indujeron fuertes entradas de capitales hacia algunos países como Perú, Colombia, Brasil y Chile; y añadieron una complicación adicional a las políticas monetarias.

Varios bancos centrales compraron divisas con el objeto de fortalecer sus tenencias de reservas internacionales, revertir las expectativas de apreciación, evitar una sobre corrección del tipo de cambio nominal con efectos sobre el sector productivo y/o obtener un mayor grado de acción en su política monetaria. Esto permitió reducir la tasa de apreciación de sus monedas, revirtiéndolos

incluso hacia la depreciación en algunos países. Sin embargo, ello también demandó esfuerzos adicionales para esterilizar el exceso de liquidez. En forma complementaria, algunos países dispusieron también medidas administrativas dirigidas a contener o desincentivar las entradas de capitales.

A pesar de los esfuerzos, la inflación ha repuntado en los países latinoamericanos, explicándose en mayor magnitud por la persistencia de los elevados precios internacionales de alimentos y de energéticos. Debido a que el choque internacional parece tener cada vez una menor naturaleza temporal, varios bancos centrales están revisando sus pronósticos de inflación, buscando que el ajuste de precios relativos sea el adecuado y se reduzca la inflación, sin afectar significativamente a la producción.

A continuación se revisan las respuestas de política económica frente al incremento de la inflación en economías seleccionadas.

#### **Colombia**

El Banco de la República de Colombia incrementó de forma sostenida la tasa de referencia en 325 puntos básicos (pb) entre abril de 2006 y julio de 2007, para contener presiones inflacionarias provenientes principalmente del elevado ritmo de crecimiento de la demanda agregada. Después de una pausa en la cual la inflación se contuvo, la autoridad nuevamente ajustó las tasas al alza en 50pb hasta el mes de marzo de 2008 como respuesta a un repunte de la inflación, debido esta vez tanto a la persistente expansión de la demanda agregada y el crédito, como también a los crecientes precios internacionales de los productos básicos.

Asimismo, con el objeto de limitar la entrada de capitales de corto plazo se aplicó un encaje marginal no remunerado y diferenciado por moneda sobre cuentas corrientes y de ahorro y certificados de depósito menores a 18 meses.

#### **Chile**

A partir de julio de 2007 y ante la persistente presión de los crecientes precios internacionales de los

productos básicos y la expectativa del mercado monetario, el Banco Central de Chile elevó la tasa de interés de política en 125pb hasta enero de 2008. Durante gran parte del primer semestre del presente año, la autoridad monetaria pausó su política frente a la desaceleración de la actividad económica interna y a la profundización de la crisis financiera en la economía de los Estados Unidos, uno de los principales socios comerciales de Chile. No obstante, a mediados de junio de 2008 elevó su tasa de interés de política en 50pb, arguyendo que las expectativas de inflación habían aumentado y que la inflación subyacente se estaría acelerando. Asimismo, desde abril de 2008 el Banco Central decidió intervenir en el mercado de cambios con el objeto de fortalecer la posición de liquidez internacional.

#### **Perú**

El Banco Central de la Reserva de Perú (BCRP) centró su atención en contrarrestar los efectos del dinamismo de la demanda interna para evitar que las expectativas inflacionarias se vean afectadas por el incremento sostenido de los precios internacionales de los productos básicos. Después de mantener invariable su tasa de interés de referencia de julio de 2007 hasta junio de 2008, la elevó casi sostenidamente en 125pb. De igual forma, con el objeto de neutralizar la sustancial entrada de capitales de corto plazo y ayudar así a contener la expansión monetaria derivada de la intervención en el mercado cambiario, elevó los requerimientos de encaje legal sobre obligaciones en moneda nacional y moneda extranjera. Restringió también la tenencia de títulos públicos (certificados de depósitos del BCRP) sólo a entidades financieras participantes del proceso de regulación monetaria.

#### **México**

Durante buena parte de 2007 las expectativas inflacionarias de largo plazo se mantuvieron estables. Sin embargo, la persistencia del incremento de los precios internacionales de alimentos derivó en ajustes al alza de la tasa de interés de política (incremento de 75pb entre abril de 2007 y junio de 2008) con el objeto de contener las expectativas inflacionarias y los efectos de segunda vuelta.

Finalmente, cabe señalar que la persistencia de la inflación y la preocupación por el incremento de las expectativas de mediano plazo llevó a muchos gobiernos en América Latina y otras regiones del mundo a aplicar una variedad de medidas con el fin de coadyuvar a contener las presiones inflacionarias (Cuadro II.4). Entre estas medidas resaltan los acuerdos de congelamiento de precios de alimentos realizados con representantes gremiales como la Confederación de Cámaras Industriales de México, ó los productores y comerciantes mayoristas y minoristas en Colombia. De igual forma, se eliminaron los aranceles a la importación de alimentos básicos (México), mientras que en otros casos se prohibieron la exportación de los mismos (Bolivia y Argentina).

**CUADRO II.4: MEDIDAS COMPLEMENTARIAS PARA FRENAR ALZA DE PRECIOS DE ALIMENTOS**

PAISES	MEDIDAS ADOPTADAS
Argentina	Restricción de exportación de alimentos/ Establecer límites a los precios de alimentos.
Bolivia	Restricción de exportación de aceite de soya a Chile, Colombia, Cuba, Ecuador, Perú y Venezuela/ Establecer límites a los precios de alimentos.
Camboya	Restricción de exportación de alimentos/ Establecer límites a los precios de alimentos.
China	Restricción de exportación de arroz y maíz/ Establecer límites a los precios de alimentos.
Egipto	Restricción de exportación de alimentos/ Establecer límites a los precios de alimentos.
Etiopia	Restricción de exportación de los principales cereales/ Establecer límites a los precios de alimentos.
India	Restricción de exportación de leche en polvo/ Establecer límites a los precios de alimentos.
Indonesia	Restricción de exportación de alimentos/ Establecer límites a los precios de alimentos.
Kazajstán	Restricción de exportación de alimentos/ Establecer límites a los precios de alimentos.
México	Restricción de exportación de alimentos/ Establecer límites a los precios de alimentos.
Marruecos	Restricción de exportación de alimentos/ Reducción de aranceles a las importaciones de trigo/ Establecer límites a los precios de alimentos.
Nigeria	Reducción de aranceles a las importaciones de arroz/ Establecer límites a los precios de alimentos.
Rusia	Restricción de exportación de alimentos/ Establecer límites a los precios de alimentos.
Tailandia	Restricción de exportación de alimentos/ Establecer límites a los precios de alimentos.
Ucrania	Restricción de exportación de alimentos/ Establecer límites a los precios de alimentos.
Venezuela	Restricción de exportación de alimentos/ Establecer límites a los precios de alimentos.
Vietnam	Restricción de exportación de alimentos/ Establecer límites a los precios de alimentos.

Fuente: *Food Policy Research Institute.*  
Elaboración: BCB - Asesoría de Política Económica.

## III. Contexto internacional

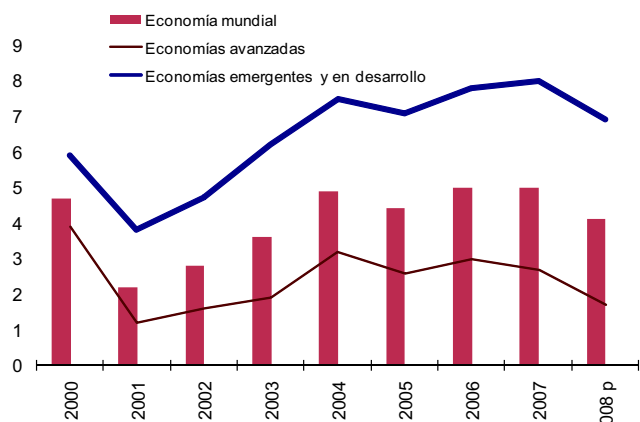
*La actividad económica mundial se desaceleró, especialmente en los países desarrollados, aunque a un ritmo menor al esperado previamente. La depreciación del dólar a nivel mundial continuó, mientras que los movimientos de capital se desarrollaron en un contexto de mayor incertidumbre.*

En el primer semestre de 2008, Bolivia enfrentó un entorno externo todavía favorable, pero con incertidumbre en los ámbitos real, monetario y financiero. El principal aspecto positivo fue que la economía mundial resistió inicialmente la crisis financiera observada en los países desarrollados. Sin embargo, se observaron presiones inflacionarias asociadas con el incremento de precios de los alimentos y los combustibles, principalmente en las economías emergentes y en desarrollo<sup>21</sup>, que reforzaron los efectos expansivos derivados del fuerte influjo de divisas observado desde hace dos años atrás.

### III. 1 ACTIVIDAD ECONÓMICA MUNDIAL

En la primera mitad de 2008, existió preocupación sobre el dinamismo de la actividad económica mundial (Gráfico III.1 y Cuadro III.1). Las dificultades reales y financieras que atravesaron las economías avanzadas, producto de la crisis originada en el mercado hipotecario de Estados Unidos, y las persistentes presiones inflacionarias, derivadas del alza de precios de los alimentos y energéticos, limitaron la capacidad de maniobra de las políticas macroeconómicas. Estas dificultades fueron acompañadas de forma creciente por preocupaciones similares en las economías emergentes y en desarrollo.

**GRÁFICO III.1: CRECIMIENTO ECONÓMICO MUNDIAL**  
(Variación porcentual anual)



FUENTE: Fondo Monetario Internacional, *Foreign Exchange Consensus Forecast*, *Latin Focus Consensus Forecast* y Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA).

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

NOTAS: (p) Proyectado

**CUADRO III.1: CRECIMIENTO ECONÓMICO MUNDIAL**  
(Variación porcentual anual)

	2008				
	2006	2007	I Trim <sup>1/</sup>	2008 <sup>P</sup>	2009 <sup>P</sup>
<b>Producto mundial</b>	<b>5,1</b>	<b>5,0</b>		<b>4,1</b>	<b>3,9</b>
<b>Economías Avanzadas</b>	<b>3,0</b>	<b>2,7</b>		<b>1,7</b>	<b>1,4</b>
Estados Unidos	2,9	2,2	2,5	1,3	0,8
Zona del Euro	2,8	2,6	1,9	1,7	1,2
Japón	2,4	2,1	1,3	1,5	1,5
<b>Economías Emergentes y en Desarrollo</b>	<b>7,9</b>	<b>8,0</b>		<b>6,9</b>	<b>6,7</b>
<b>Economías en Desarrollo de Asia</b>	<b>9,9</b>	<b>10,0</b>		<b>8,4</b>	<b>8,4</b>
China	11,6	11,9	10,6	9,7	9,8
India	9,8	9,3	8,8	8,0	8,0
<b>América Latina</b>	<b>5,5</b>	<b>5,6</b>		<b>4,5</b>	<b>3,6</b>
Argentina <sup>2/</sup>	8,5	8,7	8,8	6,8	4,5
Brasil	3,8	5,4	5,4	4,9	4,0
Chile <sup>2/</sup>	4,0	5,1	3,0	4,1	4,7
Colombia <sup>2/</sup>	6,8	7,5	5,6	5,3	4,9
México	4,9	3,1	2,6	2,4	2,4
Perú <sup>2/</sup>	7,6	9,0	9,3	7,5	6,6

FUENTE: Fondo Monetario Internacional, *Foreign Exchange Consensus Forecast*, *Latin Focus Consensus Forecast* y Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA).

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

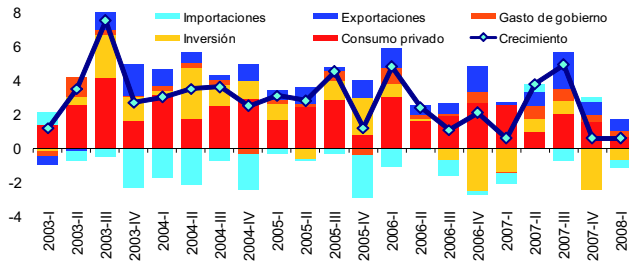
NOTAS: <sup>1/</sup> Variación anual

<sup>2/</sup> Datos proyectados por *Foreign Exchange Consensus Forecast*

<sup>P</sup> Proyectado

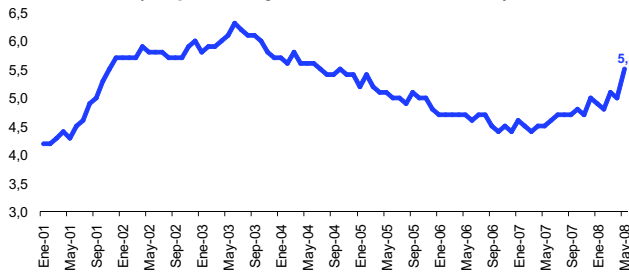
<sup>21</sup> El análisis detallado de este fenómeno se encuentra en el capítulo II.

**GRÁFICO III.2: CRECIMIENTO ANUALIZADO DEL PIB DE EE.UU.**  
(Tasa de crecimiento anualizada desestacionalizado e incidencias, en porcentaje)



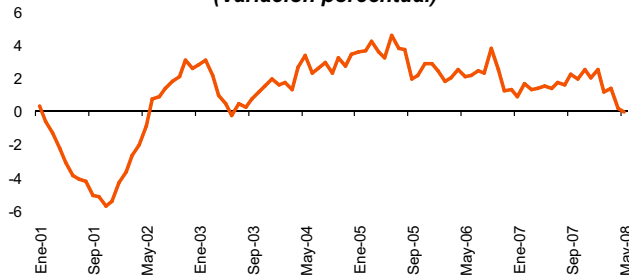
FUENTE: Bureau of Economic Analysis.  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

**GRÁFICO III.3: TASA DE DESEMPLEO EN EE.UU.**  
(En porcentaje, deseestacionalizada)



FUENTE: Bureau of Labor Statistics.  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

**GRÁFICO III.4: ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL DE EE.UU.**  
(Variación porcentual)



FUENTE: Federal Reserve Board.  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

**CUADRO III.2: DIRECCIÓN DEL COMERCIO EXTERIOR DE ESTADOS UNIDOS**  
(Participación porcentual)

	2002	2004	2006	2007 I Sem.
<b>Exportaciones a:</b>				
Canadá	23,2	23,0	22,2	21,7
México	14,1	13,6	12,9	12,0
Japón	7,4	6,7	5,8	5,6
China		4,3	4,4	5,5
Reino Unido	4,8	4,4	5,3	4,7
Alemania	3,8			
Otros	46,7	48,0	49,4	50,5
	100,0	100,0	100,0	100,0
<b>Importaciones de:</b>				
Canadá	17,8	17,1	16,0	16,3
México	11,3	10,4	10,4	10,6
Japón	10,4	8,8	7,9	7,6
China	11,1	13,7	15,9	16,2
Alemania	5,3	5,2	4,8	4,8
Otros	44,1	44,8	44,9	44,4
	100,0	100,0	100,0	100,0

FUENTE: Foreign Exchange Consensus Forecast.  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

La economía de Estados Unidos se desaceleró en medio de crecientes presiones inflacionarias y de la necesidad de preservar la estabilidad del sistema financiero. Esta desaceleración se explica principalmente por el menor dinamismo del gasto de consumo privado, afectado tanto por la contracción de la capacidad adquisitiva de los ingresos ante un persistente incremento de los precios, como por el creciente desempleo, que en conjunto mermaron la confianza del consumidor (Gráfico III.2 y Gráfico III.3).

El ajuste aún inconcluso del mercado inmobiliario, reflejado en una continua caída de los precios de las viviendas y el endurecimiento de las condiciones crediticias, se reflejó en una fuerte contracción de la inversión residencial. De igual forma, la capacidad de compra restringida y el menor ritmo de crecimiento esperado de las utilidades corporativas desalentaron el dinamismo de la inversión fija no residencial. El índice de producción industrial mostró una tendencia al estancamiento en los últimos meses del primer semestre (Gráfico III.4).

La disminución de los índices de confianza de las empresas y del consumidor también reflejaron este escenario, a pesar de la importante expansión de las exportaciones que fueron favorecidas por la depreciación del dólar y la persistente demanda de las economías emergentes y en desarrollo. En una perspectiva de mediano plazo, destacaron las exportaciones destinadas a Canadá y México (principales socios comerciales), así como el repunte de las destinadas a China en los últimos años (Cuadro III.2).

Un aspecto fundamental es que la desaceleración reciente del país del norte parece ser de menor intensidad que las observadas en periodos de recesión previos (Gráfico III.5). Por lo tanto, la caída del crecimiento parece ser más moderada que lo previsto; y hasta el cierre del presente IPM, no se ha señalado explícitamente y de forma oficial que Estados Unidos esté atravesando por una recesión.<sup>22</sup>

<sup>22</sup> Usualmente, la institución encargada es el Instituto Nacional de Estadísticas de Estados Unidos o *Nacional Bureau of Economic Research* (NBER).

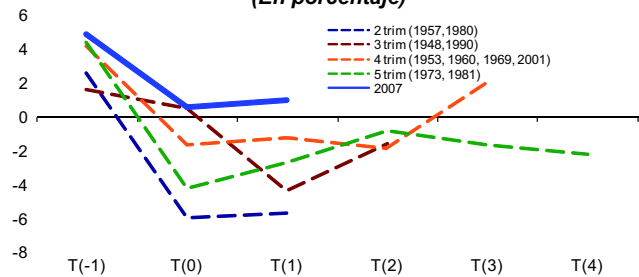
La Zona del Euro se mostró más sólida; y la moderación del crecimiento fue más leve en el primer trimestre aunque en el segundo se sintieron los efectos adversos de las presiones inflacionarias sobre la capacidad de compra de los hogares, además de restricciones crediticias. De igual forma, se hicieron evidentes los efectos negativos sobre las exportaciones netas provenientes de la apreciación del euro y la desaceleración de la economía mundial, que se reflejó en la tendencia decreciente de la producción industrial (Gráfico III.6). Por su parte, la tasa de desempleo revirtió su tendencia a la baja observada desde 2005 (Gráfico III.7).

La existencia de dilemas de políticas para enfrentar estos problemas fue otra característica del periodo. Las presiones inflacionarias debido a los altos costos de los combustibles y alimentos no sólo han generado disconformidad social, sino también han implicado un reto a las autoridades económicas y monetarias: contener las expectativas inflacionarias de largo plazo o estimular la actividad económica en un contexto de desaceleración económica. Por estos motivos, los índices de confianza continúan con una tendencia decreciente en la mayoría de los países miembros de esta región.

Por su parte, Japón creció muy por encima de lo esperado, debido a la expansión de sus exportaciones, particularmente las dirigidas a Europa y Asia (Cuadro III.3), además de un crecimiento importante de los gastos de consumo privado, que en conjunto lograron más que compensar la contracción de la inversión no residencial. No obstante, la caída en los índices de confianza en los últimos meses junto con la recuperación de su moneda podrían afectar el desempeño de la economía nipona.

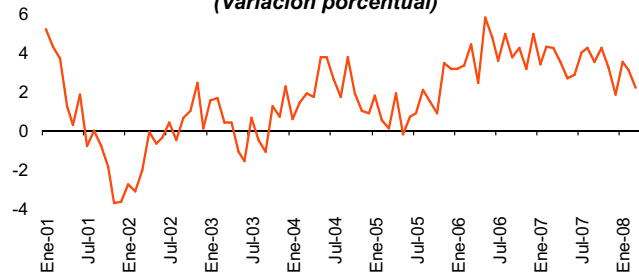
En el caso de las economías emergentes, destacó el dinamismo de China, debido principalmente a la fortaleza de su demanda interna. El creciente ingreso disponible de los hogares y la alta rentabilidad de sus industrias continuaron respaldando la expansión del gasto de consumo privado y la alta tasa de inversión. En cambio, se observó una moderación del crecimiento de las exportaciones, de las cuales destacaron las mayores ventas a la Unión Europea y Asia en contraposición a la reducción de las dirigidas a Estados Unidos. Una situación similar se observó en India, con la diferencia de haber registrado una fuerte expansión

**GRÁFICO III.5: CRECIMIENTO PROMEDIO DEL PIB REAL DE EE.UU. EN CICLOS, SEGÚN DURACIÓN DE LAS RECESIONES (En porcentaje)**



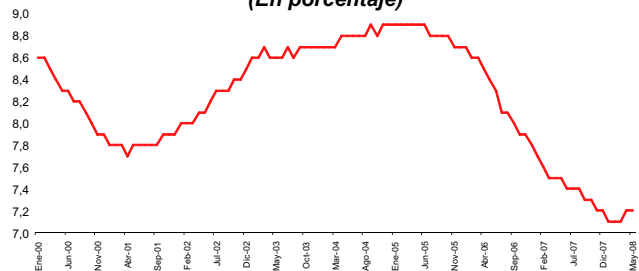
FUENTE: Bureau of Economic Analysis y National Bureau of Economic Research.  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

**GRÁFICO III.6: ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL DE LA ZONA DEL EURO (Variación porcentual)**



FUENTE: Bloomberg.  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

**GRÁFICO III.7: TASA DE DESEMPLEO EN LA ZONA DEL EURO (En porcentaje)**



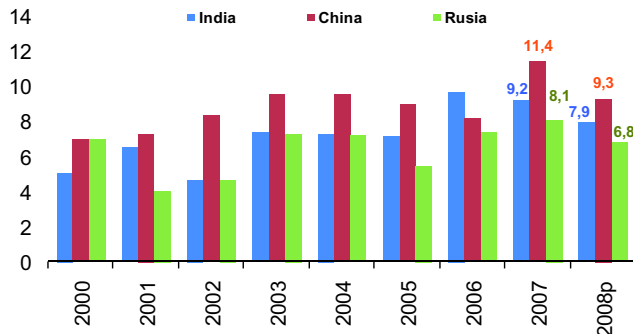
FUENTE: Bloomberg.  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

**CUADRO III.3 DIRECCIÓN DEL COMERCIO EXTERIOR DE JAPÓN (Participación porcentual)**

	2002	2004	2006	2007 I Sem
<b>Exportaciones a:</b>				
Estados Unidos	29,0	22,7	22,7	20,9
China	9,3	13,1	14,6	14,9
Corea del Sur	6,7	7,8	7,8	7,8
Hong Kong	6,0	6,3	5,6	5,5
Singapur	3,4	3,2	3,0	3,0
Otros	45,6	46,9	46,3	47,9
	100,0	100,0	100,0	100,0
<b>Importaciones de:</b>				
China	18,1	20,7	20,2	20,8
Estados Unidos	17,3	14,0	11,9	12,1
Arabia Saudita			6,5	5,4
Emiratos Árabes Unidos			5,7	5,2
Australia	4,2	4,3	4,7	5,0
Corea del Sur	4,5	4,9		
Indonesia	4,1	4,1		
Otros	51,8	52,1	51,0	51,5
	100,0	100,0	100,0	100,0

FUENTE: Foreign Exchange Consensus Forecast.  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

**GRÁFICO III.8: CRECIMIENTO ECONÓMICO EN ECONOMÍAS EMERGENTES SELECCIONADAS (Variación porcentual anual)**

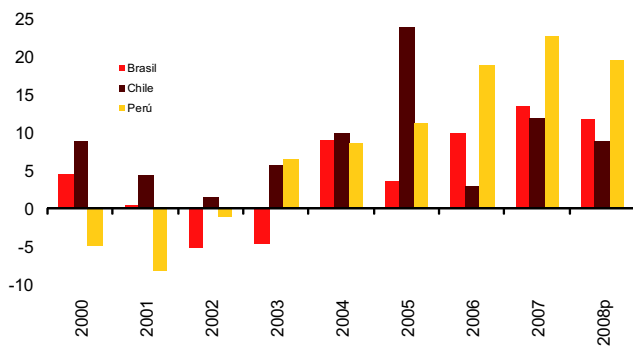


FUENTE: Fondo Monetario Internacional.  
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.  
 NOTA: p Proyectado

de las exportaciones. Por su parte, Rusia comenzó a mostrar signos de desaceleración en algunos sectores no petroleros (Gráfico III.8).

