

INFORME *de*
POLÍTICA
MONETARIA

ENERO 2008



Banco Central de Bolivia

INFORME *de*
POLÍTICA
MONETARIA

ENERO 2008

Banco Central de Bolivia



Índice

PRESENTACIÓN	5
RESUMEN.....	7
I. COMPORTAMIENTO RECIENTE Y FACTORES QUE EXPLICAN LA INFLACIÓN	11
I.1 Comportamiento reciente de la inflación.....	11
I.2 Factores que explican la inflación	13
I.2.1 Presiones de oferta.....	13
I.2.2 Presiones de demanda.....	15
I.2.3 Inflación importada	15
I.2.4 Expectativas.....	16
I.3 Componentes permanente y transitorio de la inflación	17
Recuadro I.1: Núcleo inflacionario	19
II. CONTEXTO INTERNACIONAL.....	21
II.1 Actividad económica mundial.....	21
II.2 Inflación internacional	22
II.3 Movimientos cambiarios.....	24
II.4 Precios de productos básicos y términos de intercambio	25
II.5 Mercados financieros y flujos de capitales.....	26
Recuadro II.1: La crisis del mercado hipotecario estadounidense y sus repercusiones.....	30
Recuadro II.2: Las entradas de capital y el cobro de comisiones por transferencias del exterior.....	32
III. ACTIVIDAD ECONÓMICA Y GASTO.....	33
III.1 Actividad económica.....	33
III.2 Demanda agregada	35
III.2.1 Demanda interna.....	35
III.2.2 Demanda externa.....	36
III.2.3 Finanzas públicas.....	37
Recuadro III.1: Producto potencial, brecha del producto e inflación	39
IV. POLÍTICAS DEL BCB	41
IV.1 Política monetaria	41
IV.1.1 El programa monetario	42
IV.1.2 Operaciones de mercado abierto	44
IV.1.3 Encaje legal	46

IV.2 Política cambiaria	47
IV.2.1 La orientación de la política cambiaria	48
IV.2.2 La competitividad cambiaria	50
IV.2.3 La política cambiaria y el control de la inflación	50
Recuadro IV.1: El comportamiento de los agregados monetarios y la inflación	53
Recuadro IV.2: El tipo de cambio de equilibrio	55
Recuadro IV.3: El tipo de cambio real y la competitividad global	57
Recuadro IV.4: La apreciación y la inflación en 2007 y el "Síndrome Holandés"	59
V. PERSPECTIVAS Y RIESGOS DE INFLACIÓN	61
V.1 Contexto internacional	61
V.2 Actividad económica y gasto	62
V.3 Perspectivas de la inflación	63
Escenarios	65
V.4 Balance de riesgos	66
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	69

Presentación

La estabilidad de precios representa la principal contribución de los bancos centrales al crecimiento y desarrollo de los países. Asimismo, un entorno de inflación baja y estable es deseable debido a los costos que implican las variaciones persistentes y generalizadas de precios en los ingresos reales de las personas, en especial de los más pobres.

La Ley 1670 señala que el objeto del Banco Central de Bolivia (BCB) es "procurar la estabilidad del poder adquisitivo interno de la moneda nacional" (Art. 2), lo que se ha interpretado como la tarea de mantener la inflación baja y estable. Adicionalmente el Plan Nacional de Desarrollo (PND) reconoce que uno de los pilares del cambio es mantener la estabilidad macroeconómica. Por esta razón, el Plan Estratégico Institucional del BCB para el periodo 2008-2012 señala: *"El BCB preserva el poder adquisitivo de la moneda nacional para contribuir al desarrollo económico y social del país"*.

A partir de 2006 el BCB publica semestralmente el *Informe de Política Monetaria* (IPM) con el fin de mejorar los procesos de comunicación con el público y de rendición de cuentas a la sociedad. Esta publicación, también tiene la finalidad de adoptar prácticas de comunicación transparentes.

Este documento incluye el análisis de la inflación y la descripción del contexto nacional e internacional. Posteriormente, explica las políticas monetaria y cambiaria que realiza el BCB para controlar el incremento de precios. Finalmente, describe las perspectivas de inflación y su balance de riesgos para el bienio 2008-2009.

La inflación observada sobrepasó la meta establecida para 2007. Esta desviación se produjo por los fenómenos climatológicos y el repunte de la inflación internacional, principalmente. Los problemas inflacionarios no sólo se observaron en la economía boliviana, sino también en la mayoría de los países industrializados y con mayor énfasis en las economías emergentes.

El principal mensaje de este documento es que la inflación descendería gradualmente, en la medida que las acciones del BCB en los ámbitos monetario y cambiario tengan efectos plenos, las finanzas públicas continúen con cautela, y los factores adversos de oferta se mitiguen. En consecuencia, el BCB se ha fijado metas referenciales de 8% y 6% para 2008 y 2009, respectivamente.

Enero de 2008

Importante

El presente IPM ha sido elaborado con información disponible hasta el 10 de enero de 2008. Por lo tanto, las cifras mostradas son de carácter preliminar y están sujetas a revisiones.

Resumen

La variación anual del Índice de Precios al Consumidor (IPC) en 2007 alcanzó a 11,73%, nivel mayor en 6,78 puntos porcentuales (pp) respecto al observado en la gestión 2006 (4,95%). El incremento de precios comenzó a pronunciarse de modo significativo a partir del tercer trimestre y estuvo asociado con un mayor ritmo de crecimiento en los precios del capítulo de alimentos y bebidas, que explica el 80% de la inflación anual.