Las economías de América Latina se mostraron en general resistentes a la desaceleración de la economía mundial, aunque con una preocupación creciente sobre los efectos adversos del repunte de la inflación. Destacó el crecimiento de Perú sustentado en la expansión de su demanda interna, particularmente de la inversión privada y pública (Gráfico III.9). De igual forma, destacó la fortaleza de las economías de Brasil y México, con una elevación de la calificación de riesgo soberano a Grado de Inversión por la mejora en sus balances externo y fiscal, en el primer caso, y un ritmo creciente de las exportaciones dirigidas a otros mercados que no sean Estados Unidos, en el caso de México. Por su parte, Chile, Colombia y Argentina tendieron a moderar su crecimiento, como resultado del incremento sostenido de las tasas de interés internas. En la mayoría de los países de la región se observaron presiones inflacionarias crecientes.

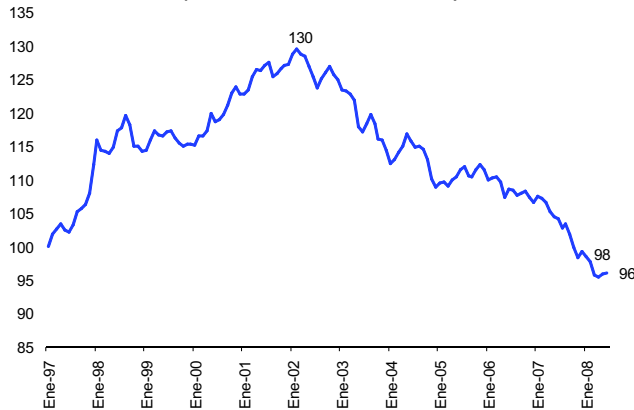
**GRÁFICO III.9 CRECIMIENTO DE LA INVERSIÓN EN PAÍSES LATINOAMERICANOS SELECCIONADOS (En porcentajes)**



FUENTE: Latin Focus Consensus Forecast.  
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.  
 NOTA: p Proyectado

El comportamiento disímil entre las economías desarrolladas y en desarrollo ha generado la discusión sobre el grado de sincronía entre los ciclos de ambas regiones. El Recuadro III.1 al final del capítulo analiza la hipótesis del desacoplamiento, que señala que podría existir una menor relación entre los ciclos económicos de las economías emergentes y desarrolladas.

**GRÁFICO III.10: TIPO DE CAMBIO NOMINAL MULTILATERAL DEL DÓLAR ESTADOUNIDENSE (Índice, Enero de 1997=100)**



FUENTE: Federal Reserve Board.  
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

### III. 2 MOVIMIENTOS CAMBIARIOS

El dólar continuó depreciándose en los mercados cambiarios internacionales. El indicador global del dólar de Estados Unidos con respecto a una canasta de monedas, bajó 2,1% en el primer semestre de 2008, acumulando una caída de 26% desde su valor máximo alcanzado en febrero de 2003. En términos generales, esta caída se explica por los desequilibrios comerciales de la economía norteamericana, para cuya corrección fue necesario el debilitamiento de la moneda estadounidense (Gráfico III.10).

La depreciación del dólar también se explica por la diferencia entre las tasas de interés de política monetaria entre Estados Unidos y el resto del mundo. Por ejemplo, mientras que el Banco Central Europeo

(BCE) mantuvo invariable su tasa en el primer semestre, la Reserva Federal de Estados Unidos (FED) la recortó cuatro veces con el objeto de revertir la desaceleración económica y velar por la estabilidad del sistema financiero. Por esta razón, el diferencial entre ambas tasas fue de 2pp, debilitando al dólar y apreciando el euro.<sup>23</sup>

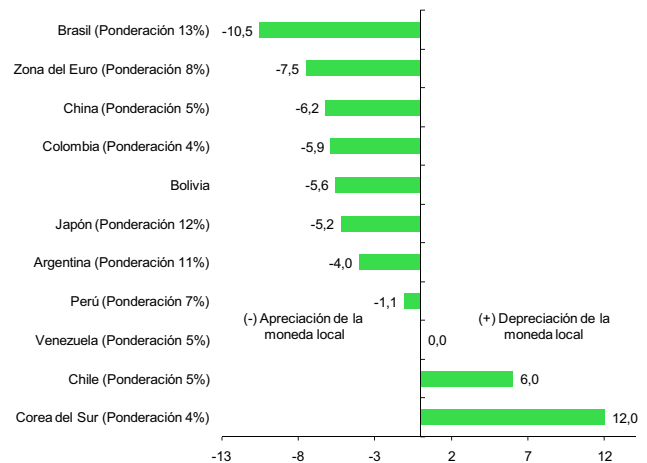
El yen también se fortaleció en el primer semestre de 2008. El Banco Central de Japón tampoco modificó su tasa de interés de política y la mayor percepción de riesgo por parte de los inversionistas produjo una reversión de las operaciones especulativas entre monedas (*carry trade*), que había sido una de las causas de la depreciación del yen en los últimos años.

La mayoría de las monedas de Latinoamérica siguió mostrando una tendencia a la apreciación respecto del dólar estadounidense, principalmente por la fortaleza del sector exportador (debido a los favorables precios internacionales de los productos básicos), la entrada de capitales y un diferencial creciente de tasas de interés respecto a Estados Unidos (Gráfico III.11).

En el caso de Brasil, además de los diferenciales de tasas de interés, la reciente mejora de su calificación de riesgo soberano a Grado de Inversión generó una mayor apreciación de su moneda. Por su parte, el peso colombiano también se apreció a pesar de las intervenciones del Banco Central de la República y las fluctuaciones ocurridas en el mes de junio (el peso se depreció ante la posibilidad de revisar la ley que permitió la reelección del Presidente Uribe, para luego apreciarse nuevamente tras el "Efecto Ingrid Betancourt" y el anuncio que la Corte no revisaría el fallo sobre la legalidad de esta situación política).

El peso chileno prosiguió apreciándose en los primeros meses del año. Pero, debido al temor de una desaceleración externa más aguda que pueda afectar el nivel de reservas internacionales y para evitar mayor efecto en el sector exportador, el Banco Central de Chile intervino de forma ordenada (usualmente \$us50 millones por intervención) frenando la apreciación. Como resultado, el peso chileno se depreció y revirtió la tendencia de los últimos cinco años, aunque el nivel es todavía inferior al observado en 2003, cuando alcanzó su máximo histórico.

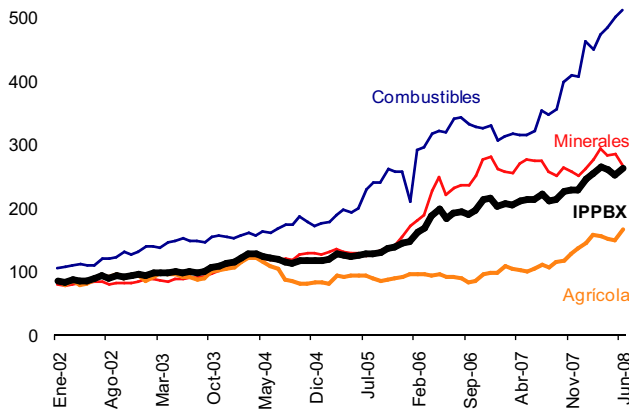
**GRÁFICO III.11: EVOLUCIÓN DE TIPOS DE CAMBIO DE LOS PRINCIPALES SOCIOS COMERCIALES DE BOLIVIA EN EL PRIMER SEMESTRE DE 2008 (Variación porcentual)**



FUENTE: Bloomberg.  
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.  
 NOTA: La ponderación corresponde a la participación en el comercio exterior de Bolivia.

<sup>23</sup> El Banco Central Europeo incrementó recientemente la tasa de política monetaria en 25pb con el objeto de reducir las presiones inflacionarias.

**GRÁFICO III.12: ÍNDICES DE PRECIOS DE PRODUCTOS BÁSICOS DE EXPORTACIÓN DE BOLIVIA**  
(Índices, 1996 T4=100)



FUENTE: *Bloomberg.*  
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.  
 NOTA: IPPBX: Índice de Precios de Productos Básicos de Exportación

En el caso del Perú, en enero se registró un fuerte influjo de capitales que apreció la moneda local. Sin embargo, ésta se depreció a partir de abril como consecuencia de los mayores requerimientos de reservas (encaje no remunerado) aplicado para reducir la especulación sobre la moneda. El efecto neto fue una apreciación moderada de 1,1%.

Finalmente, conviene remarcar que las apreciaciones de los socios comerciales de Bolivia en una magnitud mayor a la de la moneda nacional implican mayor inflación importada. En este sentido y tal como se explica con detalle en el capítulo V, la apreciación de la moneda nacional va en la dirección de eliminar este desequilibrio.

### III.3 PRECIOS DE PRODUCTOS BÁSICOS Y TÉRMINOS DE INTERCAMBIO

Durante el primer semestre de 2008, los precios internacionales de los productos básicos que exporta Bolivia continuaron con su tendencia creciente (Gráfico III.12). Destacó el sustancial incremento de los precios del estaño, oro y plata, en contraste con el del zinc que decreció debido básicamente al incremento en la oferta de China, Perú y Bolivia.

Los precios de los bienes agrícolas también aumentaron, en contraste con el año 2007, debido a la actual crisis alimentaria global. Fueron relevantes los aumentos de precios del complejo soya (grano de soya 34%, harina de soya 24% y aceite de soya 38%<sup>24</sup>), vinculados tanto a factores climáticos adversos a comienzos de 2008 (fenómeno "La Niña"), como a la producción creciente de biocombustibles en Estados Unidos y Brasil.

El índice de precios de combustibles se incrementó aproximadamente en 26%, destacando el precio del petróleo que aumentó de \$us92 a diciembre de 2007 a \$us133 por barril en promedio en junio de 2008. Ello se debió a una creciente demanda mundial (liderada por China, India y Estados Unidos) y a restricciones de oferta de los países asociados a la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP). También influyó el suministro irregular asociado a la violencia en Medio Oriente y problemas geopolíticos en Irak, Irán y Nigeria.

<sup>24</sup> Las variaciones consideran precios promedios mensuales.

La depreciación del dólar también condujo a una demanda adicional de petróleo (y de otros productos básicos que en su mayoría se cotizan en dólares estadounidenses), por el mayor poder de compra de las economías que usan otras monedas como el euro, la libra esterlina, el renminbi chino y otros. De igual forma, indujo a una recomposición de la cartera de los inversionistas financieros favoreciendo mayores posiciones en instrumentos vinculados a aquellos productos básicos (futuros y opciones), dada su mayor rentabilidad relativa frente a los activos de renta fija y variable.<sup>25</sup>

Como resultado total, se registró un mayor aumento de los precios de exportación respecto a los de importación, dando lugar a que en el período comprendido entre los meses de enero y mayo de 2008 Bolivia llegue a obtener una ganancia en los términos de intercambio de 11,7% respecto a similar período de 2007 (Cuadro III.4).

### III. 4 MERCADOS FINANCIEROS Y FLUJOS DE CAPITALES

La crisis en los mercados financieros internacionales se profundizó en lo que va de 2008, tanto por las dificultades que enfrentaron importantes instituciones financieras, como por el gradual deterioro de las expectativas respecto al desempeño de la economía mundial, en un contexto de fuertes presiones inflacionarias.

En un esfuerzo por evitar efectos adversos de la crisis del mercado hipotecario de alto riesgo (*subprime*) sobre la estabilidad financiera y la actividad económica de Estados Unidos, la FED disminuyó sostenidamente la tasa de interés de política monetaria (225pb en lo que va del año) e implementó un programa amplio de facilidades crediticias.

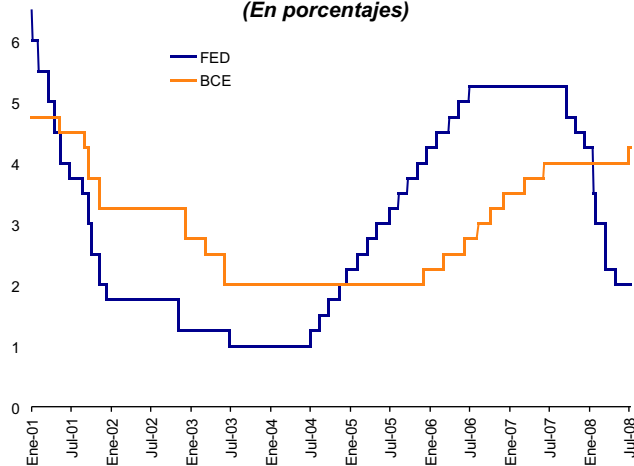
Dada la persistencia de los riesgos en el sistema financiero (un mercado inmobiliario que no terminó de ajustarse, el alto nivel de endeudamiento de las familias y el endurecimiento de las condiciones crediticias) existe la expectativa de que las tasas de interés no revertirán su tendencia con el mismo ímpetu, a pesar de las presiones inflacionarias latentes. Por su parte, el BCE mantuvo una posición de alerta frente a las presiones inflacionarias, para que éstas no puedan

**CUADRO III.4: TÉRMINOS DE INTERCAMBIO,  
ENERO - MAYO 2008**  
(Cambios porcentuales respecto a similar periodo de 2007)

	Ene-May 2008 <sup>P</sup>
I. Precios Implícitos de Exportaciones	30,1
II. Precios Implícitos de Importaciones	16,5
III. Términos de intercambio	11,7

FUENTE: Banco Central de Bolivia.  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.  
<sup>P</sup> Preliminar

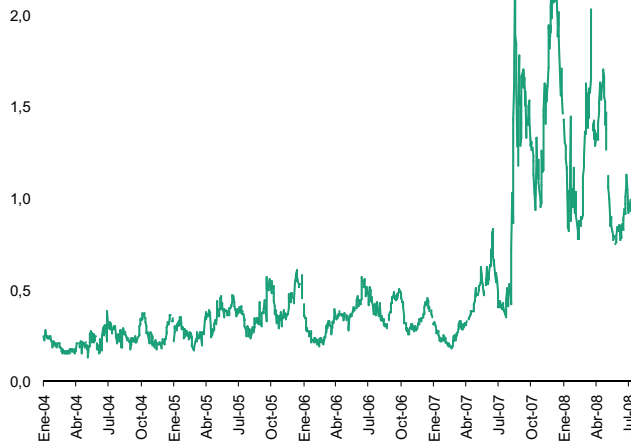
**GRÁFICO III.13: TASAS DE INTERÉS DE POLÍTICA  
DE LA FED Y EL BCE**  
(En porcentajes)



FUENTE: Bloomberg.  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

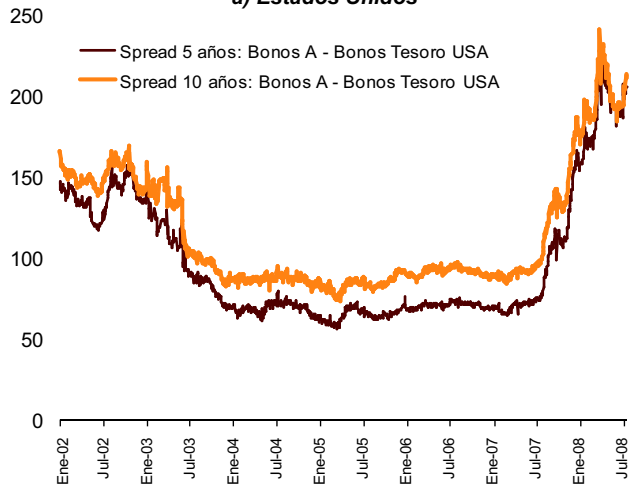
<sup>25</sup> Véase Fondo Monetario Internacional, *Perspectivas de la Economía Mundial* (abril 2008).

**GRÁFICO III.14: DIFERENCIAL DE TASAS DE INTERÉS  
(LIBOR 3M - TBILL USA 3M)  
(En porcentajes)**

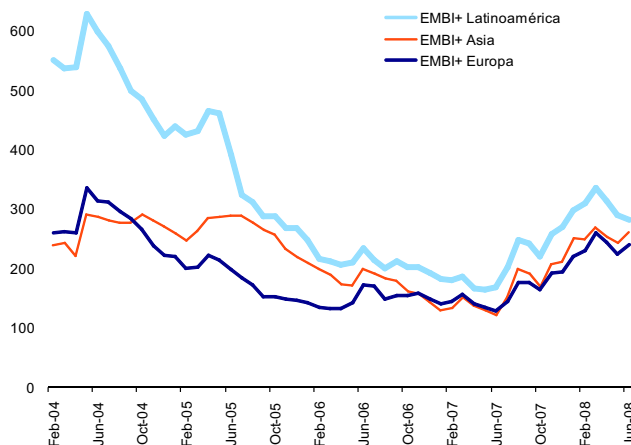


FUENTE: Bloomberg.  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

**GRÁFICO III.15: DIFERENCIALES DE TASAS EN  
MERCADOS SELECCIONADOS  
(Puntos Básicos)  
a) Estados Unidos**



**b) Economías emergentes**



FUENTE: Bloomberg y Banco Central de Chile.  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

afectar las expectativas de largo plazo y, a través de este canal, ocasionar efectos de segunda vuelta. La tasa de interés de política se mantuvo invariable durante buena parte del periodo con un incremento reciente de 25pb (Gráfico III.13).

Sin embargo, los mercados monetarios continuaron tensionados y con problemas de liquidez. La creciente demanda de fondos -en dólares- al FED y al BCE, así como la existente en los mercados interbancarios mantuvo elevados y volátiles los diferenciales de tasas de interés de corto plazo (Gráfico III.14).

De igual forma, los mercados de bonos reflejaron el endurecimiento de las condiciones crediticias, además de la crítica situación de los títulos asociados con los créditos hipotecarios, cuyos precios continuaron con tendencia a la baja. En los mercados maduros, el *spread* de los bonos corporativos se amplió aún más, incrementando el costo no sólo para las empresas de estas economías, sino también para las empresas de las economías emergentes y en desarrollo (Gráfico III.15a). Asimismo, en los mercados emergentes de bonos privados, las emisiones en el exterior se contrajeron fuertemente en el primer trimestre del presente año siguiendo la tendencia observada desde el tercer trimestre de 2007.<sup>26</sup>

Respecto al mercado de bonos soberanos, la percepción de riesgo en las economías emergentes continuó con la tendencia a empeorar, aunque con una leve reversión en los últimos meses (Gráfico III.15b). La incertidumbre respecto a la magnitud de la desaceleración de la economía mundial y su efecto sobre las economías emergentes, así como la mayor volatilidad de los mercados financieros y cambiarios derivaron en un cambio de expectativas por parte de los inversionistas, que se reflejó en un incremento del Índice de Bonos de Mercados Emergentes (EMBI+) para Latinoamérica en 13pb, Asia en 51pb y Europa en 46pb, con Argentina y Venezuela como los países latinoamericanos más afectados.

Al igual que Brasil, Perú mejoró su calificación de riesgo soberano, el que llegó a grado de inversión

<sup>26</sup> Véase, Fondo Monetario Internacional Boletín (mayo 2008). Citando a JP Morgan Chase, se señala que el sector privado habría reducido sus pronósticos de financiamiento empresarial para 2008 a \$us72.000 millones (casi la mitad de 2007), de los cuales las emisiones de bonos en el primer trimestre sólo habrían cubierto un 10%.

(BBB- para ambos<sup>27</sup>), por la mejora en sus balances externo y fiscal, además de la ejecución de políticas macroeconómicas prudentes (Cuadro III.5). Ello también se manifestó en los crecientes flujos de capital privado recibidos en 2007, los que disminuirían en 2008<sup>28</sup> (Gráfico III.16).

La recepción de flujos de inversión extranjera directa sería menos intensa en lo que resta del año, tanto por la moderación de los precios internacionales de productos básicos, buena parte de ellos producidos y exportados por la región, como por el contexto de desaceleración de la economía mundial y las presiones inflacionarias que terminarían afectando los márgenes de ganancias de las empresas. De igual forma, los préstamos externos directos y la emisión de bonos del sector privado se contraerían más aún dadas las restricciones crediticias imperantes en los mercados maduros.

La expectativa a comienzos de año apuntaba a un incremento de los flujos de capital de corto plazo (inversión de cartera), en un contexto de elevados diferenciales de tasas de interés y expectativas de apreciación cambiaria. Sin embargo, no solamente en América Latina, sino también en gran parte de las economías emergentes y las economías avanzadas, las bolsas de valores mostraron un retroceso importante además de una alta volatilidad (Gráfico III.17).<sup>29</sup>

La rentabilidad negativa obtenida por los inversionistas, sumada a las bajas rentabilidades en los mercados de renta fija, en un contexto de inflación creciente, indujeron a tomar posiciones crecientes en los mercados de productos básicos, otorgando una presión adicional al alza de precios internacionales de los mismos.

<sup>27</sup> Fitch Ratings y Dominion Bond Rating Service elevaron la calificación de Perú a Grado de Inversión en abril de 2008 y octubre de 2007, respectivamente. Al cierre de este informe, todavía no lo hizo Standard & Poor's (S&P).

<sup>28</sup> Véase Fondo Monetario Internacional, *Perspectivas de la Economía Mundial* (abril 2008).

<sup>29</sup> Se expresan todos los índices en dólares americanos para hacerlos comparables. Las variaciones de los índices significan también expresar sus rentabilidades en dólares (i \$us), los cuales obviamente no dependen solamente de la rentabilidad en moneda origen (i u.m.), en la cual cotizan correspondientemente cada uno de los mercados, sino también de la variación cambiaria de esta moneda respecto al dólar.

Esta relación de rentabilidades puede aproximarse a través de la siguiente expresión:

$$\Delta\% \text{ i } \$us = \Delta\% \text{ i u.m.} - \Delta\% \text{ tipo de cambio (u.m./\$us)}$$

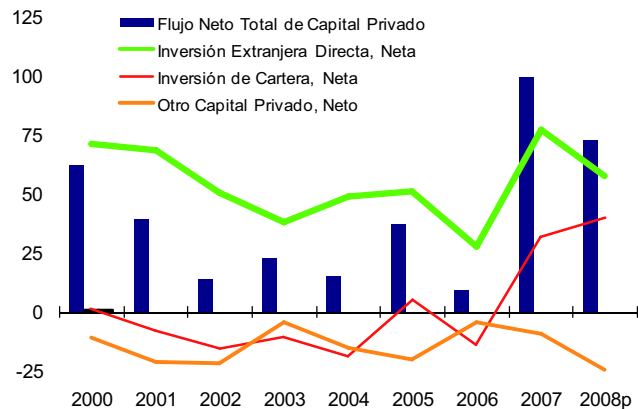
Dado que la mayoría de las monedas se apreciaron respecto al dólar, el rendimiento alcanzado en moneda origen fue peor que el mostrado, en particular en los mercados de valores de Europa y China.

**CUADRO III.5: CALIFICACIÓN DE RIESGO SOBERANO**

Calificación S&P Junio 2008		
	(deuda de largo plazo en moneda extranjera)	Perspectiva
Argentina	B +	Negativa
Bolivia	B -	Estable
Brasil	BBB -	Estable
Chile	A +	Estable
Colombia	BB +	Estable
Ecuador	B -	Estable
México	BBB +	Estable
Paraguay	B	Estable
Perú	BB +	Positiva
Uruguay	B +	Positiva
Venezuela	BB -	Estable

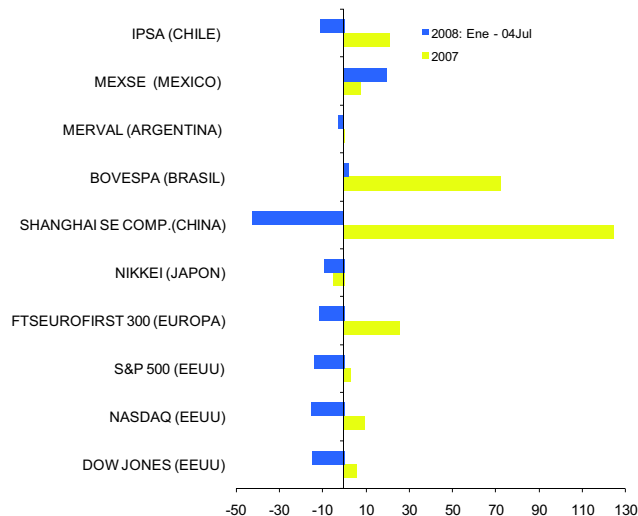
FUENTE: *Latin Focus Consensus Forecast.*  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

**GRÁFICO III.16: FLUJOS DE CAPITAL PRIVADO HACIA LATINOAMÉRICA**  
(En miles de millones de dólares)



FUENTE: Fondo Monetario Internacional.  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.  
NOTAS: p Proyectado.

**GRÁFICO III.17: VARIACIÓN EN LOS ÍNDICES DE MERCADOS DE VALORES SELECCIONADOS**  
(En porcentajes, índices convertidos a dólares estadounidenses)



FUENTE: *Bloomberg.*  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

**RECUADRO III.1: LA HIPÓTESIS DEL DESACOPLAMIENTO:**

Históricamente los ciclos económicos que afectaron a los países desarrollados, en especial Estados Unidos, también tuvieron efecto sobre el resto de las economías.<sup>30</sup> Sin embargo, actualmente se debate sobre la hipótesis de desacoplamiento que indica que el ciclo económico de los países emergentes tendría menor relación con el correspondiente de los países desarrollados. Esta hipótesis es crucial para analizar las posibles repercusiones de la desaceleración internacional reciente sobre la región y, en particular, sobre Bolivia.

Existen argumentos a favor y en contra de esta hipótesis. Dentro de los últimos destacan:

- A pesar que las economías emergentes son cada vez más fuertes y están más preparadas para afrontar crisis, no pueden estar aisladas del comportamiento de los mercados de las economías industrializadas. Como ejemplo de ello se menciona la caída en los índices de las bolsas de China, India y Brasil cuando en enero de este año surgieron temores de una recesión global.<sup>31</sup>
- Varios mercados emergentes dependen de exportaciones a países desarrollados. Aunque fuentes internas de crecimiento económico, como el consumo, se han arraigado en países como China, no serían lo suficientemente fuertes para impedir una desaceleración si el motor exportador pierde fuerza.

Dada la severidad de los problemas financieros actuales por los que atraviesa la economía de Estados Unidos, la teoría del desacoplamiento ha ganado más opositores que defensores. La mayor parte de sus críticos basan su análisis en episodios recesivos anteriores y extrapolan los resultados al presente. Pero aquellos a favor de la hipótesis del desacoplamiento argumentan que existen razones de peso para pensar que, a nivel de región o de país, el desacoplamiento podría ser una realidad en esta ocasión.<sup>32</sup> Las principales razones serían:

- La estructura de la economía mundial ha evolucionado; pero más importante aún es el hecho de que la administración macroeconómica ha mejorado. La mayoría de los países, en especial los emergentes, han corregido sus desequilibrios, han realizado reformas estructurales, y muchos de ellos incluso han aprovechado el reciente auge de las materias primas para ahorrar e invertir más agresivamente.
- A fines de la década de los noventa, varios mercados emergentes se quedaron sin reservas y entraron en cesación de pagos. En la década que ha transcurrido desde la Crisis Asiática, algunos de estos países han acumulado reservas. Por ejemplo, Brasil tiene reservas por un valor de \$us185.000 millones, mientras que Rusia ha ahorrado algunas de sus ganancias provenientes del petróleo en un fondo cuyo valor asciende a \$us160.000 millones. En total, los mercados emergentes cuentan con unos \$us4,1 billones (millones de millones) en las arcas de sus bancos centrales.

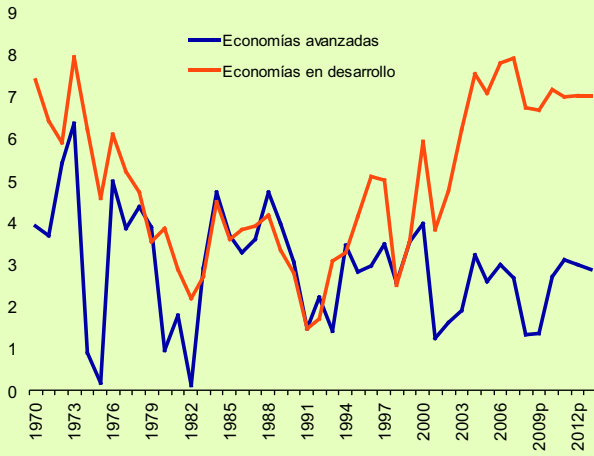
Sin embargo, no existe un veredicto único sobre este tema. Por ejemplo, las proyecciones de crecimiento para los siguientes años realizadas por el Fondo Monetario Internacional muestran que el crecimiento mundial estará relacionado, aunque con un mayor dinamismo en los países emergentes (Gráfico III.18). Sin embargo, no queda duda respecto a la influencia cada vez mayor de las economías emergentes en los principales mercados internacionales como del petróleo y de los alimentos. Por esta razón, los cambios en la demanda mundial y los efectos derivados sobre otras economías, ahora dependen en una menor magnitud de lo que sucede en las economías desarrolladas.

<sup>30</sup> Por ejemplo, existía evidencia previa que el crecimiento de EE.UU. se transmitía en una relación uno a uno al resto del mundo. Véase Arora, V. y A. Vamvakidis "The Impact of U.S. Economic Growth on the Rest of the World: How Much Does it Matter?" IMF Working Paper, agosto de 2001.

<sup>31</sup> SELA (Sistema Económico Latino Americano): Artículo publicado en *The Wall Street Journal*, EEUU. 25/01/08

<sup>32</sup> Coutino, Alfredo. Economista Senior para América Latina *Moody's Economy.com*. West Chester, PA, EE.UU. 8 de Mayo, 2008.

**GRÁFICO III.18: CRECIMIENTO EN REGIONES SELECCIONADAS, 1970-2013e**  
(En porcentajes)



Fuente: Fondo Monetario Internacional.  
Elaboración: Asesoría de Política Económica - Banco Central de Bolivia.  
(e) Estimado.



## IV. Actividad económica y gasto

*Al primer trimestre del año la actividad económica tuvo un dinamismo mayor al observado en promedio en los últimos años, impulsada por la producción minera, de hidrocarburos y manufactura. Consistente con ello, el consumo privado continuó creciendo por el mayor ingreso disponible, mientras que el consumo público fue concordante con la continuidad del superávit fiscal y la acumulación de depósitos en el Ente Emisor. Finalmente, las cuentas externas mostraron superávit y una importante acumulación de reservas internacionales.*

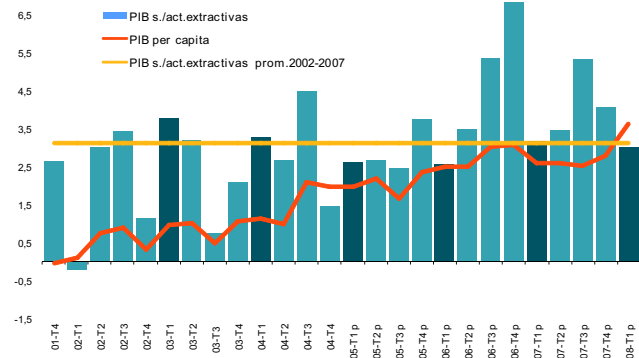
Durante el primer trimestre de 2008, la actividad económica superó el impulso observado desde 2004, pese al impacto negativo de fenómenos climáticos en el sector agrícola. En efecto, el crecimiento del PIB con relación al primer trimestre de 2007 fue 6,07% explicado principalmente por la producción minera (en especial de San Cristóbal), la extracción de petróleo crudo y gas natural, y la manufactura. Por el lado del gasto, el estímulo provino del consumo privado y la formación bruta de capital fijo.

Sin considerar el sector extractivo (minería e hidrocarburos), la actividad económica creció 3%, en línea con el promedio observado en el mismo trimestre para el período 2002-2007. Además, el crecimiento del PIB por habitante fue positivo (Gráfico IV.1).

### IV.1 ACTIVIDAD ECONÓMICA

En el primer trimestre la actividad agrícola creció 2,1%, cifra que pudo ser mayor de no haber sido afectada por el fenómeno climático La Niña. El mayor impacto de este fenómeno ocurrió sobre la agricultura del oriente boliviano, y con mayor severidad sobre los

**GRÁFICO IV.1: CRECIMIENTO DEL PIB A PRECIOS BÁSICOS**  
(Variación porcentual con relación a similar trimestre del año anterior)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.  
NOTA: (p) Cifras preliminares.

**CUADRO IV.1 CRECIMIENTO DEL PIB  
POR SECTOR ECONÓMICO**  
(Variación porcentual con relación a  
similar trimestre del año anterior)

	T1-03	T1-04	T1-05 p	T1-06 p	T1-07 p	T1-08 p
<b>PIB</b>	<b>3,32</b>	<b>4,39</b>	<b>4,45</b>	<b>4,41</b>	<b>2,52</b>	<b>6,07</b>
Impuestos Indirectos	1,48	10,95	11,37	6,24	5,08	6,87
<b>PIB a precios básicos</b>	<b>3,50</b>	<b>3,76</b>	<b>3,74</b>	<b>4,21</b>	<b>2,24</b>	<b>5,97</b>
Agricultura, silvicultura, caza y pesca	10,40	0,15	4,77	2,25	-1,30	2,13
Petróleo crudo y gas natural	0,83	23,32	22,88	12,70	-1,80	11,34
Minerales metálicos y no metálicos	1,57	-7,56	-0,09	23,61	-7,67	53,84
Industria manufacturera	4,53	5,98	2,15	4,19	2,37	5,34
Electricidad, gas y agua	3,49	1,91	2,24	0,82	4,08	5,90
Construcción	-14,32	-1,79	7,56	-18,24	4,65	8,59
Comercio	2,94	7,32	2,77	4,03	3,68	3,65
Transporte y comunicaciones	2,23	3,43	2,88	3,40	6,31	0,83
Establecimientos financieros, seguros, bienes inmuebles y servicios a las empresas	-3,32	-2,78	-1,31	6,99	6,47	7,10
Servicios de la administración pública	4,59	7,96	2,56	3,64	5,83	2,14
Otros servicios	1,55	2,52	1,98	2,05	2,35	2,20
Servicios bancarios imputados	-13,91	-4,93	-1,82	18,90	7,95	19,58
PIB pb actividades extractivas	1,20	8,05	13,16	16,78	-4,12	27,52
PIB pb actividades no extractivas	3,76	3,27	2,63	2,57	3,16	2,98

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.  
NOTA: (p) Cifras preliminares.  
(pb) Precios básicos.

cultivos de arroz, maíz y soya. Información del Ministerio de Desarrollo Rural, Agropecuario y Medio Ambiente señala que existió una pérdida cercana al 8% de la superficie cultivada en la campaña de verano, correspondiente a 163.365 hectáreas. La menor oferta en el mercado de bienes junto con los problemas de desabastecimiento, por dificultades en el transporte, tuvieron implicaciones en los precios de los bienes agrícolas.

La minería tuvo un crecimiento significativo (53,8%) durante el primer trimestre de este año, por el impulso de la creciente producción de San Cristóbal (Cuadro IV.1). Sin considerar San Cristóbal, el sector creció a un ritmo más moderado debido a las exportaciones de zinc, plomo y plata, concentradas en la minería mediana principalmente, ya que la minería chica mostró una disminución en la producción de los dos últimos metales.<sup>33</sup> Por su parte, el crecimiento del sector hidrocarburos fue de 11,3%, debido a la mayor demanda de gas natural por parte del Brasil. Con la demanda actual de Brasil, Argentina y del mercado interno, la producción estaría en un nivel cercano a la plena capacidad.

La industria manufacturera mantuvo un crecimiento superior al 5%, como efecto de la mayor producción en los subsectores de alimentos, bebidas y tabaco, lo que refleja una importante dinámica en la demanda de bienes de consumo. También fue importante la mayor producción de minerales no metálicos (cemento), explicada por la inversión pública y privada.

Los servicios mantuvieron en general su dinamismo. En efecto, los servicios públicos (electricidad, gas y agua) crecieron a una tasa de 5,9%, impulsados principalmente por los requerimientos de la producción minera, el dinamismo del comercio y los mayores servicios financieros por el crecimiento de la actividad de intermediación financiera. Por su parte, la construcción creció 8,6%, pese al incremento de los precios de los materiales de construcción.

<sup>33</sup> Información preliminar del INE al primer bimestre del año.

## IV.2 DEMANDA AGREGADA

### IV.2.1 Demanda interna

Al igual que en los trimestres previos, el crecimiento del consumo privado en el primer trimestre de 2008 (4,4%) se debió al crecimiento del ingreso disponible a nivel agregado. Éste a su vez se explica por el entorno externo favorable que continúa generando excedentes en varios sectores económicos, el flujo de remesas de trabajadores bolivianos en el exterior que continuó aumentando a pesar de la desaceleración económica global y también por políticas públicas orientadas a mejorar la distribución del ingreso (Gráfico IV.2).

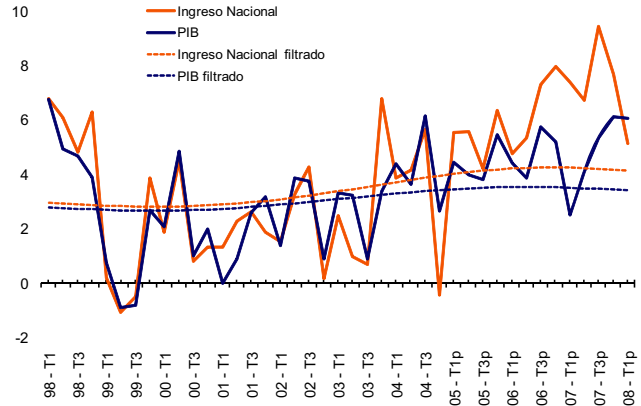
Este comportamiento es consistente con estimaciones de la brecha del producto positiva,<sup>34</sup> al igual que una mayor capacidad utilizada y mayor demanda en la industria manufacturera. Una brecha positiva alude a una situación en la que la demanda estaría creciendo más allá de la oferta, lo cual genera presiones inflacionarias hasta que la oferta reaccione y se incremente gradualmente la capacidad productiva, si es que se destinan recursos a la formación de capital (Gráfico IV.3).

Por su parte, el consumo del sector público disminuyó en más de 1pp con relación a similar período del año previo (Cuadro IV.2). Esta caída es coherente con la moderación del gasto público corriente y la mayor importancia asignada a la inversión en infraestructura y formación de capital.

Similar al comportamiento observado en 2007, la inversión total creció por encima del 17%, principalmente por la ejecución de proyectos de inversión pública. La inversión privada registró un crecimiento moderado, aspecto que se reflejó en el leve incremento de la cartera del sistema financiero nacional y en niveles positivos de inversión extranjera directa. La formación bruta de capital fijo será dinamizada en la gestión 2008 por proyectos como El Mutún, el Fondo para la Reconstrucción, Seguridad Alimentaria y Apoyo Productivo y el Programa "Evo Cumple."

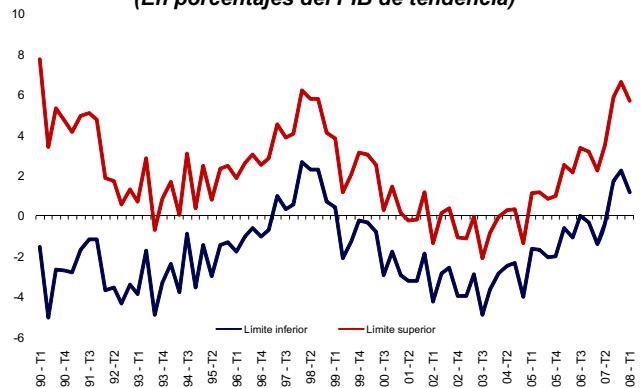
<sup>34</sup> La brecha del producto se define como la diferencia porcentual entre el producto observado ajustado por estacionalidad y el producto de tendencia. Puesto que es una variable no observable, se muestra un rango en el cual se encontraría esta variable, obtenido con el uso de remuestreo o *bootstrapping* del filtro de Hodrick y Prescott, con un factor específico para Bolivia.

**GRÁFICO IV.2: CRECIMIENTO DEL PIB Y DEL INGRESO NACIONAL**  
(Variación porcentual con relación a similar trimestre del año anterior)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.  
NOTA: Para obtener las series filtradas se utilizó el filtro de Hodrick y Prescott.  
(p) Cifras preliminares.