La inflación relevante para la política monetaria que se estimó a través del indicador de núcleo, fue menor a la variación observada del IPC y se incrementó a partir del tercer trimestre, para situarse entorno a 7% a fines de 2007. La diferencia corresponde al componente transitorio y, en menor medida, al ajuste de precios relativos.

Los factores identificados para explicar la evolución del IPC son cuatro. Primero, están los factores de oferta; el fenómeno de El Niño y las heladas de mediados de año determinaron una caída de la producción agropecuaria con efectos sobre los precios de estos productos, asimismo, los costos de producción también mostraron presiones incluyendo las remuneraciones. Segundo, el dinamismo de la demanda agregada plasmado en una brecha positiva del producto también repercutió en la inflación. Tercero, las apreciaciones de las monedas, así como el aumento de la inflación de países que son importantes socios comerciales de Bolivia dieron lugar a una mayor inflación importada. Finalmente, las expectativas de inflación jugaron un rol importante en la variación de precios a lo largo del año, mostrando un comportamiento creciente, el cual también estuvo asociado a un componente especulativo.

Se debe destacar que el alza de la inflación internacional en 2007 estuvo explicada por el incremento en los precios de los alimentos y del petróleo. Este último estuvo relacionado a la creciente demanda mundial y la incertidumbre por problemas geopolíticos; mientras que en el caso de los alimentos se originó tanto en problemas de oferta como en la producción creciente de biocombustibles.

La economía mundial continuó con el dinamismo observado desde 2005, pese a las dificultades en el mercado hipotecario estadounidense y la mayor volatilidad observada en los mercados financieros.

En este contexto, los precios internacionales de los productos básicos que exporta Bolivia continuaron con su tendencia alcista, en especial los precios de los productos agrícolas. Esto, sumado al comportamiento más moderado de los precios de importación, dio lugar a una ganancia en los términos de intercambio de 5,4%.

El saldo positivo de las transacciones comerciales con el exterior, las mayores transferencias corrientes recibidas y los menores pagos realizados al exterior por renta neta de factores, resultaron en un superávit record en cuenta corriente (13% del PIB) y en una acumulación de Reservas Internacionales Netas (RIN).

En lo que respecta al gasto interno, la demanda agregada continuó como motor del crecimiento económico. Este resultado se debió al mayor ingreso disponible y su efecto sobre el consumo privado, al impulso de la inversión pública y la recuperación de la inversión privada. Aunque el gasto público mantuvo su dinámica, el Sector Público No Financiero alcanzó

un superávit en su balance; y consecuentemente, las entidades públicas acumularon depósitos, lo que coadyuvó al control de la emisión y a la reducción de la presión inflacionaria asociada.

La producción agregada se caracterizó por el favorable ritmo de expansión de sectores intensivos en mano de obra y un acotado crecimiento en los sectores de minería e hidrocarburos. La caída de la producción agrícola por fenómenos climatológicos a inicios de 2007, mostró una reversión hacia finales de año, aliviando la presión sobre los precios de los productos agrícolas. El dinamismo de la demanda agregada generó una respuesta positiva en los sectores intensivos en mano de obra, así como presiones inflacionarias.

Frente a este contexto interno y externo, la política monetaria del Banco Central de Bolivia (BCB) estuvo orientada al control del exceso de liquidez en la economía y la inflación. El mayor dinamismo de los agregados monetarios, por la acumulación de las RIN y la remonetización, fue compensado por las operaciones de esterilización.

De esa forma, las Operaciones de Mercado Abierto (OMA) realizadas por el Ente Emisor fueron casi cinco veces a las realizadas en 2006. Este esfuerzo se reflejó en el hecho de que 4 de cada 10 bolivianos emitidos fueron esterilizados.

Adicionalmente, la autoridad monetaria comenzó con la venta directa de títulos públicos. Este nuevo instrumento coadyuvó a recoger liquidez y a mejorar los mecanismos de transmisión de la política monetaria. En lo que respecta al encaje legal, el cambio en la normativa también permitió contraer liquidez y promover la remonetización. Otras políticas aplicadas por el BCB fueron la ampliación del plazo de sus colocaciones, la campaña de la Unidad de Fomento de Vivienda (UFV) y el mayor acceso proporcionado a entidades no bancarias al sistema de subastas electrónicas y al Sistema de Pagos de Alto Valor (SIPAV).

La política cambiaria estuvo enmarcada a contrarrestar las presiones inflacionarias, en especial de origen externo, y a moderar (anclar) las expectativas domésticas de inflación. La principal característica de los movimientos del tipo de cambio fue la gradualidad, que contrasta con la importante compra de divisas por

parte del BCB. En condiciones de flexibilidad cambiaria, la apreciación habría sido considerablemente mayor.

Para el bienio 2008-2009 se espera que el contexto externo continúe siendo favorable, aunque se prevé una desaceleración en el ritmo del crecimiento mundial, en especial en los países desarrollados. Esta desaceleración implicaría menores presiones inflacionarias y un menor superávit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, lo que a su vez implica una desaceleración en la acumulación de RIN e inflación importada.

En el ámbito interno, se prevé un crecimiento económico mayor al observado en 2007, liderado por el dinamismo de la demanda, así como por la mayor actividad de los sectores minero e hidrocarburos. El aumento del ingreso disponible por los factores mencionados favorecería la expansión del consumo privado y público. Asimismo, la inversión seguiría impulsada por los programas públicos y por la Inversión Extranjera Directa (IED).

Con respecto a la inflación, se estima que el próximo bienio será un período de estabilización gradual de precios. Las proyecciones consideran menores ajustes de precios relativos y una plausible reversión del componente transitorio de la inflación. Asimismo, se prevé una reducción de la inflación por efecto de las políticas monetaria y cambiaria, las mismas que asumen una política fiscal complementaria y la mitigación de los choques de oferta. En consecuencia, el BCB se ha fijado como metas referenciales 8% y 6% para 2008 y 2009, respectivamente; convergiendo gradualmente a su meta de mediano plazo (4%).