**GRÁFICO IV.3: BRECHA DEL PRODUCTO**  
(En porcentajes del PIB de tendencia)



FUENTE: Banco Central de Bolivia.  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

**CUADRO IV.2 CRECIMIENTO DEL PIB POR TIPO DE GASTO**  
(Variación porcentual con relación a similar trimestre del año anterior)

	T1-03	T1-04	T1-05 p	T1-06 p	T1-07 p	T1-08 p
<b>PIB</b>	3,32	4,39	4,45	4,41	2,52	6,07
<b>Consumo</b>	2,27	4,46	2,07	5,51	3,43	3,57
Privado	2,02	3,85	2,02	5,34	4,04	4,37
Público	4,03	8,64	2,36	6,66	-0,55	-1,79
<b>Inversión</b>	-13,56	-29,75	53,44	-4,84	17,08	17,55
Variación de existencias	-35,82	-129,48	-532,04	-34,52	10,14	8,94
Formación bruta de capital fijo	-4,25	-1,78	4,15	5,52	18,59	19,29
<b>Exportaciones</b>	12,82	25,66	5,76	16,96	-4,44	11,47
<b>Importaciones</b>	-2,72	5,66	17,04	15,75	3,40	10,42

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.  
NOTA: (p) Cifras preliminares.

**IV.2.2 Finanzas públicas**

Según cifras preliminares del financiamiento de las cuentas fiscales (o análisis bajo la línea), el balance del Sector Público No Financiero (SPNF) alcanzó un superávit de Bs5.957 millones en el primer semestre de 2008, que corresponde al 5,9% del PIB anual estimado. De esta manera, al igual que en las dos gestiones anteriores, el ahorro fiscal habría coadyuvado a las políticas del BCB en la regulación del exceso de liquidez y la reducción de las presiones inflacionarias.

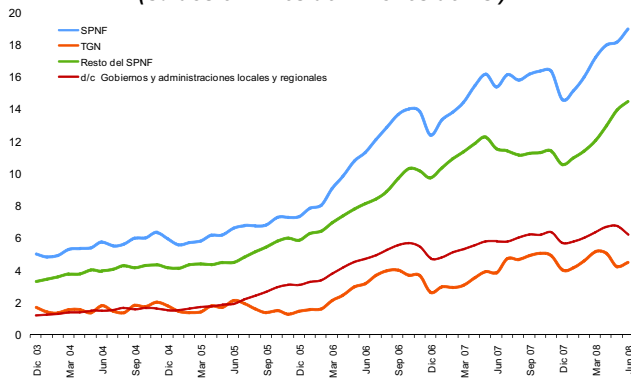
**CUADRO IV.3: FINANCIAMIENTO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO**  
(Flujos en millones de Bs. y porcentajes)

	2006	2007 p	ene-jun		Variación	
			2007 p	2008 p	Absoluta	%
<b>Financiamiento</b>	<b>-4.132</b>	<b>-1.785</b>	<b>-2.663</b>	<b>-5.957</b>	<b>-3.294</b>	<b>123,7</b>
<b>Financiamiento externo</b>	<b>370</b>	<b>1.063</b>	<b>308</b>	<b>73</b>	<b>-234</b>	<b>-76,1</b>
Desembolsos	2.695	3.189	1.518	795	-723	-47,6
Amortizaciones	-2.249	-2.130	-1.163	-689	474	-40,8
Otros	-75	4	-48	-33	15	-30,9
<b>Financiamiento interno</b>	<b>-4.502</b>	<b>-2.848</b>	<b>-2.971</b>	<b>-6.030</b>	<b>-3.060</b>	<b>103,0</b>
Banco Central	-5.725	-3.081	-3.544	-4.780	-1.236	34,9
Crédito	-217	162	-236	598	834	-353,8
Depósitos	-4.840	-1.947	-2.727	-4.513	-1.786	65,5
Cuasifiscal	-668	-1.297	-582	-865	-283	48,7
Sistema financiero	165	-457	222	-439	-661	-298,0
d/c Sistema Bancario	56	-246	236	-332	-568	-240,5
Otro financiamiento interno	1.058	690	352	-811	-1.163	-330,6
d/c Bonos AFP	1.149	741	550	0	-550	

FUENTE: Banco Central de Bolivia y Ministerio de Hacienda.  
ELABORACIÓN: BCB-Asesoría de Política Económica.  
NOTA: (p) Cifras preliminares.

El financiamiento externo aumentó en Bs73 millones, mientras que el resto del superávit tuvo como destino la disminución del financiamiento interno en Bs6.030 millones. Este resultado permitió una acumulación de depósitos del SPNF en el ente emisor (Bs4.513 millones), lo que en la práctica constituye un mecanismo de esterilización de la liquidez. Por su parte, el financiamiento del sistema financiero y otro financiamiento interno registraron contracciones menores de Bs439 millones y Bs811 millones respectivamente, como resultado de menores colocaciones netas de títulos valores por parte del Tesoro General de la Nación o TGN (Cuadro IV.3).

**GRAFICO IV.4: DEPÓSITOS DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO EN EL BCB**  
(Saldos en miles de millones de Bs.)



FUENTE: Banco Central de Bolivia.  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.  
NOTA: (d/c) del cual

En lo que respecta a los depósitos del sector público en el BCB, destacan los de la empresa estatal Yacimientos Petrolíferos Fiscales Bolivianos (YPFB), que aumentaron en mayor medida que los correspondientes a los gobiernos locales y regionales (Gráfico IV.4). Esto ocurrió como resultado de la aplicación del D.S. 29528 de 23 de abril de 2008, que permitió ahorrar recursos que serán destinados al proyecto YPFB Corporativo. Lo anterior implica la consolidación del control de toda la cadena de hidrocarburos por parte del Estado, en línea con la nacionalización de empresas petroleras y de transporte de hidrocarburos

En estos últimos años, la contribución de los depósitos del SPNF en el BCB ha sido útil para regular la liquidez, así como para precautelar la calidad de la inversión pública. En ese sentido, el BCB reitera la necesidad de que este mecanismo se consolide e institucionalice mediante la creación de un Fondo de Estabilización y Desarrollo, tal como lo dispone el Plan Nacional de Desarrollo (PND) en el D.S. 29272 del 12 de septiembre de 2007. Las principales características de los Fondos de Estabilización en otros países se detallan en el Recuadro IV.1.

Finalmente, las obligaciones del TGN aumentaron en \$us162 millones (6,4%) en tanto que las del BCB en \$us1.142 millones (99,1%). Como resultado, a junio de 2008 el saldo de deuda pública interna con el sector privado alcanzó a \$us4.977 millones, cifra mayor en \$us1.304 millones (35,5%) a la de diciembre de 2007. El aumento en la deuda del BCB se explica por mayores Operaciones de Mercado Abierto (OMA) en el marco de regulación de liquidez, aspecto que no afecta la solvencia del sector público puesto que corresponde a retiros transitorios de excedentes de liquidez.

### IV.2.3 Demanda externa

La contribución de la demanda externa al crecimiento fue positiva, con una incidencia neta de 0,2%, por el efecto de factores favorables a la actividad exportadora. Durante el primer trimestre de 2008, la Balanza de Pagos continuó registrando superávit, resultado de los saldos positivos tanto de la cuenta corriente como de la cuenta capital y financiera. Éstas derivaron en un incremento de las Reservas Internacionales Netas del BCB, cuyo saldo totalizó \$us6.232 millones al 31 de marzo 2008, equivalente a 15,3 meses de importaciones de bienes y servicios.<sup>35</sup>

El superávit en la cuenta corriente se incrementó debido al aumento en el valor de las exportaciones de bienes, que se vieron favorecidas por los precios al alza de los productos básicos, a pesar de la desaceleración mundial. Otros factores fueron las mayores remesas de trabajadores y los menores egresos por renta de la inversión, que determinaron que la cuenta corriente alcance un superávit de 3,8% del PIB anual estimado. La cuenta capital y financiera (incluyendo errores y omisiones) registró un superávit de 1,3% del PIB anual estimado, mayor al registrado en similar período de 2007, destacando los desembolsos de deuda externa privada, los mayores flujos netos de Inversión Extranjera Directa (IED) y el incremento de los activos externos netos de los bancos y entidades financieras no bancarias (Cuadro IV.4).

**CUADRO IV.4: RESUMEN DE LA BALANZA DE PAGOS  
2007-2008**  
(En millones de dólares y porcentajes)

	2007 p	2008 e	2007 p I Trim	2008 p I Trim	Variaciones % 2008/2007
Cuenta corriente	1.806	1.552	320	613	91,3
Balanza comercial	1.046	819	156	421	169,5
Exportaciones FOB	4.490	5.261	905	1.458	61,2
Importaciones CIF	-3.444	-4.442	-748	-1.037	38,5
Servicios (neto)	-159	-221	-44	-44	-0,8
Renta (neta)	-173	-244	-49	-36	-26,1
Transferencias (netas)	1.091	1.197	257	272	5,5
Cuenta capital y financiera	147	148	8	213	2.455,6
Transferencias de capital	1.180	9	1.173	2	-99,8
Inversión directa	200	454	36	116	218,4
Inversión de cartera	-25	-435	14	6	-57,7
Otra inversión (Incluye E y O) 1/	-1.209	119	-1.216	89	-107,3
<b>Balance Global</b>	<b>1.952</b>	<b>1.700</b>	<b>329</b>	<b>826</b>	<b>151,2</b>
Financiamiento	-1.952	-1.700	-329	-826	151,2
<b>RIN BCB (aumento:-) 2/</b>	<b>-1.952</b>	<b>-1.700</b>	<b>-329</b>	<b>-826</b>	<b>151,2</b>
<b>Ítems de Memorandum: En % del PIB</b>					
Cuenta corriente	13,7	9,6	2,4	3,8	
Cuenta capital	1,1	0,9	0,1	1,3	
Balance global	14,8	10,5	2,5	5,1	
Exportaciones de bienes	34,0	32,5	6,8	9,0	
Exportaciones de bienes	-26,1	-27,4	-5,7	-6,4	
Inversión extranjera directa (neta)	1,5	2,8	0,3	0,7	

FUENTE: Banco Central de Bolivia.

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

NOTA: 1/ E y O = Errores y omisiones.

2/ Reservas Internacionales Netas del Banco Central de Bolivia.

(p) Cifras preliminares.

(e) Cifras estimadas.

<sup>35</sup> El saldo de las reservas internacionales a fines de junio alcanzó \$us7.121 millones. El análisis de esta sección se realiza al primer trimestre de 2008 debido a que la información de la Balanza de Pagos sólo está disponible hasta esa fecha.

### RECUADRO IV.1: FONDO DE ESTABILIZACION Y DESARROLLO

Textualmente, el D.S. 29272 señala que "el PND incorpora al Fondo de Estabilización y Desarrollo (FED) como mecanismo para enfrentar *shocks* transitorios y de estabilización, sustentado en los ingresos de la exportación de gas natural y su calidad de recurso natural no renovable, circunscrito a períodos perentorios de explotación y supeditado a fuertes oscilaciones de precios en el mercado internacional." Este recuadro revisa los elementos generales de estos fondos y sus resultados en países seleccionados.

#### a) Aspectos generales

Un país intensivo en la explotación de recursos no renovables puede beneficiarse de su renta, aunque existen varios desafíos para su administración, sobre todo en lo que se refiere a la política fiscal. En efecto, los ingresos del sector público están altamente ligados a los precios de los recursos, los cuales son volátiles e impredecibles. Consecuentemente, surgen problemas para la política fiscal en lo que se refiere a la planificación presupuestaria y el uso eficiente de los recursos. Un aspecto fundamental radica en la dificultad para distinguir *shocks* transitorios de aquellos de naturaleza permanente, derivando en déficit y/o superávit presupuestarios no previstos.

Ante esta situación, se han implementado los Fondos de Estabilización (FE), que consisten en reglas de ahorro y gasto del sector público ante la existencia de incertidumbre o riesgo en la generación de ingresos fiscales por la venta interna y/o exportación de algún recurso natural no renovable.

Por lo general, el objetivo del FE es aislar a la economía interna de la volatilidad proveniente de los mercados externos; y así reducir los riesgos de vulnerabilidad fiscal y macroeconómica asociados. Además, el FE puede evitar una abrupta apreciación real de la moneda doméstica por la entrada de divisas, lo cual es un síntoma del Síndrome Holandés (*Dutch Disease*). No obstante, la evidencia empírica señala que la implementación

de un FE debe incluir también una regla fiscal para el gasto público, pues el FE por sí solo no garantiza una política de gasto público contracíclica y prudente.<sup>36</sup> Adicionalmente, permite generar excedentes financieros para la inversión. Por esta razón, el PND también señala que "la programación plurianual y el presupuesto por resultados brindarán mayor credibilidad a la política fiscal y generarán sostenibilidad y estabilidad al financiamiento de programas, dando consistencia a la política del gasto público, favoreciendo el manejo transparente de los recursos estatales y la efectiva rendición de cuentas."

#### b) Experiencia Internacional

Varios países que se caracterizan por la exportación de productos no renovables han constituido FE. Dentro de ellos destacan:

**Noruega.** Este país cuenta con recursos extraordinarios de petróleo (17% del PIB y 45% de las exportaciones). La principal regla fiscal establece que el déficit estructural no petrolero debe ser igual al rendimiento real de largo plazo del fondo de inversión, con cierto grado de flexibilidad. Dicho fondo aporta regularmente recursos provenientes de su explotación, es administrado por el banco central y los retornos del fondo financian el déficit (no petrolero, estructural y operacional) hasta cierto límite. Por su parte, las inversiones petroleras y no petroleras se financian con deuda.

**Chile.** El Fondo de Estabilización Económico Social (FEES) acumula los flujos superavitarios que se generan por la aplicación de la regla de balance estructural y sirve como fuente de financiamiento para períodos de déficit fiscal. Dicho fondo se constituyó en 2007, mediante un aporte inicial de

<sup>36</sup> Davis, J., Ossowski, R., Daniel, J. y Steven Barnett. (2001). "Stabilization Funds for Nonrenewable Resources: Experience and Fiscal Policy Implications". *Occasional Paper 205*, Fondo Monetario Internacional.

\$2.580 millones, de los cuales \$2.564 millones correspondieron al saldo del antiguo Fondo de Compensación del Cobre (FCC), que se incorporó al FEES. El FCC es uno de los más antiguos de la región.

**México.** El objetivo del Fondo de Estabilización de Ingresos Petroleros (FEIP) es reducir el efecto sobre el presupuesto y la economía de la fluctuación de los ingresos petroleros. Los recursos que recibe el FEIP son un porcentaje de los ingresos petroleros que exceden a lo previamente presupuestado. Este fondo existe desde 2001.

**Colombia.** El Fondo de Ahorro y Estabilización Petrolero (FAEP), creado en 1995, suaviza las fluctuaciones de precios: ahorra o desahorra dependiendo de las diferencias del ingreso respecto al ingreso promedio.

**Ecuador.** El Fondo de Estabilización Petrolero o FEP fue creado en 1998, y en 2002 se convirtió en el Fondo de Estabilización por Ingresos de Renta Petrolera (FEIREP). Suaviza las fluctuaciones de precio durante el año: ahorra ingresos petroleros cuando éstos aumentan y gasta cuando caen.

### **c) Fondo de Estabilización y Desarrollo (FED) para Bolivia**

El sector hidrocarburos cobró relevancia en Bolivia en las últimas décadas, en especial a raíz del descubrimiento de mayores reservas de gas. El cambio en la normativa impositiva así como el auge de precios internacionales en el mercado de hidrocarburos aumentó de manera importante los recursos fiscales provenientes del sector, a la par de la mayor participación de éste en la producción agregada. Dado el contexto de *boom* del sector hidrocarburífero, un Fondo de Estabilización y Desarrollo (FED) es una opción que permitiría esterilizar recursos excedentarios y, de esta manera,

atenuar los efectos perversos que estos puedan tener sobre la economía interna. Además que es coherente con mejorar la calidad de la inversión pública.

La creación de un FED en Bolivia se justifica para alcanzar los siguientes objetivos:

- Estabilizar los ingresos por hidrocarburos del SPNF, tanto a nivel nacional como regional.
- Reducir la vulnerabilidad económica que produce la volatilidad de los precios en mercados internacionales del petróleo, lo que influye en el precio de los hidrocarburos (*fuels* y gas natural).
- Atenuar los efectos perversos que las reservas excedentarias del sector extractivo que experimenta un *boom* pueden tener sobre la economía. En este ámbito, permite reducir las presiones inflacionarias que estos recursos excedentarios puedan tener al interior de la economía.
- Ahorrar recursos económicos en tiempo de bonanza para poder gastarlos en tiempos donde ya no existan ingresos por hidrocarburos (transferencia intergeneracional de recursos), coherente con un aprovechamiento equitativo de los recursos entre generaciones.
- Dotar al país de un fondo que permita al gobierno generar inversiones con buena rentabilidad económica y social, generando recursos para hacer frente a ciertas contingencias (desastres naturales, etc.).
- Implementar reglas fiscales complementarias en un marco de responsabilidad fiscal.

Como se mencionó, el FED está contemplado en el Plan Nacional de Desarrollo (PND), donde se añade que "La necesidad de elevar las asignaciones de la inversión pública para revertir la deuda social y la implementación del FED que preserve los recursos intergeneracionales de la renta petrolera, minera y de recursos naturales, son prioritarias en la concepción del PND. "



# V. Políticas del BCB

*En el primer semestre de 2008 el Ente Emisor acentuó el uso de sus políticas monetaria y cambiaria para controlar la inflación. Las operaciones monetarias recogieron una parte importante de la liquidez total de la economía y la apreciación sirvió para contener las presiones inflacionarias. Sin estas políticas, la inflación habría sido considerablemente más alta.*

## V.1 POLÍTICA MONETARIA

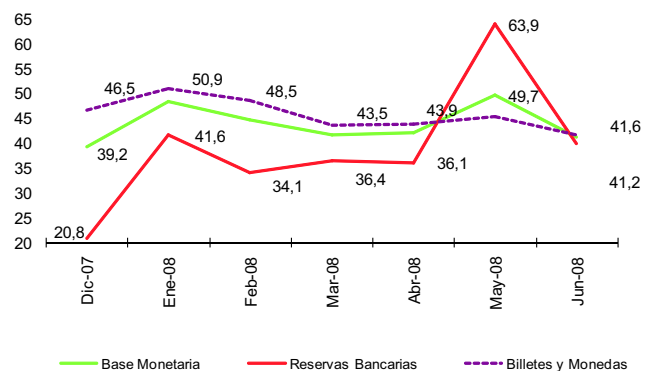
Acorde con el repunte de la inflación, durante el primer semestre de 2008 la política monetaria se intensificó mediante el uso activo de sus instrumentos. Se incrementaron significativamente las colocaciones de títulos de regulación monetaria y entraron en vigencia las modificaciones al Reglamento de Encaje Legal aprobadas mediante R.D.156/2007 de 18 de diciembre de 2007.

### V.1.1 Comportamiento de los agregados monetarios

La base monetaria registró a junio de 2008 un incremento real a doce meses de 41,2%, explicado principalmente por la mayor demanda de circulante en moneda nacional. Esto se debió a tres factores: el proceso de remonetización, el incremento de las reservas bancarias como resultado de las reformas al encaje legal y el crecimiento de los depósitos en el sistema financiero. En términos de composición, disminuyó la participación de la tenencia de billetes y monedas en poder del público y aumentó la de reservas bancarias (Gráfico V.1).

Para contraer el exceso de liquidez que hubiera

**GRÁFICO V.1: COMPONENTES DE LA BASE MONETARIA**  
(Variación porcentual a 12 meses)



FUENTE: Banco Central de Bolivia.  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

**CUADRO V.1: BASE MONETARIA**  
(En millones de bolivianos)

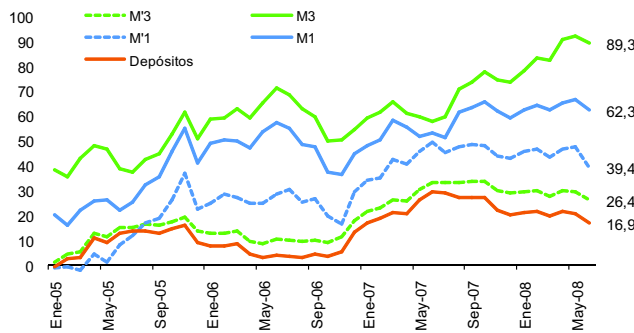
	Variaciones absolutas	
	Jun/08 - Dic/07	Jun/08 - Jun/07
<b>DETERMINANTES</b>	<b>1.504,0</b>	<b>7.516,8</b>
Reservas Internacionales Netas	10.436,9	20.161,2
Crédito Neto al Sector Público	-3.788,1	-2.646,6
Crédito a Bancos	-351,9	-269,0
OMA <sup>1/</sup>	6.966,7	10.768,0
MN + UFV	6.960,6	10.766,7
ME + CMV	6,2	1,2
Otras Cuentas (Neto)	2.173,9	1.039,1
<b>COMPONENTES</b>	<b>1.504,0</b>	<b>7.516,8</b>
Billetes y Monedas	1.404,4	5.783,6
Reservas Bancarias	99,6	1.733,2

FUENTE: Banco Central de Bolivia.  
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.  
 NOTA: <sup>1/</sup> Se restan las OMA por ser instrumento de contracción de la Base Monetaria.

provocado el incremento en las Reservas Internacionales Netas (RIN) del BCB, se dinamizaron las Operaciones de Mercado Abierto (OMA). También contribuyó la contracción del Crédito Interno Neto (CIN) al Sector Público No Financiero (SPNF), principalmente por acumulación de depósitos (Cuadro V.1).