Este escenario de proyección no está exento de riesgos que podrían provocar desvíos en la trayectoria de la inflación observada respecto a la proyectada. Los riesgos hacia el alza provienen de: las presiones de demanda agregada, tanto del sector público como del sector privado, que podrían derivar en desequilibrios entre la oferta y demanda de bienes y servicios; el comportamiento de los precios de los alimentos; y ajustes de precios relativos por inercia inflacionaria. Entre los desvíos hacia la baja se consideran la magnitud de la desaceleración mundial y un ajuste más rápido de las expectativas frente a registros decrecientes de inflación. Con referencia al punto

central de la proyección, el balance de riesgos se encuentra sesgado hacia el alza.

Dada la incertidumbre sobre los factores mencionados, es importante tener en cuenta que el BCB hará un estricto seguimiento a la coyuntura interna y externa, con el fin de evitar desviaciones de la senda proyectada, siempre teniendo en cuenta la estabilidad económica

y los rezagos con los que operan sus instrumentos de política.

En resumen, el BCB reitera su compromiso con la tarea asignada por Ley, su misión institucional y los lineamientos del Plan Nacional de Desarrollo (PND): mantener una inflación baja y estable para contribuir al desarrollo económico y social del país.

I. Comportamiento reciente y factores que explican la inflación

I.1 COMPORTAMIENTO RECIENTE DE LA INFLACIÓN

A diciembre de 2007 la variación anual del Índice de Precios al Consumidor (IPC) alcanzó 11,73%, nivel superior en 6,78 puntos porcentuales (pp) respecto al dato de la gestión 2006 (4,95%) (Cuadro I.1).

El incremento de precios comenzó a pronunciarse de modo significativo a partir del tercer trimestre, período en el que se registraron las tasas de inflación mensuales más elevadas del año (2,68% y 1,59% en julio y agosto, respectivamente). Por su parte, durante el cuarto trimestre también se registraron variaciones importantes, pues el incremento promedio mensual fue de 1,04% (Gráfico I.1). No obstante, en septiembre y, en menor medida, en diciembre existió una corrección de precios.

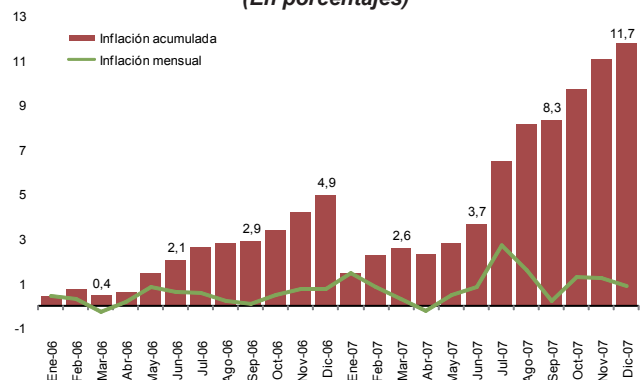
El repunte de la inflación observada estuvo asociado principalmente con un mayor ritmo de crecimiento en los precios de los alimentos y bebidas que experimentaron una variación anual cercana al 20%, con una incidencia sobre la tasa de inflación de 9,35pp; que explica el 80% de la inflación anual. El resto de capítulos que componen el IPC registraron una incidencia de sólo 2,38pp,¹ explicando el restante 20%

CUADRO I.1: INFLACIÓN MENSUAL ACUMULADA Y ANUAL, 2006 - 2007
(En porcentajes)

	MENSUAL		ACUMULADO		ANUAL	
	2006	2007	2006	2007	2006	2007
enero	0,40	1,43	0,40	1,43	3,91	6,02
febrero	0,31	0,83	0,72	2,28	4,18	6,57
marzo	-0,28	0,30	0,44	2,58	3,72	7,19
abril	0,14	-0,26	0,58	2,32	4,26	6,76
mayo	0,84	0,45	1,42	2,79	4,43	6,36
junio	0,62	0,85	2,05	3,66	3,49	6,59
julio	0,56	2,68	2,63	6,43	4,55	8,84
agosto	0,19	1,59	2,82	8,12	4,39	10,36
septiembre	0,08	0,19	2,90	8,33	4,31	10,48
octubre	0,47	1,25	3,38	9,68	4,41	11,34
noviembre	0,75	1,23	4,16	11,02	4,74	11,86
diciembre	0,75	0,63	4,95	11,73	4,95	11,73

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
ELABORACIÓN: Instituto Nacional de Estadística

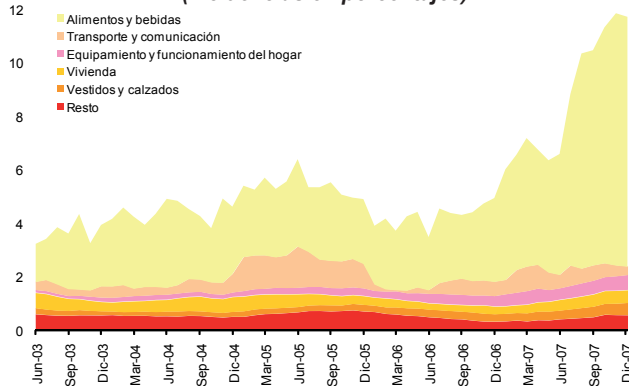
GRÁFICO I.1: INFLACIÓN MENSUAL Y ACUMULADA, 2006 - 2007
(En porcentajes)



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

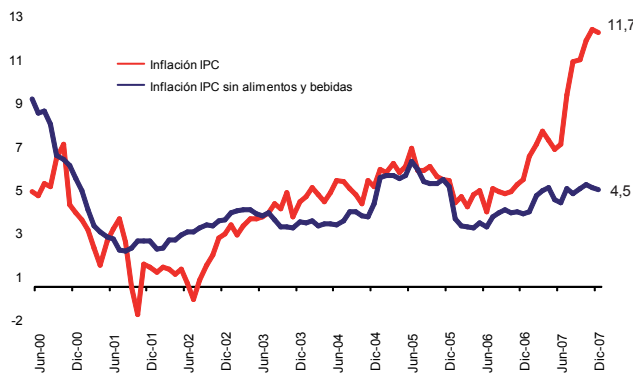
¹ Equipamiento y funcionamiento del hogar (0,56pp); vivienda (0,48pp); vestidos y calzados (0,46pp); transporte y comunicaciones (0,33pp) y; el resto de capítulos, salud, educación, esparcimiento y cultura, y bienes y servicios diversos (0,55pp).

GRÁFICO I.2: DESCOMPOSICIÓN DE LA INFLACIÓN POR CAPÍTULO
(Incidencias en porcentajes)



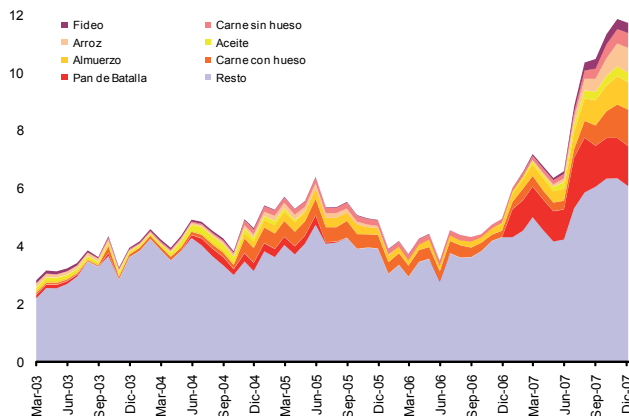
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

GRÁFICO I.3: INFLACIÓN TOTAL Y SIN ALIMENTOS Y BEBIDAS
(Variaciones anuales en porcentajes)



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

GRÁFICO I.4: INCIDENCIA DE LOS PRODUCTOS MÁS INFLACIONARIOS
(Incidencias anuales en porcentajes)



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

de la variación de precios de 2007 (Gráfico I.2). De hecho, el indicador de inflación que excluye el capítulo de alimentos y bebidas muestra una variación en torno a 4,5% , con un leve descenso en los últimos dos meses (Gráfico I.3). La alta incidencia de los alimentos y bebidas en la inflación también es consecuencia de la elevada participación de este capítulo dentro de la canasta básica del IPC (cerca al 50%).

Al interior del capítulo de alimentos y bebidas, sólo unos pocos productos han incidido de manera destacada en el nivel de precios, entre ellos: la carne de res con y sin hueso (1,3pp y 0,9pp, respectivamente), el pan (1,4pp), el almuerzo (1,0pp), el arroz (0,9pp), el fideo (0,3pp) y el aceite (0,3pp), entre los más importantes. Conviene notar que estos siete productos, de los trescientos treinta y dos que conforman el IPC, inciden en 6,0pp y explican el 51% de la inflación anual (Gráfico I.4).

La variación de precios de estos productos fue importante en enero y aumentó de forma más pronunciada a partir del mes de julio. En el caso del pan, el alza se explica por el aumento del precio del principal insumo para su fabricación: el trigo. En efecto, la mayor demanda por trigo a nivel mundial para la fabricación de biocombustible y la disminución de su producción derivaron en la subida internacional de su precio, lo que a su vez generó un acelerado incremento en el precio de la harina desde enero de 2007. Como consecuencia se incrementaron los precios del pan y de otros productos que utilizan la harina de trigo como insumo principal, como es el caso del fideo.²

En el caso de la carne de res y el arroz, ambos fueron afectados por los fenómenos naturales que perjudicaron en gran medida a las regiones ganaderas y arroceras de Bolivia, provocando fuertes pérdidas a los sectores, disminuyendo su oferta y, por lo tanto, incrementando los precios.

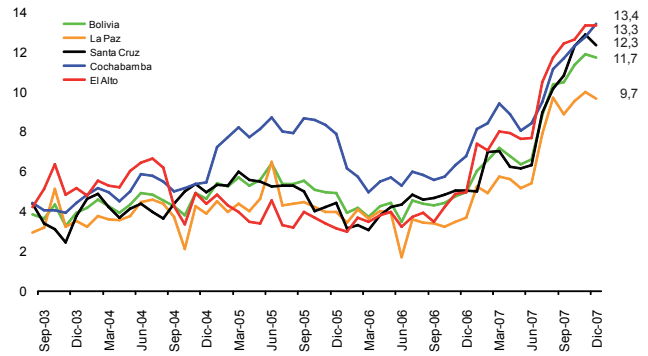
En cuanto se refiere al precio del aceite, el alza se relaciona al incremento internacional del precio de algunos granos (entre ellos la soya) y la pérdida de

² A este comportamiento se le denomina "efecto traspaso", pues mide cómo el incremento de precios de productos que cotizan en los mercados internacionales (productos transables) se traspasan a los precios de bienes no transables.

cultivos por efecto de las inundaciones a principios de 2007. Finalmente, como consecuencia del incremento en el precio de los alimentos, el almuerzo sufrió una importante variación.