La remonetización fue la característica fundamental del comportamiento de los agregados monetarios. Ésta explica el elevado crecimiento anual de los agregados en Moneda Nacional (MN), que hasta junio mostraron tasas más elevadas que las registradas en 2007. El crecimiento del agregado monetario M3, que excluye los depósitos en Moneda Extranjera (ME), tiene un componente de remonetización por efecto transaccional (circulante) y otro relacionado con la remonetización del ahorro (preferencia por depósitos en MN), además del crecimiento de los depósitos por efecto de la actividad económica y la confianza en el sistema financiero (Gráfico V.2).

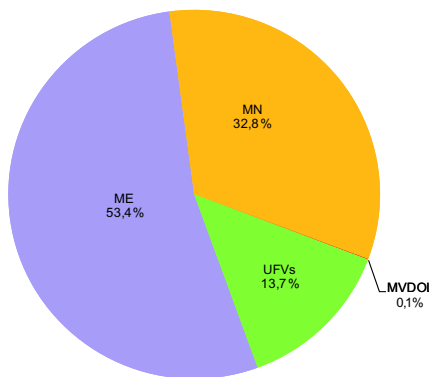
**GRÁFICO V.2: AGREGADOS MONETARIOS**  
(Variaciones porcentuales a doce meses)



FUENTE: Banco Central de Bolivia.  
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

En efecto, los depósitos en MN y en Unidades de Fomento de Vivienda (UFV) como porcentaje del total de depósitos se incrementaron desde 25,9% en junio de 2007 a 46,5% en junio de 2008, observándose en los meses recientes una mayor preferencia por depósitos en UFV, cuya participación llegó a 14% en junio de 2008 (Gráfico V.3). También continuó la remonetización de los créditos, aunque a un menor ritmo que los depósitos, pues al mes de junio del presente año la cartera en MN y en UFV representó el 22,6% del total.

**GRÁFICO V.3 ESTRUCTURA DE LOS DEPÓSITOS A JUNIO DE 2008**  
(En porcentajes)



FUENTE: Banco Central de Bolivia.  
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

Los agregados que incluyen depósitos en ME (M'1 y M'3) registraron menores variaciones porcentuales. La tasa de crecimiento anual del agregado monetario M'3 en junio fue 26,4%, menor al 28,9% registrado en diciembre de 2007. Una tendencia similar se observó en la tasa de crecimiento de M'1.

La activa participación del BCB en el control de la liquidez a través de OMA, la modificación del encaje legal, el crecimiento de la base monetaria y la desaceleración del crecimiento de los agregados monetarios más amplios se reflejaron en la caída de los multiplicadores monetarios, lo que redujo la creación secundaria de dinero. Por ejemplo, el multiplicador m'3 registró una caída de 23,8% en doce meses (Gráfico V.4).

## V.1.2 El programa monetario

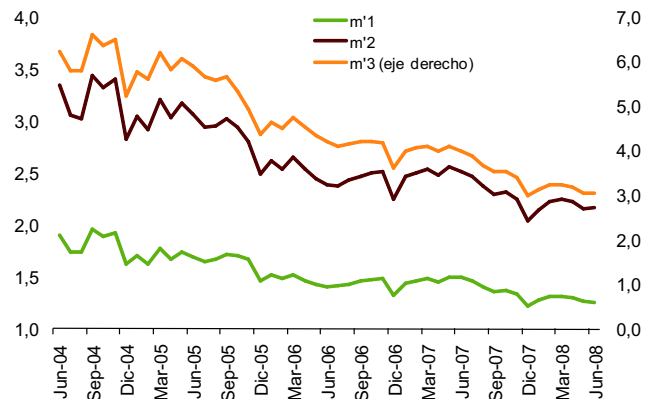
Con el objetivo de controlar la inflación, durante el primer semestre la autoridad monetaria mantuvo la instrumentación de la política monetaria a través de un esquema de metas intermedias de cantidad, estableciendo límites máximos de expansión del CIN con la finalidad de que la oferta monetaria sea consistente con la demanda de dinero del público. Dado el crecimiento sostenido de las RIN, por el desempeño favorable del sector externo, se programaron mayores contracciones del CIN mediante OMA.

Anualmente y a principios de cada gestión, el Directorio del BCB aprueba el Programa Monetario, el que determina la meta del CIN junto a previsiones del comportamiento de las RIN. Este Programa considera los objetivos de política económica y otras variables fiscales y del sector externo acordadas en un programa macroeconómico anual conjunto entre el Poder Ejecutivo y el BCB denominado Programa Financiero. Como sucedió en la gestión pasada, éste será incorporado en el Memorandum de Entendimiento a suscribirse entre el BCB y el Ministerio de Hacienda.

Al primer semestre de 2008, el programa monetario y financiero estableció un superávit fiscal con una reducción del financiamiento interno, los cuales fueron cumplidos con amplios márgenes. Además, se establecieron contracciones del CIN total y del CIN al SPNF, registrándose también ejecuciones por encima de los montos programados. El incremento de las reservas internacionales, que superó ampliamente a su meta, y la consecuente expansión monetaria que éste genera, explican los esfuerzos adicionales en las políticas monetaria y fiscal (Cuadro V.2).

En fecha 14 de marzo de 2008 y a través del Tesoro General de la Nación (TGN), el Ministerio de Hacienda solicitó al BCB una línea de crédito de Emergencia Nacional por el equivalente a \$us600 millones, monto aprobado mediante R.D.024/2008 de 17 de marzo de 2008. Hasta el cierre del primer semestre, los montos desembolsados llegaron a \$us50,5 millones (dos desembolsos de \$us20 millones y otro por \$us10.5 millones realizados el 8 de abril, 14 de mayo y 10 de junio, respectivamente). Estas operaciones incrementaron el crédito bruto del BCB al TGN, pero

GRÁFICO V.4: MULTIPLICADORES MONETARIOS



FUENTE: Banco Central de Bolivia.  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

CUADRO V.2: DESEMPEÑO DEL PROGRAMA FINANCIERO A JUNIO DE 2008

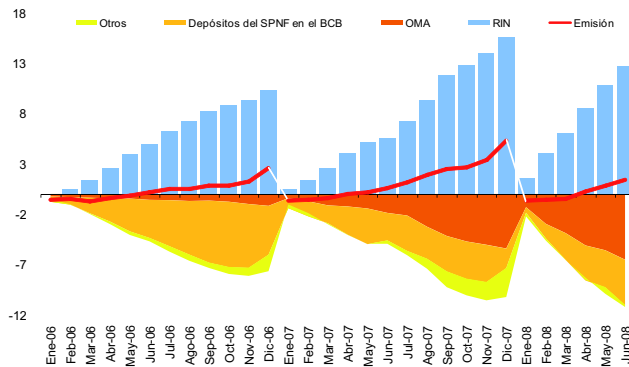
(Flujos en millones de Bs acumulados a partir del 1ro de enero de 2008)<sup>1/</sup>

	Meta Acordada <sup>2/</sup>	Ejecución	Margen (+) Desvío (-)
<b>VARIABLES FISCALES</b>			
Déficit del Sector Público	Bs -2.979	-5.957	2.978
Financiamiento Interno	Bs -4.192	-6.030	1.839
<b>VARIABLES MONETARIAS</b>			
Crédito Interno Neto total	Bs -9.445	-11.247	1.801
Crédito Interno Neto del BCB al SPNF	Bs -3.052	-3.915	863
Reservas Internacionales Netas del BCB	\$us 1.356	1.719	363

FUENTE: Banco Central de Bolivia.  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

NOTAS: <sup>1/</sup> Las cifras están calculadas utilizando un tipo de cambio fijo para el dólar y DEG, así como precio fijo para el oro.  
<sup>2/</sup> Programa monetario y financiero acordado entre el BCB y Ministerio de Hacienda en abril de 2008.

**GRÁFICO V.5: EVOLUCIÓN DEL CIN, RIN y EMISIÓN**  
(Flujos acumulados en cada año en miles de millones de Bs)



FUENTE: Banco Central de Bolivia.  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

**CUADRO V.3: EJECUCIÓN DEL PROGRAMA MONETARIO AL PRIMER SEMESTRE**  
(Flujos en millones de Bs)

	2007	2008	Variación	
			Absoluta	%
<b>1. EMISIÓN</b>	<b>636,6</b>	<b>1.385,4</b>	<b>748,7</b>	<b>117,6</b>
<b>2. CRÉDITO INTERNO NETO</b>	<b>-4.939,5</b>	<b>-11.246,5</b>	<b>-6.307,0</b>	<b>127,7</b>
2.1 SECTOR PÚBLICO	-3.544,3	-4.780,1	-1.235,7	34,9
Crédito Neto del BCB	-2.962,3	-3.914,6	-952,4	32,2
Cuasifiscal	-582,1	-865,4	-283,4	48,7
2.2 RESTO SISTEMA BANCARIO Y NO BANCARIO	-754,1	-4.976,7	-4.222,6	560,0
Desarrollo	0,3	0,9	0,6	231,7
Encaje legal	409,3	-150,2	-559,5	-136,7
OMA (LT y BT "D")	-1.197,5	-4.553,2	-3.355,7	280,2
Otros	33,8	-274,3	-308,0	-912,5
del cual Préstamos de liquidez	60,0	-230,6	-290,6	-484,4
2.3 BANCO DE DESARROLLO PRODUCTIVO	2,8	36,1	33,4	1.203,9
2.4 OTROS	-646,9	-1.529,3	-882,4	136,4
d/c: OMA subasta y directa (LT y BT "D" de particulares, AFP y otros)	-672,1	-1.952,5	-1.280,3	190,5
2.5 OBLIGACIONES DE MEDIANO Y LARGO PLAZO (OMLP)	3,0	3,4	0,4	13,8
<b>3. RESERVAS INTERNACIONALES NETAS</b>	<b>5.576,1</b>	<b>12.631,9</b>	<b>7.055,7</b>	<b>126,5</b>
(en mill.\$us.)	698,8	1.718,6	1.019,9	146,0

FUENTE: Banco Central de Bolivia.  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

responden a una situación excepcional contemplada en el inciso b) del artículo 22 de la Ley 1670, donde se señala que el BCB podrá otorgar crédito al TGN "para atender necesidades impostergables derivadas de calamidades públicas, conmoción interna o internacional, declaradas mediante Decreto Supremo."

En este contexto de fuerte acumulación de RIN y frente al incremento observado de la inflación de carácter permanente, el BCB continuó utilizando de forma más dinámica las OMA e incrementando el encaje legal, para moderar el excedente de liquidez en la economía. Estas políticas fueron complementadas por la acumulación de depósitos del SPNF en el ente emisor (Gráfico V.5).

Durante el primer semestre de 2008, el BCB efectuó OMA equivalente a cuatro veces más de lo realizado en similar periodo de 2007. Se esterilizó el importante crecimiento de los recursos externos, evitando que se produzcan mayores presiones inflacionarias. De cada Bs100 que se hubieran generado por el incremento de las RIN en el primer semestre de 2008 fueron esterilizados Bs51 mediante OMA, mientras que en similar período de la gestión 2007 la esterilización alcanzó a Bs34. Sin el esfuerzo de las OMAs, la emisión en 2008 estaría en torno al doble de lo observado, generando presiones inflacionarias. Por lo tanto, si el BCB no hubiese recogido toda la liquidez por medio de OMA, la inflación habría sido considerablemente más alta.

El sector público coadyuvó a la contracción del CIN con un incremento de sus depósitos en el BCB, al igual que el superávit cuasifiscal y la expansión del encaje legal (Cuadro V.3).<sup>37</sup>

### V.1.3 Operaciones de mercado abierto

Las OMA constituyen el principal instrumento del BCB para regular la masa monetaria. La colocación neta de títulos valor por parte del BCB en el primer semestre de 2008 tuvo mayor dinamismo que en 2007 y se continuó con las OMA directas con el público disponiéndose su funcionamiento en plazos más cortos.

<sup>37</sup> En el cuadro V.3 el superávit cuasifiscal se registra con signo negativo. Asimismo, el encaje legal con signo negativo refleja expansión de los depósitos de las entidades financieras en el BCB por este concepto.

El saldo de títulos colocados por el BCB a fines de junio 2008 alcanzó al equivalente a \$us2.042 millones frente al saldo registrado a fines de 2007 de \$us1.018 millones, lo que muestra un incremento de 100%. En términos de flujos, en el primer semestre de 2008 la colocación neta fue 33% más alta que la registrada en toda la gestión 2007 y cuadruplicó a las realizadas en el primer semestre de 2007. En el caso de la colocación de títulos realizada por el TGN, el saldo registrado a fines de junio de 2008 fue levemente superior frente a diciembre de 2007 debido a una menor demanda de financiamiento por la favorable posición fiscal (Gráfico V.6).

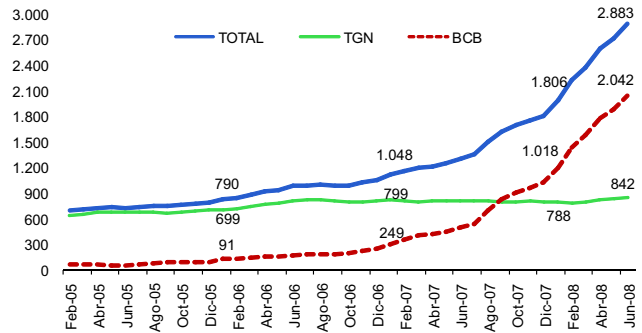
Las obligaciones del BCB por concepto de emisión monetaria y encaje legal se incrementaron en el primer trimestre de 2008 en \$us1.142 millones (99,1%), mientras que las obligaciones del TGN aumentaron en \$us162 millones (6,4%). Ambos incrementaron la deuda interna en 35,5%, hasta situarse en \$us4.977 millones. Las obligaciones del BCB, que corresponden al 19,3% de la deuda interna en junio de 2007, representaron 46,1% en junio de 2008, mostrando el esfuerzo monetario que está realizando el BCB mediante OMA. Asimismo, y dado que el incremento de la deuda interna está explicado por un esfuerzo de regulación monetaria, en el que los recursos de las emisiones del BCB son mantenidas en custodia dentro del Ente Emisor y no son destinadas a gasto, estos recursos no afectan la solvencia del sector público y solamente responden a un esfuerzo de regular la liquidez en el sistema financiero.

Al igual que en los dos años previos, las intervenciones del BCB en el mercado monetario contribuyeron a controlar la liquidez, transformando la inyección bruta positiva en inyección neta negativa (Gráfico V.7).

Como resultado de las OMA, las colocaciones del sistema financiero crecieron a una tasa inferior a las captaciones, reduciendo la posibilidad de creación secundaria de dinero. De esta manera, la relación OMA a emisión monetaria subió de 40,9% en junio de 2007 a 94,4% en junio de 2008 (Gráfico V.8). Además, el saldo de títulos de regulación monetaria respecto a la medida más amplia de dinero aumento de 8,4% en junio de 2007 a 25,3%, lo que significa que se retiró de liquidez la cuarta parte del dinero total en circulación.

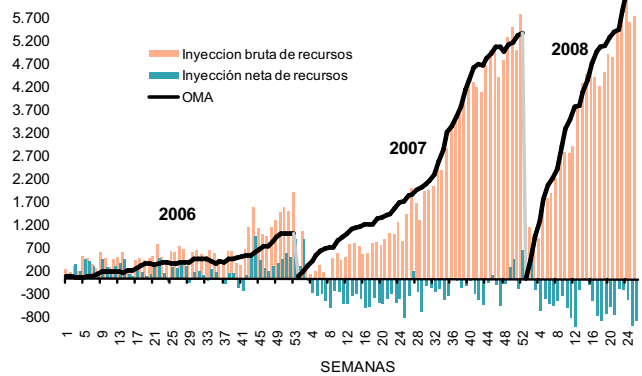
La esterilización de liquidez también se observa en el aumento de la participación de los títulos públicos con

**GRÁFICO V.6: EVOLUCIÓN DE LA COLOCACIÓN DE TÍTULOS PÚBLICOS**  
(Saldos netos en millones de dólares)



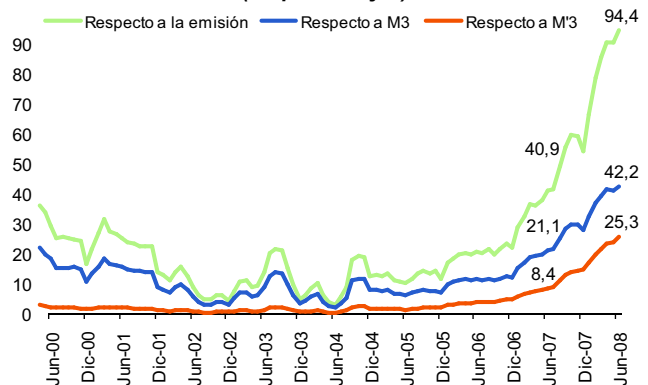
FUENTE: Banco Central de Bolivia.  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

**GRÁFICO V.7: INYECCIÓN BRUTA, INYECCIÓN NETA, OMA Y CRÉDITOS DE LIQUIDEZ**  
(En millones de bolivianos)



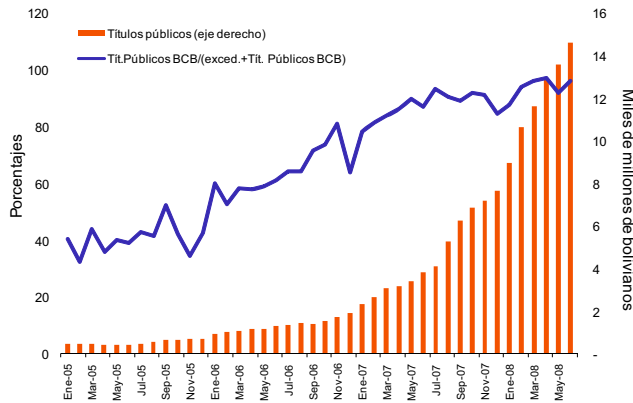
FUENTE: Banco Central de Bolivia.  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

**GRÁFICO V.8 OMA CON RELACIÓN A LOS AGREGADOS MONETARIOS**  
(En porcentajes)



FUENTE: Banco Central de Bolivia.  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

**GRÁFICO V.9: ESTERILIZACIÓN DEL EXCEDENTE**  
(En miles de millones de bolivianos y porcentajes)

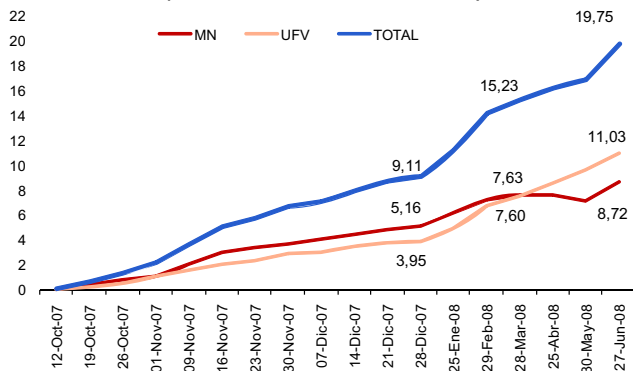


FUENTE: Banco Central de Bolivia.  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

relación a los excedentes de liquidez, definidos como la diferencia entre los encajes constituido y requerido. El excedente de liquidez del sistema financiero fue activamente esterilizado por el BCB. El indicador OMA/(excedente de encaje legal ex-post + OMA) que mide la proporción del excedente de encaje legal ex-ante esterilizado mediante OMA, muestra que el esfuerzo del Ente Emisor ha sido significativo y cada vez mayor (Gráfico V.9).

En forma complementaria, la venta directa de valores públicos con plazos de 91 días, 182 días en MN y 364 días en MN y UFV continuó siendo utilizada para mejorar los mecanismos de transmisión de la política monetaria. A partir de mayo de 2008 fueron incorporados los plazos de 28 y 56 días en MN y a partir de fines de junio 2008 se incorporó el plazo de 182 días para los valores públicos de venta directa en UFV, registrando a fines del primer semestre de 2008 un saldo total de \$us19,8 millones frente al registro observado en diciembre de 2007 de \$us9,1 millones (Gráfico V.10). A pesar que el saldo de estas colocaciones es pequeño en comparación al total de OMA, emite señales de política monetaria de forma más directa a la población, a la vez que genera incentivos para que las tasas de interés del mercado monetario se reflejen en sus similares en el sistema financiero.

**GRAFICO V.10: TÍTULOS DE COLOCACIÓN DIRECTA BCB**  
(Saldos en millones de dólares)



FUENTE: Banco Central de Bolivia.  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

Las tasas de rendimiento en MN de las colocaciones a través de OMA se incrementaron en todos los plazos en los cuales el BCB ofrece títulos (Gráfico V.11). Las correspondientes a las Letras del Tesoro (LT) en MN a 13 semanas se incrementaron en 252 puntos básicos (pb), mientras que las de plazos de 26 y 52 semanas se incrementaron en más de 300pb, congruente con los esfuerzos que realiza el BCB para controlar la inflación. En cambio, como resultado de la elevada demanda de títulos en UFV y en el entendido que son títulos con rendimiento real, sus tasas presentaron un continuo descenso.

En línea con estas tasas de rendimiento, las OMA realizadas por el BCB tuvieron un costo en torno a Bs180 millones por pago de intereses en 2007 y de Bs133 millones hasta junio 2008, es decir el 74% del costo de la gestión anterior

Dada la orientación de política monetaria, las tasas para operaciones de reporto y créditos con garantía del Fondo de Requerimiento de Activos Líquidos (RAL)

en MN subieron en forma continua, en 1,5 y 1 puntos porcentuales (pp) entre diciembre 2007 y junio de 2008, hasta situarse en 8,04% y 9,0%, respectivamente. Las tasas para ambos instrumentos en ME también subieron en el mismo período, incrementándose la tasa de reporte en ME en 0,4pp y alcanzando un nivel de 7,75%. Por su parte, la tasa de los créditos con garantía del Fondo RAL en ME subió en 0,5pp alcanzando un 9,25% (Gráfico V.12).

Congruente con el aumento de las tasas de rendimiento de OMA, las tasas de interés pasivas del sistema financiero exhibieron incrementos en el primer semestre de 2008 (Gráfico V.13). Las tasas pasivas en moneda nacional experimentaron un aumento importante a partir del segundo semestre de 2007, principalmente en los plazos mayores a 180 días. La respuesta fue menor en el caso de las tasas activas.

**V.1.4 Encaje legal**

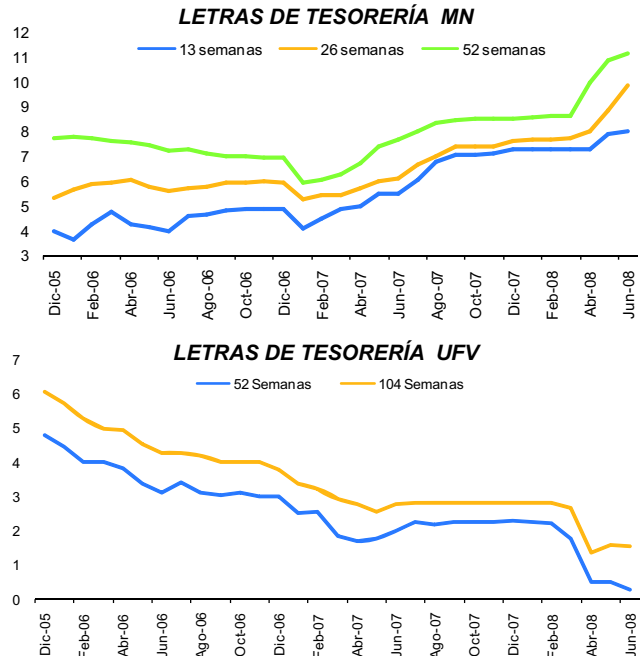
La tendencia general en materia de encajes legales fue mantener cada vez menores niveles de éstos para promover la intermediación financiera y más bien utilizar OMA para regular la liquidez del mercado. No obstante, éstos han aumentado recientemente en situaciones de exceso de liquidez, entradas masivas de capitales o repunte de la inflación.

Además, existen riesgos adicionales de liquidez en economías dolarizadas, que limitan el rol de los bancos centrales como Prestamistas de Última Instancia (PUI) en monedas distintas a la doméstica. Por tanto, la práctica común en economías dolarizadas es exigir a las entidades financieras mayores tasas de encaje para las obligaciones en moneda extranjera.

En el mes de febrero entró en vigencia la R.D.156/2007 del 18 de diciembre de 2007 que modificó el Reglamento de Encaje Legal. Dicha resolución amplió la base sobre la cual se calcula el Encaje Adicional en moneda extranjera,<sup>38</sup> promoviendo de esta manera un mayor requerimiento de encaje. La nueva normativa

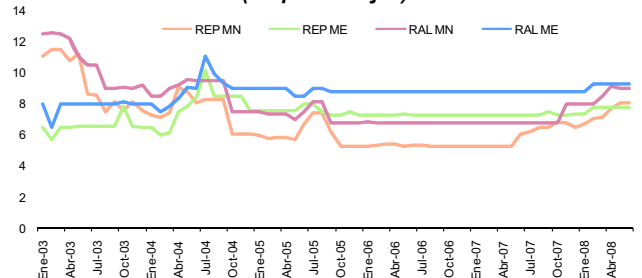
<sup>38</sup> El encaje adicional se aplica sobre la diferencia de los depósitos en ME y Mantenimiento de Valor con respecto al Dólar (MVDOL) en un periodo determinado y una proporción de los mismos evaluados al 31 de marzo de 2005. La norma también permite descontar el requerimiento señalado aplicando la misma tasa de encaje a la diferencia entre los depósitos observados en MN respecto de estos depósitos al 31 de marzo de 2005. Se dispuso que entre el 25 de febrero y el 29 de junio de 2008 dicha proporción se reduzca de 60% a 30% y a 0% a partir del 30 de junio.

**GRÁFICO V.11: EVOLUCIÓN DE LAS TASAS DE INTERÉS EN EL MERCADO MONETARIO (En porcentajes)**



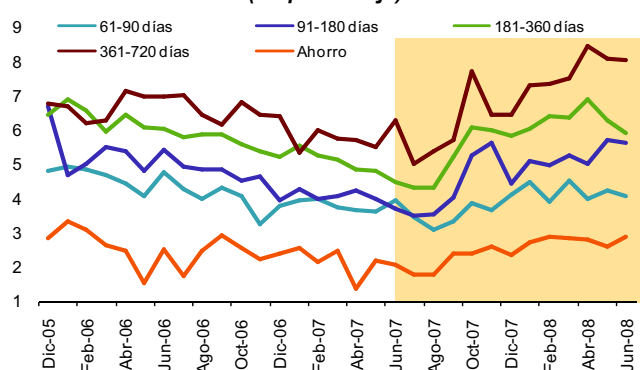
FUENTE: Banco Central de Bolivia.  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

**GRÁFICO V.12: CRÉDITOS FONDO RAL Y REPORTOS (En porcentajes)**



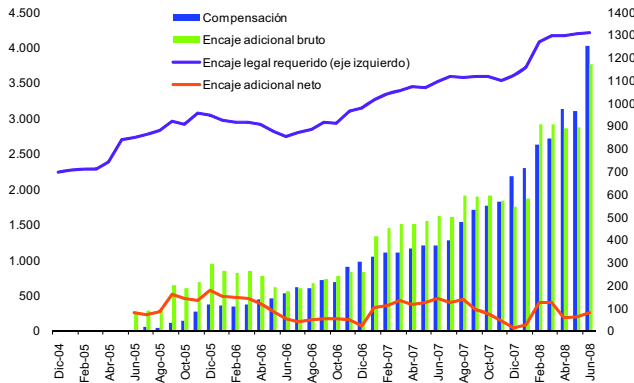
FUENTE: Banco Central de Bolivia.  
ELABORACIÓN: BCB-Asesoría de Política Económica.

**GRÁFICO V.13 TASAS DEL SISTEMA BANCARIO SEGÚN PLAZO EN MONEDA NACIONAL (En porcentaje)**



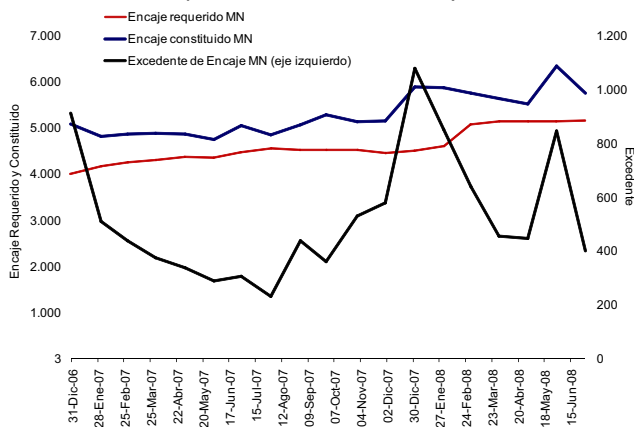
FUENTE: Banco Central de Bolivia.  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

**GRÁFICO V.14: ENCAJE LEGAL REQUERIDO DEL SISTEMA BANCARIO BOLIVIANO EN ME (En millones de bolivianos)**



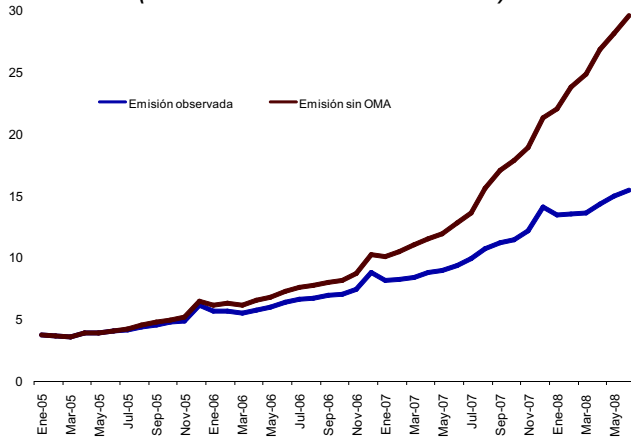
FUENTE: Banco Central de Bolivia.  
ELABORACIÓN: BCB-Asesoría de Política Económica.

**GRÁFICO V.15: ENCAJE LEGAL SISTEMA FINANCIERO EN MN (En millones de bolivianos)**



FUENTE: Banco Central de Bolivia.  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

**GRÁFICO V.16: EMISIÓN CON Y SIN OMA (En miles de millones de bolivianos)**



FUENTE: Banco Central de Bolivia.  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.  
NOTA: La emisión sin OMA corresponde a la suma de la emisión observada más el saldo de títulos públicos con fines de regulación monetaria.

también dispuso que a partir del 25 de febrero de 2008 los Depósitos a Plazo Fijo (DPFs) en MN estén sujetos a encaje en efectivo y en títulos, pues anteriormente sólo constituían encaje en efectivo y únicamente los depósitos hasta 60 días.

Este cambio normativo permitió recoger liquidez y reducir la creación secundaria de dinero, estimándose un efecto contractivo equivalente entre 3% y 4% de la emisión.<sup>39</sup> El encaje legal adicional neto en ME del sistema financiero, entre el 30 de junio y fines de diciembre de 2007, se incrementó en Bs95,5 millones (Gráfico V.14). El mayor incremento se observó en el sistema bancario (Bs68,4 millones), mientras que las mutuales, las cooperativas y los fondos financieros privados registraron un menor incremento de Bs11,2 millones, Bs15,6 millones y Bs0,4 millones respectivamente. Por su parte, el encaje requerido por depósitos en MN en el sistema bancario se incrementó en Bs597 millones, tanto por los cambios normativos como por el incremento de los depósitos en esta denominación. En cambio, el excedente en moneda nacional (incluido UFV) se incrementó en Bs92 millones respecto a junio de 2007, explicado por las modificaciones introducidas en la norma (Gráfico V.15).

**V.1.5 Aporte de la política monetaria al control de la inflación**

La activa colocación de títulos por medio de OMA es crucial para el control de la liquidez. Tal como se mencionó anteriormente, la medida más amplia de dinero sería hasta 25% superior sin la intervención contractiva del Ente Emisor. Otra forma de analizar es considerar que si el BCB no hubiese recogido la liquidez utilizando los títulos de regulación monetaria, la emisión monetaria hubiese sido casi el doble de lo observado al mes de junio del presente año (Gráfico V.16). También cabe remarcar que el alza de las tasas de interés en el mercado monetario ha sido mayor que en otros países que también experimentaron el alza de la inflación, con el fin de proveer los incentivos para reducir la liquidez circulante en la economía.

<sup>39</sup> Debido al mecanismo de compensación del encaje adicional en moneda extranjera es difícil estimar en forma precisa la contribución del cambio normativo a la contracción de la liquidez.

Estudios del BCB señalan que la emisión tiene efectos en la inflación, en especial en el núcleo inflacionario (Gráfico V.17). Utilizando estos resultados, se puede concluir que la inflación sería considerablemente más alta (por encima de 20%) si es que el BCB no hubiese intervenido. Además que el costo de vida sería aún mayor en términos acumulados, perjudicando a la población en general, especialmente a los sectores más desprotegidos.

## V. 2 POLÍTICA CAMBIARIA

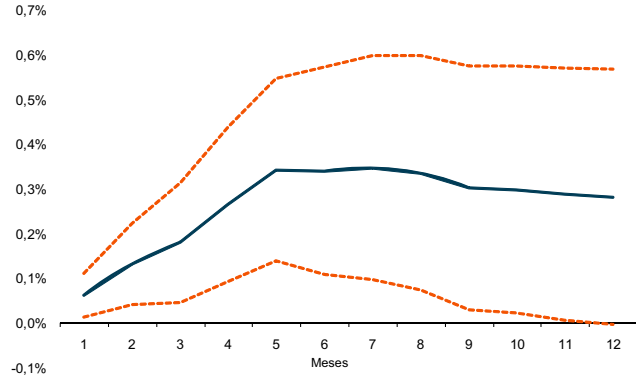
### V.2.1 La orientación de la política cambiaria

En el primer semestre de 2008 la apreciación del boliviano se acentuó, pues los tipos de cambio oficiales de venta y compra disminuyeron en 5,9%, variación superior a la observada en los tres años previos (Gráfico V.18). Comparando con el primer semestre de 2007, la apreciación nominal subió de 8 a 45 centavos, lo cual equivale a una apreciación de 4,9pp más que el primer semestre de 2007.

La orientación de la política cambiaria fue coherente con la necesidad de moderar las presiones inflacionarias de origen externo y atenuar las expectativas inflacionarias, puesto que el tipo de cambio es una señal fácilmente comprensible por la población. También fue útil para promover la remonetización de la economía nacional y reducir los costos que implica la dolarización. Además, fue consistente con la continuidad del exceso de liquidez en moneda extranjera y la debilidad del dólar estadounidense a nivel mundial. Dado el carácter del régimen, la apreciación del boliviano no fue brusca, con el objetivo de preservar la estabilidad del sistema financiero y proteger al sector exportador.

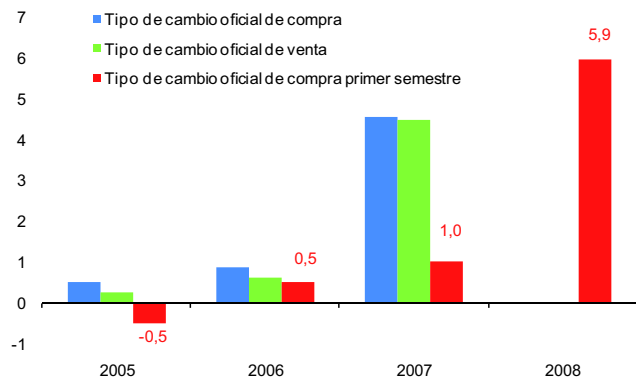
Al igual que en los semestres precedentes, el BCB continuó comprando divisas al sistema financiero. Si el ente emisor no hubiese actuado así, la paridad cambiaria habría descendido en una magnitud considerable. En el primer semestre de 2008 las compras alcanzaron a \$us989,6 millones, lo que significa un esfuerzo superior en 50% con relación al primer semestre del año anterior y 72% de lo efectuado en 2007 (Gráfico V.19). Cabe remarcar que estas compras tuvieron que ser esterilizadas con mayores operaciones monetarias.

**GRÁFICO V.17: IMPULSO RESPUESTA ACUMULADO DE LA EMISIÓN EN EL NÚCLEO INFLACIONARIO.**



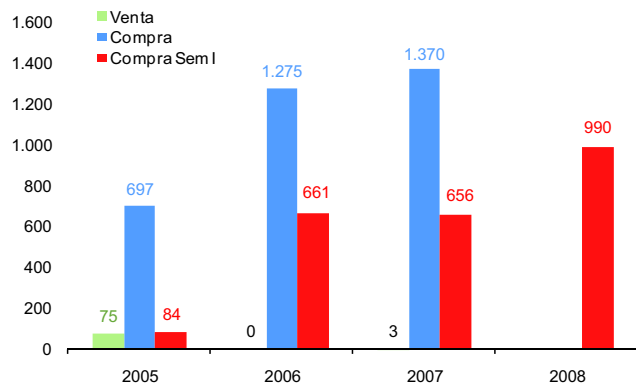
FUENTE: Banco Central de Bolivia.  
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.  
 NOTA: Los resultados provienen de un Vector Autoregresivo (VAR) que incluye el núcleo inflacionario, la emisión, el tipo de cambio, el Índice Global de Actividad Económica (IGAE), el gasto de gobierno y la remonetización como variables endógenas y la actividad e inflación externas y el componente no núcleo como variables exógenas. El impulso es ante una desviación estándar y se muestran las bandas de confianza al 95%.

**GRÁFICO V.18: APRECIACIÓN DEL BOLIVIANO, 2005 - 2008 (En porcentajes)**



FUENTE: Banco Central de Bolivia.  
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

**GRÁFICO V.19: COMPRA Y VENTA DE DIVISAS AL SISTEMA FINANCIERO (En millones de dólares estadounidenses)**



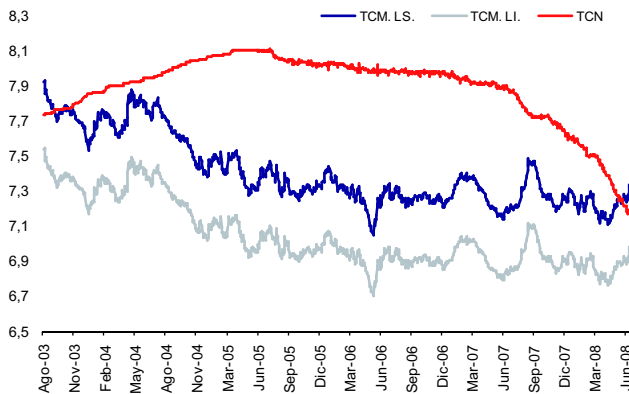
FUENTE: Banco Central de Bolivia.  
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

**CUADRO V.4: APRECIACIÓN DE LAS MONEDAS DE PAÍSES SELECCIONADOS RESPECTO AL DÓLAR ESTADOUNIDENSE (En porcentajes)**

	Apreciación	
	Desde 2003	Desde 2008
Argentina	10,0	4,0
Bolivia *	3,7	5,9
Brasil	55,0	10,5
Chile	26,7	-6,0
Colombia	33,8	5,9
Japón	10,9	5,5
Perú	15,7	1,1
Reino Unido	19,3	-0,6
Zona del Euro	33,5	6,7

FUENTE: Bloomberg - Banco Central de Bolivia.  
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.  
 NOTA: (\*) Corresponde al tipo de cambio oficial de venta.

**GRÁFICO V.20: TIPO DE CAMBIO OFICIAL Y DE REFERENCIA (Bolivianos por dólar estadounidense)**



FUENTE: Banco Central de Bolivia.  
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.  
 NOTA: TCN: Tipo de cambio nominal.  
 La brecha corresponde a 2,5% por encima (TCM. LS.) y por debajo (TCM. LI.) del tipo de cambio de referencia.

El proceso de intervención cambiaria del BCB a través de compras de divisas se observó recientemente también en otros países con regímenes cambiarios distintos. El caso más reciente es el de Chile, que en su *Informe de Política Monetaria* de mayo de 2008 expresa que su Consejo (Directorio) inició en abril de este año un programa de intervención en el mercado cambiario consistente en un incremento esperado de las reservas internacionales de \$us8.000 millones en 2008, que permitiría enfrentar la eventualidad de un deterioro del entorno externo. El Recuadro V.1 muestra que nuestro país está mejor preparado que el resto de la región para una contingencia de esta naturaleza.

En términos comparativos, la apreciación del boliviano en el primer semestre del año todavía fue menor a la que se registró en Brasil y la Zona del Euro, entre otros (Cuadro V.4). Algunos países depreciaron sus monedas (como Chile por el proceso de intervención descrito<sup>40</sup>). Sin embargo, esta reversión de la dirección cambiaria en países específicos es coherente con la magnitud de la apreciación acumulada desde 2003, que fue mayor en otros países que en Bolivia.

El repunte de la inflación nacional y, en menor medida, la apreciación cambiaria contribuyeron a reducir la brecha que se observó desde 2003 entre el tipo de cambio nominal y el tipo de cambio de referencia (Gráfico V.20).<sup>41</sup> Esto significa que el tipo de cambio nominal es consistente con la competitividad cambiaria observada en el periodo base de construcción del indicador de tipo de cambio real (agosto de 2003).

Por similares motivos, el Índice de Tipo de Cambio Efectivo y Real (ITCER) mostró un descenso en los últimos meses convergiendo al observado en el periodo base (agosto de 2003), mitigado por el incremento de la inflación externa en dólares, la cual continuó alta por el proceso inflacionario que se observó en la región, así como por la apreciación de algunos socios

<sup>40</sup> La depreciación de la moneda chilena fue significativa en el primer semestre de 2008, pero disminuyó en 5,15pp en los primeros 9 días del mes de julio.

<sup>41</sup> El tipo de cambio de referencia considera las variaciones cambiarias y de los precios de los principales socios comerciales de Bolivia tomando agosto de 2003 como punto de comparación. Este indicador referencial es uno de los parámetros que utiliza el BCB para determinar el tipo de cambio oficial.

comerciales (Gráfico V.21). Sin embargo, este movimiento es consistente con la competitividad cambiaria de equilibrio, tal como se discute en el Recuadro V.2.

**V.2.2 La política cambiaria y el control de la inflación**

La apreciación del boliviano se aceleró en el primer semestre de 2008 con el objetivo de moderar la inflación, especialmente la de origen externo. Se debe recordar que la participación del IPC transable respecto al total en promedio es de aproximadamente 40%. Por ejemplo, tomando como referencia esta cifra, una apreciación nominal de 5% implicaría una reducción de 2pp en la inflación de productos transables.

Sin embargo, estimaciones de la influencia de la política cambiaria realizadas por el BCB señalan que por cada 5% de apreciación, la contribución a una menor inflación total se encontraría entre 0,5 y 1pp. Utilizando este enfoque, se puede inferir que la apreciación cambiaria ha contribuido a reducir la inflación en torno a 1,6pp para el mes de junio del presente año (Gráfico V.22).