Con relación al comportamiento de la inflación por ciudades, Cochabamba (13,39%), El Alto (13,32%) y Santa Cruz (12,88%) se situaron por encima del promedio nacional (11,73%). Estas ciudades experimentaron una fuerte volatilidad en los precios, contrariamente a lo sucedido en la ciudad de La Paz (9,67%) que registró una tasa de inflación menor en algo más de dos puntos del promedio nacional (Gráfico I.5). Durante el segundo semestre, con excepción en el mes de diciembre, El Alto fue la más inflacionaria, aspecto que se explica por el fuerte peso que tienen los alimentos en la canasta básica en esta ciudad (62%).³

GRÁFICO I.5: EVOLUCIÓN POR CIUDADES
(Variación a doce meses, en porcentajes)



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

I.2 FACTORES QUE EXPLICAN LA INFLACIÓN

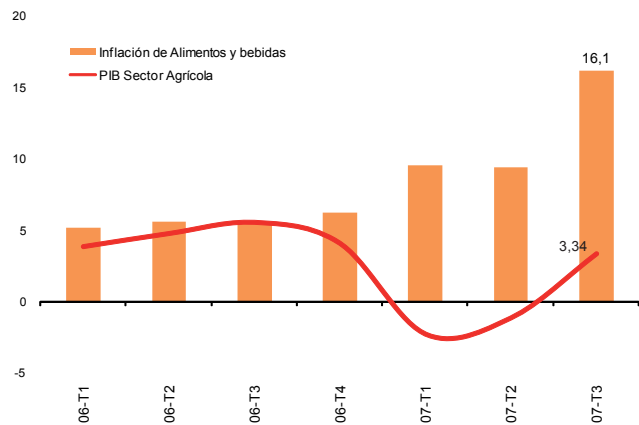
Como fue señalado en el *Reporte de Inflación* de octubre,⁴ los principales factores que explican la inflación son cuatro: presiones por el lado de la oferta y demanda, inflación importada y expectativas.⁵

I.2.1 Presiones de oferta

Factores climatológicos

Los choques de oferta han sido probablemente los factores de mayor incidencia en el resultado de la inflación en 2007 (Gráfico I.6). En el caso de Bolivia, los fenómenos naturales (El Niño y las heladas de mediados de año) se reflejaron en la contracción del sector agropecuario con un efecto fuerte en el alza de los precios de algunos productos que se sintieron en los primeros meses del año. En el caso de los precios de otros productos, tales como la carne y el arroz, los efectos se sintieron con rezago.

GRÁFICO I.6: INFLACIÓN DE ALIMENTOS Y BEBIDAS Y TASA DE CRECIMIENTO DEL PIB AGRÍCOLA
(Variaciones trimestrales, en porcentajes)



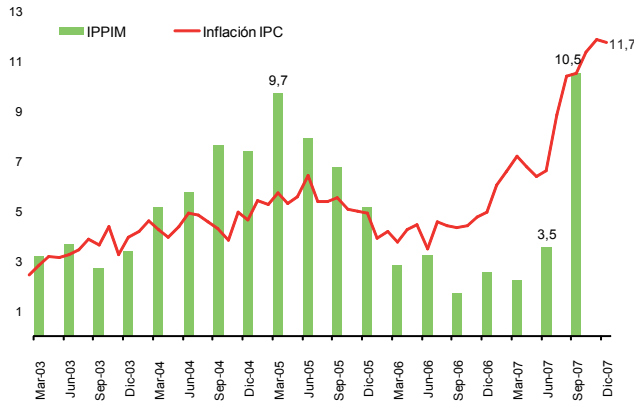
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

³ En el caso de La Paz la participación del capítulo de alimentos representa 50%. En cambio, en Cochabamba y Santa Cruz representa el 46%.

⁴ El *Reporte de Inflación* se publica dos veces al año (abril y octubre) con el propósito de informar a la población sobre la evolución de la inflación y las medidas aplicadas por el BCB. Es complementario a las publicaciones del IPM (enero y julio).

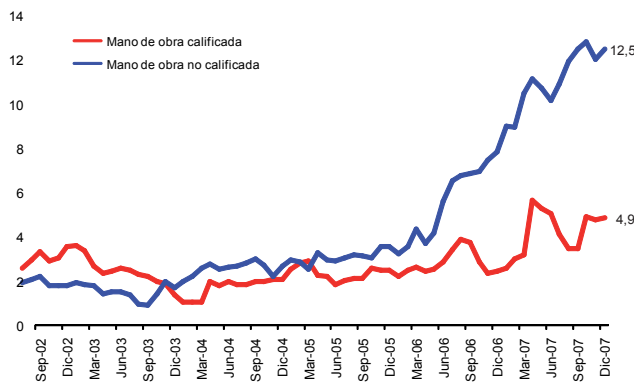
⁵ Esta sección proporciona un marco general sobre las causas que habrían afectado la evolución del IPC. Los capítulos siguientes del IPM profundizan y fundamentan sectorialmente cada uno de estos factores.

GRÁFICO 1.7: INFLACIÓN E ÍNDICE DE PRECIOS AL PRODUCTOR INDUSTRIAL MANUFACTURERO (Variación a doce meses, en porcentajes)



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

GRÁFICO 1.8: ÍNDICE DE ACTIVIDADES REMUNERADAS (Variación a doce meses, en porcentajes)



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

Presiones de Costos: 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 a 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.⁶

A septiembre de 2007 la variación anual de este indicador mostró un crecimiento de 10,5%, un incremento superior en 7pp al registrado en julio de 2007 (3,5%) (Gráfico 1.7). Este incremento obedece, en gran medida, al efecto que han tenido las actividades manufactureras relacionadas con el IPC, como matanza de ganado y preparación y conservación de carne, la molinera, la panadería, la industria química, construcción y la fabricación de aceites vegetal y animal.