Además, es pertinente aclarar que la aparente paradoja entre la apreciación y el incremento de la inflación. El aumento de los precios ha ocurrido por varios factores ajenos al accionar monetario y cambiario, como por ejemplo el incremento de la inflación importada, tanto por la mayor inflación de los socios comerciales como por la apreciación de sus monedas. Para neutralizar este aumento se habría requerido de una apreciación más fuerte y abrupta del boliviano. Sin embargo, por las razones mencionadas anteriormente (preservación de la estabilidad financiera y promoción del sector transable) el movimiento fue gradual.

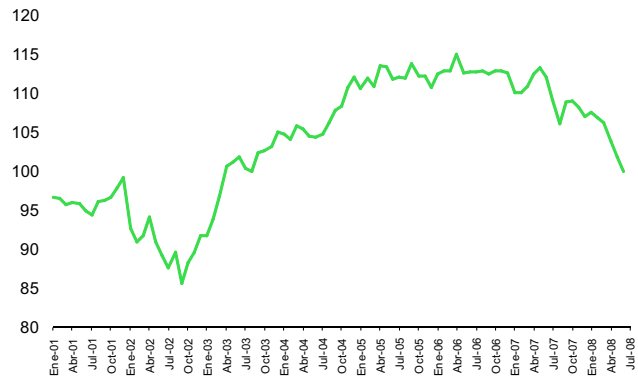
Finalmente, conviene señalar que la apreciación no ha sido la principal herramienta para controlar la inflación con relación al esfuerzo monetario a través de mayores OMA e incremento del encaje legal.

**V.3 MEDIDAS DE POLÍTICAS ADICIONALES**

**V.3.1 Medidas para limitar la entrada de capitales especulativos**

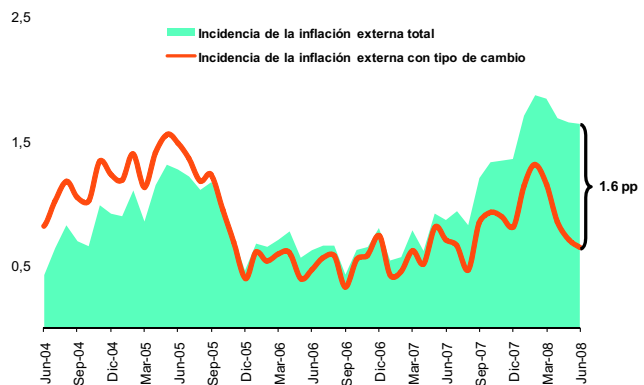
La R.D. 119/2007, que entró en vigencia el 1ro de octubre de 2007, aprobó el cobro de una comisión del 1% que se aplica sobre las transferencias de fondos

**GRÁFICO V.21: EVOLUCIÓN DEL IT CER, 2001-2008**  
(índice, agosto de 2003 = 100)



FUENTE: Banco Central de Bolivia.  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

**GRÁFICO V.22: APORTE DE LA POLÍTICA CAMBIARIA AL CONTROL DE LA INFLACIÓN**  
(Incidencia, en porcentaje)

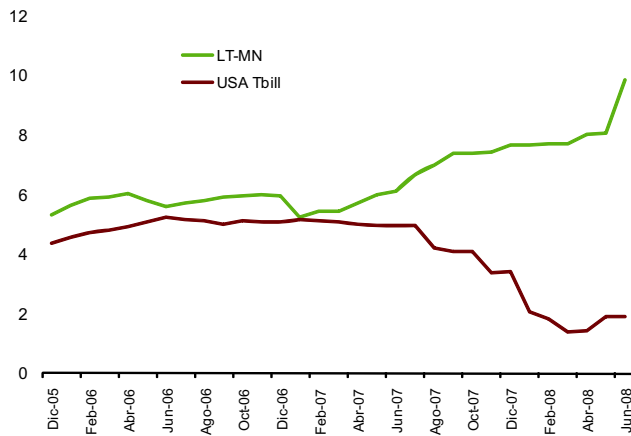


FUENTE: Banco Central de Bolivia.  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

del exterior que realiza el sistema financiero por intermedio del BCB, excluidas las operaciones de exportación. El objetivo de la medida fue mejorar control de la liquidez, evitando el ingreso de capitales especulativos que vulneren la economía y generen presiones inflacionarias.<sup>42</sup>

La vigencia de esta medida es importante en un contexto de incremento del diferencial entre las tasas de interés nacionales respecto a las tasas de interés internacionales. Por ejemplo, al mes de junio el diferencial entre la tasa para títulos públicos en moneda nacional a 13 semanas y la de Estados Unidos a 3 meses fue de aproximadamente 8pp (Gráfico V.23).

**GRÁFICO V.23: TASAS DE INTERÉS DE BOLIVIA Y ESTADOS UNIDOS A 3 MESES (En porcentajes)**



FUENTE: *Bloomberg*.  
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.  
 NOTA: LT-MN corresponde a las Letras del Tesoro en Bolivia y USA T-BILL a los títulos del Tesoro Estadounidense a 3 meses.

**V.3.2 Límite a las inversiones en el exterior con recursos de las Administradoras de Fondos de Pensiones y Compañías de Seguros**

En la medida que las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) y las Compañías de Seguros inviertan sus recursos en el exterior, disminuye la liquidez en el sistema económico nacional y mejora la diversificación de la cartera de estas entidades. Con este propósito, en la gestión 2007 el Directorio del BCB amplió el límite máximo de estas inversiones de 10% a 12% de los recursos de inversión. Para 2008, el Directorio del BCB, según R.D.015/2008 y 016/2008 del 24 de enero del presente año decidió mantener el límite en 12%.

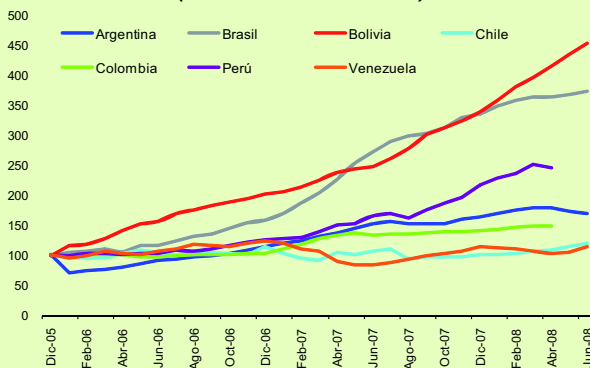
Cabe destacar que el TGN, principal demandante de los recursos de las AFP, actualmente no está colocando títulos de deuda en estas entidades debido al superávit alcanzado. Asimismo, las AFP están demandando títulos de corto plazo del BCB o inyectando recursos en el sistema financiero nacional. En este sentido, una vez superadas las acciones interpuestas por estas entidades, es importante que se realicen las inversiones en el exterior, tanto por su efecto en el control de la liquidez, como por la deseable diversificación de portafolio.

<sup>42</sup> Para evitar efectos adversos, mediante la R.D.152/2007, a partir de 2008 se excluyeron del cobro de esta comisión a las remesas iguales o menores a 1.000 dólares estadounidenses.

### RECUADRO V.1: BOLIVIA Y LA DESACELERACIÓN GLOBAL: LA IMPORTANCIA DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES

Las Reservas Internacionales Netas (RIN) han aumentado en varias regiones del mundo, incluyendo países emergentes. Este incremento se debió al favorable contexto económico mundial en los tres años precedentes. Otro factor fue la intervención en los mercados cambiarios por medio de la acumulación de RIN para contener las presiones de apreciación de las monedas. Este fenómeno se observó en varios países de Latinoamérica (Grafico V.24).

**GRÁFICO V.24: ÍNDICE DE RESERVAS INTERNACIONALES EN PAÍSES SELECCIONADOS DE AMÉRICA LATINA (Diciembre de 2005=100)**



FUENTE: Bancos Centrales de los respectivos países.  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

En el caso de Bolivia, las cuentas externas registraron un desempeño favorable ya que experimentaron una mayor entrada de divisas por reformas en el sector de hidrocarburos, mayor producción minera y además por las transferencias corrientes (remesas familiares). La remonetización de la economía también ha contribuido al incremento de las RIN.

A junio de 2008, el nivel acumulado de RIN del BCB fue de \$us7.121 millones, que representa cerca del 47% del PIB anual estimado. El BCB ha acumulado estas reservas para proteger el valor de la moneda nacional y evitar una abrupta apreciación de la moneda, dado el régimen cambiario vigente (*crawling peg*). También acumuló reservas para actuar como PUI del sistema

financiero, en caso de que los bancos comerciales y otras instituciones financieras necesiten liquidez, en especial si se considera que la dolarización todavía es alta en Bolivia.

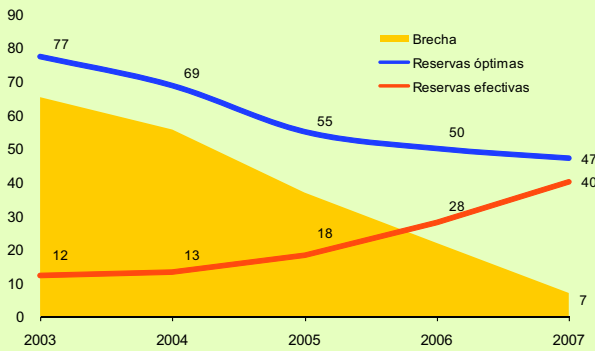
La tenencia adecuada de reservas depende de diversos factores y es variable en el tiempo. En el caso de muchas economías, la acumulación de RIN, obedece a la necesidad de "amortiguar" los efectos en la economía ante choques externos o inclusive internos que involucren vulnerabilidad como es el caso de la dolarización financiera. En términos generales y por el historial de la economía boliviana, se puede presumir que la vulnerabilidad todavía es significativa, pues la economía es abierta, altamente dependiente de un recurso natural exportable y por su nivel de dolarización financiera. Cabe recordar la experiencia de las corridas bancarias en el periodo 2002-2003, que por la naturaleza de dolarización financiera, se manifestaron en demandas de liquidez en moneda extranjera, aún cuando parte de los depósitos estaban denominados en moneda nacional.

Estos aspectos cobran relevancia en un entorno en el cual la actividad de los países desarrollados se ha desacelerado. Al impacto de la crisis *subprime* sobre las condiciones crediticias, se sumaron los altos precios del petróleo y alimentos. Es probable que una desaceleración mundial pueda contraer la demanda y, por tanto, reducir los precios de productos básicos que exporta la región, afectando la producción y gasto interno.

Por esta razón, algunos países han comenzado a acumular RIN para prevenir efectos nocivos por una eventual desaceleración externa. En este sentido, Bolivia se encuentra adecuadamente preparada para una eventualidad de esta naturaleza. Sin embargo, la acumulación de RIN también se refleja en una mayor emisión monetaria, la cual tiene que ser esterilizada con instrumentos monetarios.

Existen estudios que intentan establecer un nivel de reservas óptimas que pondere los beneficios de tener menor volatilidad y los costos de mantener estas reservas. Específicamente, un reciente estudio plantea un modelo para una economía parcialmente dolarizada.<sup>43</sup> Bajo este enfoque y calibrándolo para la economía boliviana se encuentra que la brecha entre el nivel óptimo de reservas prudenciales y el nivel efectivo se habría reducido en los últimos años (Gráfico V.25).

**GRÁFICO V.25: RESERVAS PRUDENCIALES ÓPTIMAS Y EFECTIVAS (Como porcentaje del PIB)**



FUENTE: Banco Central de Bolivia.  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

En este análisis, es pertinente deducir las reservas de oro, que requieren un tratamiento especial y que no se utilizaron ni siquiera en circunstancias tan adversas como la crisis de 1982-1985. Además, se debe tomar en cuenta que los depósitos del SPNF también han contribuido a incrementar las RIN, por lo que su uso podría implicar una caída de las RIN. Si se descuenta el oro y los depósitos del SPNF, la brecha entre el nivel de RIN efectivas y óptimas prudenciales se amplía. Finalmente, es conveniente notar que la acumulación ha respondido fundamentalmente a la naturaleza del régimen cambiario y a las presiones de apreciación. Si estas se revierten, las RIN podrían disminuir.

En resumen, el nivel adecuado de reservas está ligado con los beneficios que conlleva la constitución de un inventario precautorio para enfrentar las turbulencias en los mercados externos, bien sea que estos provengan exclusivamente de la cuenta corriente o de la cuenta de capital.

<sup>43</sup> Goncalves F. (2007) "The Optimal Level of Foreign Reserves in Financially Dollarized Economies: The Case of Uruguay" *IMF, Working Paper*. No. 7.

## RECUADRO V.2: APRECIACIÓN Y COMPETITIVIDAD DE LA ECONOMÍA

El incremento de la inflación doméstica y, en menor medida, la caída de la paridad cambiaria han apreciado la moneda en términos reales. El indicador de competitividad cambiaria multilateral retornó al nivel base (agosto de 2003), pero aún es mayor que los datos históricos de inicios de los noventa. Este recuadro analiza la apreciación nominal y real y su relación con la competitividad de una economía.

Bolivia es una economía con un comercio exterior muy diversificado geográficamente. Por esta razón, el tipo de cambio dólar/boliviano no es la única referencia para cuantificar la competitividad. Por lo tanto, resulta adecuado examinar la evolución real y nominal de una canasta de monedas representativa del comercio. Además, conviene tomar en cuenta que aunque las monedas se aprecian (deprecian) real o nominalmente respecto al dólar, en términos generales pueden depreciarse (apreciarse) respecto a otras monedas. En esa línea, el Cuadro V.5 muestra la evolución del tipo de cambio nominal y real desde el año base hasta junio del presente año.

**CUADRO V.5: APRECIACIÓN NOMINAL Y REAL**  
(Variaciones porcentuales)

	Ponderación <sup>1/</sup>	Real		Nominal (Bs x moneda local)	
		Var. Ago.03/Jun.08		Var. Ago.03/Jun.08	
Estados Unidos	13,7	-23,5	-7,4		
Brasil	13,5	55,7	72,2		
Japón	12,3	-27,7	1,8		
Argentina	11,0	-4,3	-9,0		
Zona del Euro	8,2	6,2	33,6		
Perú	7,4	-12,0	8,7		
China	5,3	-5,3	11,8		
Venezuela	4,6	17,0	-31,1		
Chile	4,5	4,3	32,4		
Colombia	3,7	27,2	38,8		
Corea del sur	3,6	-14,4	4,0		
Suiza	2,8	-3,5	27,8		
Canadá	2,1	-0,7	26,6		
Reino Unido	2,1	-7,9	17,0		
México	1,5	-16,0	-1,8		
Paraguay	1,2	51,5	47,4		
Panamá	1,2	-21,5	-7,4		
Suecia	0,9	-0,2	30,4		
Ecuador	0,5	-21,3	33,1		

FUENTE: Bloomberg y Banco Central de Bolivia.

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

NOTA: <sup>1/</sup> Ponderación con respecto al comercio de 2007.

El tipo de cambio real bilateral del boliviano frente a cada una de las monedas de nuestros principales socios comerciales se depreció en términos reales frente a algunas monedas (Brasil, Colombia, Paraguay, Venezuela, la Zona del Euro y Chile)

mientras que frente a otras se apreció, en particular frente a Estados Unidos.<sup>44</sup>

La evaluación de la competitividad cambiaria debe también considerar que el tipo de cambio real se mueve según lo hacen sus determinantes (fundamentos), los cuales son dinámicos, es decir varían en el tiempo. Como resultado la competitividad cambiaria con relación a un año base sólo es un indicador de referencia y la competitividad efectiva debe tomar en cuenta los cambios en el nivel de equilibrio de los fundamentos.

Los estudios más recientes para Bolivia establecen que los principales fundamentos son los términos de intercambio, los flujos de capital (ya sea medida por la cuenta capital o por el déficit comercial como una variable relacionada o *proxy*) y el balance fiscal. El Cuadro V.6 muestra una serie de estudios empíricos recientes aplicados al caso boliviano, con los determinantes utilizados en cada estudio y la dirección encontrada.

**CUADRO V.6: DETERMINANTES**  
**DEL TIPO DE CAMBIO REAL EN BOLIVIA**

Autores	Estudios			
	Lora y Orellana	Aguilar	Mendieta	Cerruti y Mansilla
	Año	2000	2003	2007
	Fundamentos			
Balance fiscal	(+)	(+)	(+)	(+)
Apertura comercial	no	(+)	no	no
Flujos de capital	(-)	(-)	(-)	(-)
Términos de intercambio	(-)	(-)	no	(-)
Política comercial	(-)	(-)	no	no
Productividad	no	(-)	no	no

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

De acuerdo con estos resultados, una mejora en el balance fiscal incrementa el tipo de cambio real, es decir genera una depreciación real. Sin embargo, es importante el origen de la mejoría del balance fiscal y si ello significa una menor presión sobre el gasto agregado. Por su parte, la ganancia de términos de intercambio y las entradas de capital son consistentes con una apreciación real, debido

<sup>44</sup> El tipo de cambio real bilateral es un concepto que aproxima la competitividad cambiaria relativa entre dos países. Compara los precios de las canastas de bienes en dos países diferentes, para lo cual se requiere expresar ambos precios en una misma moneda.

a que estos factores significan una mayor presión agregada del gasto.

El Cuadro V.7 muestra el promedio de los determinantes del tipo de cambio real para dos periodos específicos: 2000-2005 *versus* 2006-2008. En interacción con el anterior cuadro, se puede apreciar que los términos de intercambio y los flujos de capital (medidos como el déficit comercial o el negativo de la balanza comercial) se incrementaron en los últimos años, lo cual ha generado un continuo exceso de oferta de moneda extranjera en el mercado nacional, promoviendo un movimiento del tipo de cambio real de equilibrio hacia abajo.

**CUADRO V.7: COMPORTAMIENTO PROMEDIO DE ALGUNOS DETERMINANTES DEL TIPO DE CAMBIO REAL**

		2000-2005	2006-2008 <sup>1/</sup>
Términos de intercambio	Índice 2000=100	64,4	67,7
Déficit fiscal	Porcentaje del PIB	5,8	2,7
Balanza comercial	Porcentaje del PIB	-1,7	7,4

FUENTE: Instituto Nacional de Estadísticas y Banco Central de Bolivia.  
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.  
 NOTA: <sup>1/</sup> Estimaciones para el 2008.

La mejoría de las cuentas fiscales sería consistente con una depreciación real. Sin embargo, parte de la primera se origina en mayores ingresos ligados a la exportación y a la ganancia de los términos de intercambio, existiendo un potencial de gasto que no necesariamente implicaría un aumento del tipo de cambio real de equilibrio.

Combinando estos elementos, se llegaría a la conclusión de que el tipo de cambio real de equilibrio en el último periodo debería ser menor que el observado en el periodo previo. Por lo tanto, la apreciación real que se ha observado recientemente iría en dirección de los fundamentos de la competitividad cambiaria.

Finalmente, cabe destacar nuevamente que el tipo de cambio real es un elemento más dentro de un grupo de factores que afectan la competitividad de una economía.<sup>45</sup> Además, las perspectivas de crecimiento en el largo plazo, dependen del crecimiento de la productividad. El Foro Económico Mundial (*World Economic Forum* o WEF) ha asociado la productividad con la competitividad de

los países, al definir esta última como el conjunto de factores, políticas e instituciones que determinan el nivel de productividad de un país y por tanto el nivel de prosperidad que puede alcanzar (WEF, 2007).

En el caso de Bolivia, dos de las mediciones internacionales de competitividad más importantes (el *Global Competitiveness Index -GCI-* del WEF y el *Ranking Doing Business* del Banco Mundial) lo ubican en una posición rezagada con respecto a las economías líderes (Cuadro V.8).

**CUADRO V.8: RANKING DE COMPETITIVIDAD**

		Índice de Competitividad Global
		<i>World Economic Forum</i>
Institución		2007-2008
Año		
Ranking - Global		105 de 131 países
Ranking - Estabilidad macroeconómica		49 de 131 países
Ranking - Acceso a educación y salud primaria		91 de 131 países
Ranking - Acceso a educación superior		91 de 131 países
		<i>Doing Business</i>
Institución		Banco Mundial
Año		2008
Ranking-Global		140 de 179 países
Ranking-Acceso a crédito		97 de 179 países
Ranking-Acceso a licencias		106 de 179 países

FUENTE: Foro Económico Mundial y Banco Mundial.  
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

Sin embargo, ambos ranking muestran algunos subíndices favorables para Bolivia. En el caso del GCI se destaca el subíndice que mide la estabilidad macroeconómica (49/131), acceso a educación y salud primaria (91/131), y el acceso a educación superior (91/131). En el caso del *Doing Business* se destaca el índice que mide el acceso a crédito (97/179), y acceso a licencias (106/179).

Según estos dos índices, los determinantes de la competitividad en Bolivia registran, en términos generales, resultados mixtos. Las fortalezas competitivas del país se explican por los fundamentos macroeconómicos, acceso a algunos servicios básicos y facilidades crediticias para instalar un

<sup>45</sup> Secciones seleccionadas de anteriores publicaciones analizan este aspecto. Estas son las páginas 118-120 de la *Memoria Anual* 2006, la página 26 del *Reporte de Inflación* de octubre de 2007 y las páginas 56 y 57 del *Informe de Política Monetaria* de enero de 2008.

negocio, mientras que las debilidades son de carácter institucional y de infraestructura, principalmente.

El entorno macroeconómico influye directamente en el nivel de competitividad de la economía. Por lo tanto el BCB al priorizar el control de la inflación empleando las políticas monetaria y cambiaria contribuye a alcanzar una estabilidad macroeconómica. En síntesis, la competitividad global no sólo se basa en la competitividad cambiaria, sino en varios otros elementos de carácter macro y microeconómicos.

#### Referencias:

- Aguilar M.A. (2003): "Estimación del tipo de cambio real de equilibrio para Bolivia" Revista de Análisis del BCB, Vol 6, Nro 1.
- Cerruti E. y Mansilla M. (2008): "Bolivia and Its Booming Gas Sector: Should We Worry About a New Case of Dutch Disease?" *IMF Working Paper*, No. 08/154, junio.
- Lora O. y Orellana W. (2000): "Tipo de Cambio Real de Equilibrio: Un análisis del caso boliviano en los últimos años" Revista de Análisis del BCB, Vol 3, Nro 1.
- Mendieta P. (2007):" El equilibrio de la competitividad cambiaria boliviana: un enfoque empírico" Documento presentado en la Reunión del Proyecto Conjunto sobre Variables No Observables, llevado a cabo en Buenos Aires el 15 de junio de 2007
- *World Economic Forum* (2007): "Reporte de Competitividad Global 2007-08", Oxford University Press.



# VI. Perspectivas y riesgos de la inflación

*La moderación de la inflación externa y el incremento de la producción interna son consistentes con el descenso futuro de la inflación interanual en Bolivia, como resultado de la concreción de las políticas monetaria y cambiaria, la obtención de un superávit fiscal de por lo menos igual al de 2007 y sin modificaciones significativas hacia el alza de precios clave de la canasta familiar. El descenso podría acelerarse si la producción interna de alimentos es mayor que la prevista y si la inflación externa disminuye más rápidamente como consecuencia de la desaceleración global y las medidas de política realizadas en otros países; mientras que los principales riesgos hacia el alza están ligados con la incertidumbre sobre el curso futuro de los precios internacionales de productos básicos, el ajuste de precios relativos internos y los efectos perniciosos del entorno político en las expectativas.*

Esta última sección expone las perspectivas de la inflación para el bienio 2008-2009, describiendo la evolución prevista de las principales variables internas y externas que determinan el aumento de precios. El capítulo finaliza considerando los principales riesgos asociados con el escenario más probable.

## VI.1 CONTEXTO INTERNACIONAL

La crisis financiera internacional, originada en el mercado hipotecario de alto riesgo de Estados Unidos, afectó su crecimiento económico y generó el riesgo de recesión. Otros países desarrollados también se vieron afectados, lo que se reflejó en un menor incremento de las tasas de interés para reducir las presiones inflacionarias recientes. A pesar de una leve desaceleración en el crecimiento económico de las economías emergentes, éstas han continuado con el dinamismo observado en los años previos.

Este escenario mixto persistiría en el presente bienio, aunque con incertidumbre sobre la transmisión de la desaceleración de los países industrializados a los menos desarrollados (Cuadro VI.1). En términos globales, el crecimiento mundial disminuiría en torno a 1pp, por la desaceleración y eventual recesión de las economías más avanzadas.

Por su parte, las presiones inflacionarias en el mundo dependerán del comportamiento de los mercados de materias primas y el impacto de las políticas monetarias para controlar los efectos de segunda vuelta en el componente de los precios no relacionado con alimentos de los socios comerciales de Bolivia.

Para los siguientes años, la persistencia de los altos precios de productos básicos y energía dependerá de las limitaciones a la expansión de la oferta de estos productos. Pese a que no es muy probable que los precios retornen a sus niveles previos al actual repunte, tampoco es plausible que continúe el alza de los precios internacionales en la magnitud que se ha observado en los últimos meses. No obstante, las limitaciones en la oferta de petróleo y alimentos y la especulación en los mercados internacionales de estos productos podrían hacer que la volatilidad observada en los precios continúe.

Hasta el cierre del presente IPM, varios bancos centrales aumentaron sus tasas de interés para mitigar los efectos de segunda vuelta. Esta posición más restrictiva de la política monetaria reduciría las brechas de capacidad, moderaría la actividad y, por ende, la inflación. Sin embargo, la situación financiera internacional todavía es frágil; y limitaría la acción de la política monetaria en las economías avanzadas.

Los temores de movimientos de capital especulativo por el alza de las tasas de interés han hecho que varios bancos centrales intervengan cada vez más en los mercados cambiarios, con el fin de evitar la continuidad de la ganancia en términos de paridades nacionales y de fortalecer las reservas internacionales. Los pronósticos de instituciones especializadas señalan que probablemente las monedas de los principales socios comerciales de Bolivia se depreciarán.

La caída proyectada en la inflación doméstica en las economías externas junto a la depreciación de sus

**CUADRO VI.1: CRECIMIENTO E INFLACIÓN EN PAÍSES SELECCIONADOS (Variación porcentual)**

	Crecimiento				Inflación <sup>2/</sup>					
	2008p		2009p		2007		2009p			
	FMI <sup>1/</sup>	CF	FMI <sup>1/</sup>	CF	FMI	CF <sup>3/</sup>	FMI	CF <sup>3/</sup>		
<b>Economías Avanzadas</b>										
Estados Unidos	2,2	1,3 Δ	1,5	0,8 Δ	1,7	4,1	2,0	3,6	2,1	2,3
Zona del Euro	2,6	1,7 Δ	1,7	1,2	1,4	3,1	2,2	2,9	1,7	2,2
Japón	2,1	1,5 Δ	1,3	1,5	1,5	0,7	0,6	0,9	1,3	0,6
Reino Unido	3,1	1,8 Δ	1,7	1,7	1,3	2,0	2,2	3,1	2,1	2,4
<b>Economías en Desarrollo de Asia</b>										
China	11,9	9,7 Δ	10,1	9,8 Δ	9,4	6,6	3,9	7,0	3,6	4,5
India	9,3	8,0 Δ	7,6	8,0	8,1	5,5	4,6	7,1	3,9	5,9
<b>América Latina</b>										
Argentina	8,7	7,0	6,8	4,5	4,5	8,5	9,0	9,5	9,0	10,2
Brasil	5,4	4,9 Δ	4,8	4,0 Δ	4,2	4,5	4,5	5,1	4,5	4,4
Chile	5,0	4,5	4,1	4,5	4,7	7,8	4,2	4,7	3,0	3,5
Colombia	7,0	4,6	5,3	4,5	4,9	5,7	5,0	5,0	4,0	4,5
México	3,1	2,4 Δ	2,6	2,4 Δ	3,1	3,8	3,5	4,2	3,0	3,5
Perú	9,0	7,0	7,5	6,0	6,6	3,9	3,5	4,1	2,5	3,1

FUENTE: FMI, Perspectivas de la Economía Mundial (abril 2008 y actualización a julio de 2008), *Foreign Exchange Consensus Forecast* (junio 2008) y *Latin Focus Consensus Forecast* (junio 2008).

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

NOTAS: <sup>1/</sup> Considera las revisiones realizadas en julio 2008 (excepto para Argentina, Chile, Colombia y México).

<sup>2/</sup> Fin de periodo.

<sup>3/</sup> Considera los datos de *Latin Focus Consensus Forecast* para las economías avanzadas (excepto Reino Unido). (p) proyectado.

CF: *Foreign Exchange Consensus Forecast*.

Δ: Aumento respecto de las proyecciones de abril.

monedas son factores que coadyuvarán para una menor inflación externa en dólares para Bolivia. Además, el estado del ciclo en las economías desarrolladas implicaría menores entradas de recursos por remesas para los países emergentes, disminuyendo parcialmente las presiones sobre la inflación en la región. El Recuadro VI.1 considera el posible efecto de la desaceleración mundial sobre las remesas en la región y en Bolivia.

## VI.2 CONTEXTO NACIONAL

En el plano interno, la actividad económica continuaría dinámica, tanto por la producción en el sector extractivo (en especial minería), las favorables perspectivas para la industria manufacturera y la construcción, aunque en este último caso condicionado a la evolución de los costos del sector (Cuadro VI.2). Las cifras al primer trimestre sugieren que la actividad sería más dinámica que lo previsto en el IPM de enero de 2008, incrementándose las previsiones de crecimiento en ½pp para el presente bienio.

Un aspecto positivo es que contrariamente a la caída esperada en la actividad agropecuaria, se debe resaltar que ésta ha crecido en el primer trimestre, lo cual refleja menores restricciones en la oferta de productos alimenticios y, por lo tanto, menores presiones inflacionarias por esta vía.

Además de los factores anteriormente mencionados, la inversión en el Mutún y las operaciones de envío de minerales al exterior cimentarán la expansión de la actividad económica. En ese sentido, se espera un bienio 2008-2009 con las tasas de crecimiento más altas de las últimas cuatro décadas.

El consumo privado continuaría creciendo por el incremento del ingreso nacional, en este caso debido al dinamismo de la economía más que como efecto del contexto externo. Por su parte, los planes de inversión pública y una recuperación parcial de la formación de capital privado contribuirían a incrementar la oferta agregada y, por ende, a disminuir las presiones por exceso de gasto interno.

En este entorno, se espera que la política fiscal continúe en la línea de la austeridad y el control del gasto público, aspecto que no es enteramente discrecional

**CUADRO VI.2: RESUMEN DE VARIABLES MACROECONÓMICAS**  
(En porcentajes)

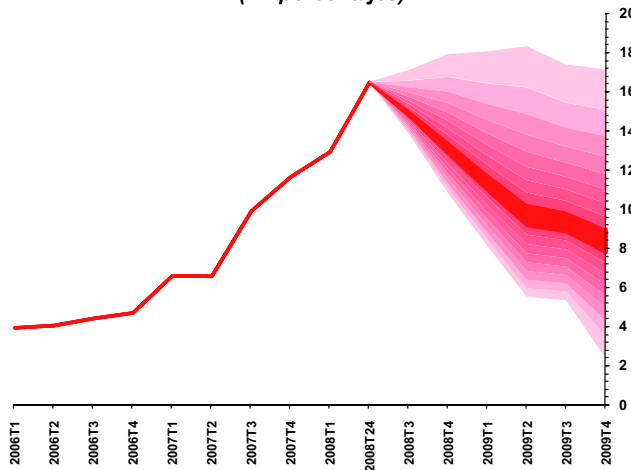
	2004-2006	2007	2008 e	2009 e
			(Variación Anual)	
<b>PIB a precios de mercado</b>	<b>4,5</b>	<b>4,6</b>	<b>5,5 - 6,5</b>	<b>6,0 - 7,0</b>
Agricultura, silvicultura, caza y pesca	3,2	-0,5	0,9	5,6
Actividades extractivas	9,3	7,0	17,3	13,4
Petróleo crudo y gas natural	14,5	5,2	8,9	10,7
Minerales metálicos y no metálicos	3,0	10,0	30,9	17,1
Industria manufacturera	5,6	6,1	5,3	5,5
Servicios	2,9	4,7	4,4	5,0
del cual: Construcción	5,6	14,3	16,3	16,1
			(Porcentaje del PIB)	
Cuenta Corriente	7,2	13,7	9,6	6,1
Cuenta Capital (incluye errores y omisiones)	-0,5	1,1	0,9	-2,2
Balance Global	6,7	14,8	10,5	3,9
Exportaciones de bienes	29,4	34,0	32,5	32,0
Importaciones de bienes	-23,6	-26,1	-27,4	-30,2
<b>Inversión Extranjera Directa (neta)</b>	<b>0,1</b>	<b>1,5</b>	<b>2,8</b>	<b>4,1</b>

FUENTE: Banco Central de Bolivia.

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

NOTA: (e) cifras estimadas.

**GRÁFICO VI.1: INFLACIÓN TRIMESTRAL OBSERVADA Y PROYECTADA**  
(En porcentajes)



FUENTE: Banco Central de Bolivia.  
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.  
 NOTA: La proyección incluye la distribución de probabilidades hasta 95% en torno al escenario central.

al gobierno central, sino también a los gobiernos locales y regionales. En este sentido, la implementación de un Fondo de Estabilización y Desarrollo podrá garantizar que los recursos no impliquen presiones inflacionarias, además que brinda opciones de ahorro a los distintos niveles de gobierno.

La demanda externa se desacelerará; y con ella, los saldos positivos de las cuentas corriente y capital de la balanza de pagos. En esa línea, se prevé que en 2008 la cuenta corriente alcanzará un superávit de 9,6% del PIB y de 6,1% en 2009, ambos inferiores al registrado en 2007 (13,7%), también como efecto del crecimiento de las importaciones de bienes de capital para nuevos proyectos de inversión. Se espera un incremento en los flujos de Inversión Extranjera Directa destinados a proyectos principalmente en los sectores de hidrocarburos, minería y electricidad. De igual forma, se esperan mayores salidas netas de inversión de cartera, como consecuencia de un aumento de las inversiones de los residentes de la economía en títulos y valores extranjeros. Además, el aumento de reservas internacionales el BCB será significativo por efecto del mayor uso del boliviano en la economía.

En resumen, la mayor actividad productiva, en especial de alimentos, disminuiría las presiones de demanda en los precios, en la medida que los recursos se plasmen en mayor capacidad productiva.

**VI.3 PERSPECTIVAS DE LA INFLACION**

El contexto externo e interno descrito y la evolución reciente de la inflación son compatibles con una proyección que se encuentra por debajo de los niveles observados en términos interanuales en el último trimestre, para terminar alrededor de 12% en 2008 y por debajo de 10% en 2009 (Gráfico VI.1).

Por su parte, el indicador de inflación de núcleo, aquel que es influido por las acciones de política monetaria y cambiaria y que ha experimentado los efectos de segunda vuelta, también disminuiría gradualmente a partir del segundo semestre. Este descenso se basaría en la concreción del efecto de las políticas económicas en el componente permanente de los precios.

El escenario descrito considera la consecución de un superávit fiscal al menos similar al registrado en la

gestión anterior, el cual contribuiría a moderar las presiones inflacionarias por la vía de la demanda agregada. También se espera que los precios de artículos clave no experimenten modificaciones significativas hacia el alza. Por otra parte y en línea con los planes gubernamentales, se espera la mayor provisión de algunos artículos de la canasta familiar y, por lo tanto, la reducción de sus precios. El resto de los precios que componen la canasta del IPC crecerían a tasas similares a las observadas en los últimos meses.

El escenario proyectado considera también que la política monetaria seguirá con el dinamismo observado en los últimos meses, que la política cambiaria privilegiará el control de la inflación y que se continuará con el marco de austeridad fiscal. Cabe destacar nuevamente que los efectos plenos de las políticas mencionadas se manifiestan con rezago; y éstos ya han impedido que la inflación sea más alta, además que mayores efectos se observarán a lo largo de los siguientes periodos.

#### **VI.4 BALANCE DE RIESGOS**

Como toda proyección sobre la evolución futura del curso de la economía, existen riesgos asociados tanto hacia la baja como hacia el alza, debido al entorno de incertidumbre en el cual se desenvuelve cualquier economía en el mundo.

En el caso de riesgos hacia la baja, el principal es que la oferta, fundamentalmente de alimentos, reaccione aun más rápido que lo observado hasta el primer trimestre, en la medida que las políticas adoptadas en el marco de garantizar la seguridad alimenticia del país se concreten plenamente.

Para un rápido descenso de la inflación interna también contribuiría una estabilización más rápida de la inflación en los socios comerciales de Bolivia, en la medida que las políticas económicas afecten a las expectativas y moderen las presiones de la demanda agregada en estas economías.

Finalmente, una mayor flexibilidad cambiaria coadyuvaría con el control de la inflación lo cual se traduce en un riesgo a la baja, puesto que las presiones inflacionarias principales han provenido del exterior.

De esta forma, la continuidad de la apreciación podría reducir significativamente los riesgos de que la inflación importada se transmita a la economía nacional.

En cuanto a los riesgos hacia el alza, el más importante se relaciona con la incertidumbre sobre los precios de los alimentos y combustibles en el mundo, los cuales han mostrado un comportamiento volátil en los últimos meses. Aunque en Bolivia existe el subsidio a los precios de los hidrocarburos, las repercusiones de un alza del precio del petróleo ocurrirían a través de la inflación importada. Frente a este riesgo, la respuesta más adecuada consiste en la continuidad de la apreciación de la moneda nacional como forma de limitar los efectos de la inflación de carácter transable. Otro riesgo en la misma dirección es la eventual modificación de precios administrados, debido al rezago que pudiesen tener respecto a la evolución del nivel general de precios, lo cual a su vez incrementaría la inercia de la inflación.

También está presente el riesgo de un mayor gasto fiscal, sobre todo de los gobiernos subnacionales, por el ambiente político imperante, que podría repercutir

en la demanda agregada. Frente a éste, la política fiscal deberá orientarse a la generación de superávit de mayor proporción al observado en 2007.

De igual forma, existe el riesgo de que la demanda agregada continúe con mayor dinamismo que la oferta, si es que los programas de inversión pública y privada no se plasman en mayor oferta. En caso de concretarse el mismo, la política monetaria continuará regulando la liquidez para evitar que estos excesos de demanda se transformen en mayores aumentos de precios.

Finalmente, la eventual no moderación de las expectativas económicas, como consecuencia de la continuidad del ambiente de incertidumbre política, dificultaría la transmisión de las señales de política económica a los agentes que determinan los precios.

En balance, los riesgos para el cierre de 2008 están sesgados hacia el alza. El BCB reitera que continuará monitoreando la evolución de la economía nacional, en especial de los factores que determinan la inflación. Si estos riesgos se concretan, utilizará las políticas a su alcance para limitar que la inflación continúe aumentando y afectando a los más necesitados.

### RECUADRO VI.1: EL EFECTO DE LA DESACELERACIÓN MUNDIAL SOBRE LAS REMESAS FAMILIARES

En los últimos años, las remesas familiares han adquirido mayor importancia tanto por su impacto económico como por su magnitud. Las remesas generan diversos aportes positivos para el desarrollo económico, en particular tienden a reducir la pobreza, la desigualdad y aumentar la inversión y el crecimiento. Gracias a su comportamiento contracíclico reducen considerablemente la inestabilidad del crecimiento y ayudan a los países a adaptarse a las crisis externas. El flujo de remesas ha permitido reducir shocks externos debido a la baja volatilidad que muestra este flujo, lo que además colabora a que el consumo tienda a fluctuar menos en épocas de crisis.<sup>1</sup>

Según datos del Banco Mundial, la región que percibió el flujo más alto de remesas en 2007 fue América Latina, con cerca de \$us60.000 millones, seguida por Europa y Asia Central (Cuadro VI.3).

**CUADRO VI.3**  
**FLUJO DE REMESAS RECIBIDAS**  
(En millones de dólares estadounidenses)

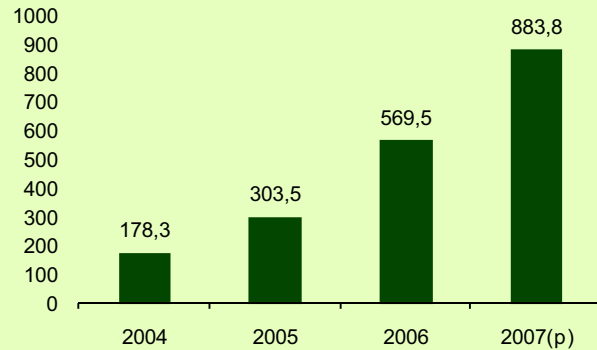
	2006	2007(p)	Variación 2006 - 2007
Mundo	297.084	317.725	7%
Europa y Asia Central	35.135	38.634	10%
América Latina y El Caribe	56.541	59.911	6%
Oriente Medio y Norte de África	26.677	28.480	7%

FUENTE: *Remittance Trends 2007*, Banco Mundial.  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.  
NOTA: (p) Preliminar.

Las remesas enviadas a países como Bolivia, Ecuador, Haití y la República Dominicana están destinadas principalmente a satisfacer las necesidades diarias de las familias de bajos recursos. Sin embargo, estos recursos también pueden ser destinados al ahorro y/o inversión.

En el caso de Bolivia, el envío de remesas experimentó un crecimiento promedio de 71% en el período 2004-2007 (Cuadro VI.2). En el primer trimestre de 2008 las remesas se incrementaron en 6,8% respecto al mismo período de 2007.

**GRÁFICO VI.2**  
**BOLIVIA: REMESAS DE TRABAJADORES**  
(Millones de dólares)



FUENTE: Sistema Bancario Nacional, Empresas de Transferencia Electrónica de Dinero y otras fuentes.  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

De acuerdo con las *Perspectivas para la Economía Mundial* del Banco Mundial, la inestabilidad de los mercados financieros, las presiones inflacionarias y la desaceleración del crecimiento económico en países desarrollados han influido negativamente en las expectativas de crecimiento de corto plazo de los países en desarrollo.

Los países de altos ingresos, como Estados Unidos y España principalmente, siguen siendo la principal fuente de remesas dirigidas a América Latina y el Caribe. Es por esto, que la actual desaceleración de estos países y el incremento de normas que restringen el libre flujo de inmigrantes, tendrán un impacto significativo en la capacidad de los mismos para enviar dinero a sus países de origen.

Este fenómeno afectaría principalmente a países como México, Brasil, Colombia, Guatemala y El Salvador, que son los principales receptores de remesas en América Latina y el Caribe. Bolivia aún no ha percibido los efectos de esta desaceleración, puesto que el crecimiento de las remesas continuó siendo positivo. Sin embargo, es probable que en lo que resta del año se experimente algún impacto.

<sup>46</sup> Fondo Monetario Internacional. *Perspectivas de la Economía Mundial* de Abril de 2005.