El traspaso de los precios al por mayor en las actividades manufactureras 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 y los aceites vegetal y animal, entre otros.

Presiones de Costos: Actividades Remuneradas

Con respecto a la evolución a doce meses del índice de precios de actividades remuneradas (Gráfico 1.8),⁷ resalta el aumento de la remuneración de actividades no calificadas que, además del efecto del buen desempeño económico, estaría asociado con el

⁶ 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.

⁷ 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 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.

incremento del salario mínimo nacional vigente a partir de mayo de 2006 y la escasez de mano de obra en algunos sectores de la economía, en este último caso por la migración al interior de Bolivia como a nivel internacional. La variación de éste índice alcanzó a 12,5%, en tanto que, las actividades calificadas han incrementado su costo en menor proporción.

I.2.2 Presiones de demanda

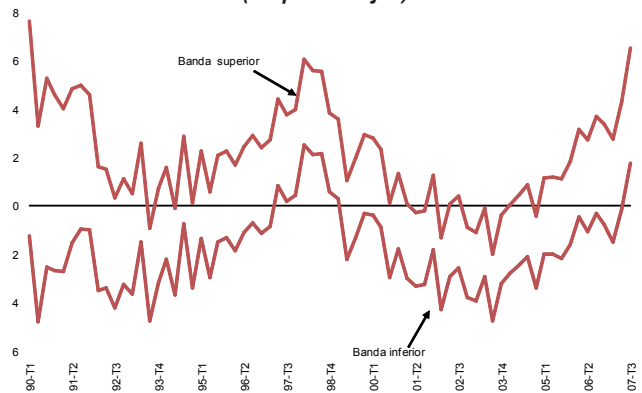
El comportamiento del PIB en 2007 sugiere que continúa el sostenido crecimiento de la demanda interna, generando presiones que influyeron de manera importante sobre los precios. El consumo privado mantuvo un sólido ritmo de expansión durante el año por el mayor ingreso disponible, como resultado del favorable contexto externo, las transferencias del exterior (remesas), el incremento del salario mínimo nacional y el desempeño del mercado laboral en términos de mayores niveles de empleo. Asimismo, la inversión experimentó una recuperación particularmente en el sector público y las exportaciones netas registraron un importante superávit. Por su parte, el consumo público presentó un crecimiento moderado.

Como consecuencia de este buen comportamiento económico la brecha del producto habría sido positiva a lo largo de este período; incluso existiendo señales de una fase de expansión del ciclo económico similar al observado entre 1997 y 1998 (Gráfico I.9).⁸

I.2.3 Inflación importada

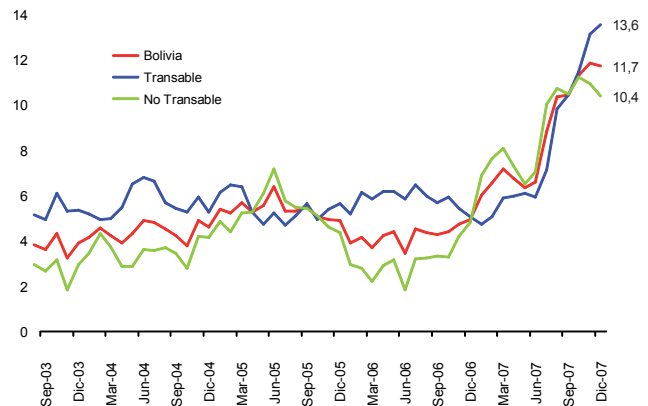
La inflación a doce meses en los bienes y servicios transables (13,6%) tuvo una incidencia de 6,1pp, superior a la incidencia de no transables que alcanzó a 5,6pp (Gráfico I.10). El alza en el precio mundial de los alimentos y energéticos que explican el repunte en la inflación de nuestros socios comerciales (como es el caso de Argentina, Chile, Colombia, Perú y Venezuela), así como las apreciaciones de las monedas de estos países han influido significativamente en los precios de los productos transables.

GRÁFICO I.9: ESTIMACIÓN DE LA BRECHA DEL PIB (En porcentajes)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 NOTA: Las bandas fueron calculadas por el método de remuestreo o "bootstrapping"

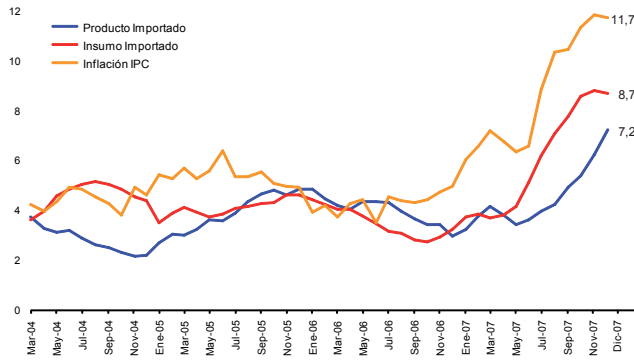
GRÁFICO I.10: INFLACIÓN SEGÚN CRITERIO DE TRANSABILIDAD (Variación a doce meses, en porcentajes)



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

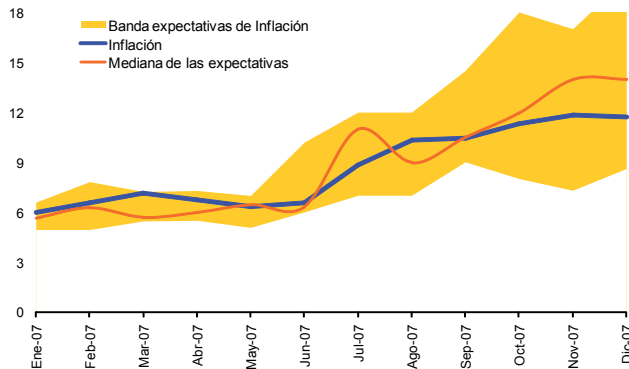
⁸ Cabe aclarar que la brecha es una variable no observable. Por lo tanto, se presenta un intervalo de confianza que muestra los límites entre los cuales se encontraría. En este caso un límite inferior (superior) por encima (debajo) de cero indicaría la existencia de una fase expansiva (contractiva) del ciclo.

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: Instituto Nacional de Estadística
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: La banda muestra las expectativas más altas y más bajas sobre la inflación esperada en un año

En el caso de los bienes no transables, el incremento observado tiene su origen en las presiones que ejercieron los factores de oferta, demanda y expectativas sobre el nivel de precios. Además, es importante señalar que la clasificación utilizada por el Instituto Nacional de Estadística (INE) no toma en cuenta que algunos bienes no transables utilizan insumos de origen transable, como es el caso del pan y su relación con la harina de trigo.

El alza de los precios de productos transables se ha traducido en una mayor inflación importada. El componente importado del IPC,⁹ que incluye los rubros de la canasta que provienen del exterior (productos finales e insumos), se ha elevado sistemáticamente desde enero de 2007, pero con mayor fuerza a partir de mediados de año (Gráfico I.11).

I.2.4 Expectativas

Un aspecto importante respecto al incremento de precios en 2007, particularmente en el segundo semestre, responde en buena medida a las expectativas de la población sobre la evolución futura de la inflación.

Los resultados de la Encuesta de Expectativas Económicas, realizada mensualmente por el BCB, muestran que las expectativas de inflación esperada aumentaron considerablemente en magnitud y grado de dispersión. En la última encuesta de 2007, los agentes económicos pronosticaron una tasa de inflación a doce meses de entre 7% y 17% (Gráfico I.12).

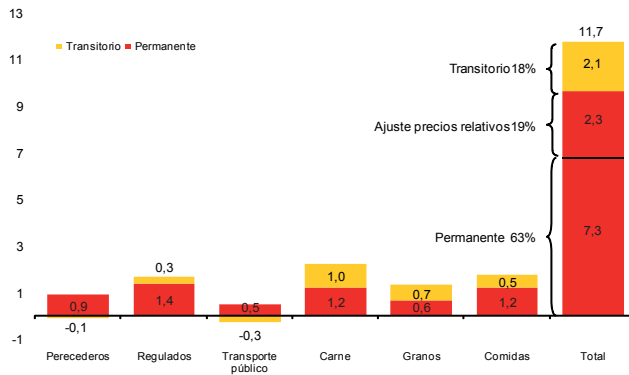
Las expectativas tienen un rol crucial sobre la variación futura de precios. La inflación generada por presiones de demanda y oferta son usualmente *shocks* de corto plazo. No obstante, una serie de tales *shocks*, en especial si estos son de magnitudes importantes, pueden llevar a la gente a creer que la inflación tiene un carácter permanente en la economía. En este caso, ellos modificarán su comportamiento económico

⁹ El componente importado representa 47% de los artículos del IPC con una ponderación de 21%. De este indicador el 21% corresponde a bienes finales y el 26 % a insumos intermedios.

basados en sus expectativas de una inflación más alta en el futuro.¹⁰

El BCB con el fin de atenuar las expectativas de inflación, al margen de sus políticas habituales, ha efectuado una activa política comunicacional. Entre lo más destacado, se realizaron conferencias de prensa, discusiones con la sociedad civil, sectores económicos y analistas. Además de la divulgación de sus informes referidos a inflación de manera popular y su presentación en todas las ciudades del país por el personal ejecutivo y técnico.

GRÁFICO I.13: COMPONENTES PERMANENTE Y TRANSITORIO DE LA INFLACIÓN, 2007
(En porcentajes)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: El componente transitorio y permanente fue calculado con base en el filtro de Hodrick - Prescott

I.3 COMPONENTES PERMANENTE Y TRANSITORIO DE LA INFLACIÓN

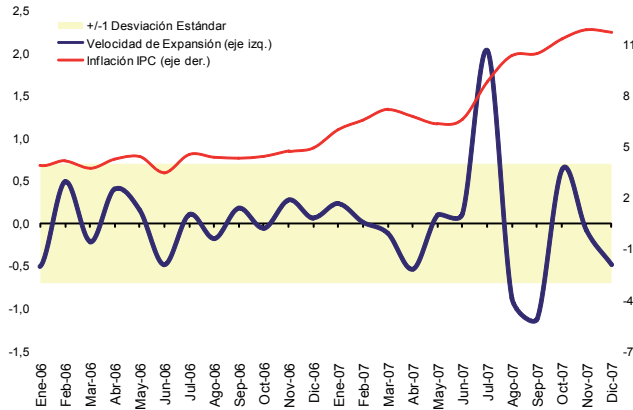
El comportamiento de la inflación durante 2007 estuvo sujeto a importantes *shocks* y presiones que la elevaron de manera súbita a niveles no vistos en los últimos diez años. Por lo tanto, es importante determinar cuánto de este incremento se debe a factores transitorios, entendidos como una variación inusual de precios que tiende a corregirse en el tiempo y no amerita la intervención de la autoridad monetaria, y cuánto se debe a un efecto permanente de cambio de precios, que justifica la intervención del BCB para corregir este desequilibrio y evitar que los precios sigan subiendo.

En este sentido, el comportamiento de precios durante 2007 presentó un componente transitorio y de cambio de precios relativos (Gráfico I.13).¹¹ Se estima que el 18% de la inflación anual (2,1pp) corresponde al componente transitorio explicado principalmente por los problemas climatológicos y de expectativas. El 63% corresponde al componente permanente que en buena medida se generó por las presiones de demanda e inflación importada.

¹⁰ Por ejemplo, la población podría empezar a estocar productos y demandar mayores incrementos salariales. Por su parte, los productores podrían racionar su oferta para venderla en el futuro (especular). Asimismo, si los salarios se incrementan, aumentan los costos para las empresas impulsándolas a incrementar sus precios. Estos hechos generan a futuro una nueva ronda de incremento en los salarios y precios. Como resultado se genera una espiral de incrementos en los precios y salarios que ocasiona aún más inflación pudiendo derivar en mayor inercia, la que se detiene cuando se reducen las expectativas inflacionarias.

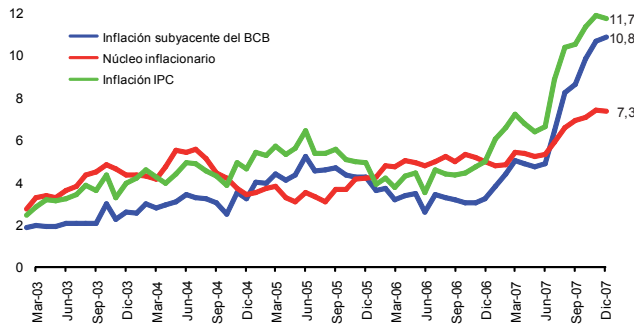
¹¹ Las variaciones en precios relativos tienen consecuencias reales en los precios como respuesta a las fuerzas de demanda y oferta en un mercado en particular.

GRÁFICO I.14: VELOCIDAD MENSUAL DE EXPANSIÓN DE LA INFLACIÓN (En porcentajes)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 NOTA: La velocidad de expansión se calcula como la variación mensual del promedio móvil trimestral de la serie de inflación desestacionalizada

GRÁFICO I.15: INFLACIÓN, INFLACIÓN SUBYACENTE Y NÚCLEO INFLACIONARIO (Variaciones anuales en porcentajes)



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

El componente transitorio es explicado en gran medida por la variación en los precios de los alimentos, que se esperaría comienzan a mitigarse en los siguientes meses. De hecho, la variación de precios de algunos productos ha comenzado a mostrar una trayectoria decreciente en los últimos meses de 2007. En esta misma línea, se considera que la corrección de precios continuará como efecto de las políticas monetaria, cambiaria y de comunicación que ha estado realizando el BCB con el fin de moderar las expectativas, a lo que se suman las medidas implementadas por el Gobierno orientadas a incrementar la oferta de importantes productos de la canasta familiar, lo que se ha traducido en una caída en la velocidad mensual de expansión de la inflación (Gráfico I.14).

Estos aspectos son concordantes con una mayor inflación subyacente, que registró un nivel de 10,84% anual habiéndose acelerado durante el tercer y cuarto trimestre (Gráfico I.15). Como alternativa al indicador de inflación subyacente se ha construido otro indicador de núcleo inflacionario (*Core Inflation*) que muestra otra medida de la inflación relevante para el BCB.¹² Este indicador se ubicó en torno a 7,3% (Ver Recuadro I-1).

Tanto el indicador de inflación subyacente como el núcleo inflacionario muestran que la inflación relevante para el BCB se ha venido incrementando desde principios de 2007, pero de manera más importante a partir del tercer trimestre. Ante esta situación, y como se describe en el capítulo IV de este IPM, el BCB ha dinamizado los instrumentos a su disposición con el fin de aminorar las presiones inflacionarias.

¹² Las medidas de núcleo miden la tasa de variación de los precios descontando sus componentes más volátiles. Esto con el fin de conocer la evolución previsible de los precios, vale decir, su comportamiento de largo plazo. Este tipo de medidas le permiten al banco central separar los choques transitorios, de la tendencia persistente del nivel general de los precios. Un banco central debe preocuparse, en menor medida, por los choques transitorios, ya que es muy probable que se reviertan rápidamente por sí solos. Empero, debe usar activamente sus instrumentos para corregir el incremento de precios cuando el componente de núcleo (o de largo plazo) se está incrementando.

RECUADRO I-1: NÚCLEO INFLACIONARIO

Las medidas convencionales de inflación, calculadas como las variaciones del IPC, no son necesariamente buenos indicadores para la toma de decisiones de política económica, debido a la volatilidad que presentan como resultado de situaciones transitorias. Por ejemplo, una inflación generada por *shocks* de oferta no debería ser neutralizada por la política monetaria, porque son situaciones que escapan del control de la autoridad monetaria, salvo por los efectos de segunda vuelta.

La concepción de inflación subyacente surge como medida alternativa a la inflación normal y, como su nombre lo indica es una inflación que "subyace" de forma tendencial, mientras no cambien radicalmente las condiciones de la economía (Cuadrado, 2001, p. 189). Así, la inflación subyacente se constituye en aquel componente durable o persistente de la inflación total, es decir, la parte representativa de la inflación que refleja el comportamiento de largo plazo del nivel de precios. En términos sencillos, al excluir los componentes sujetos a grandes variaciones transitorias se obtiene lo que se conoce como Núcleo Inflacionario (*Core Inflation*), inflación que puede ser afectada por la política económica (Cutler, 2001).

Existen varios enfoques que pretenden hallar una medida adecuada de inflación subyacente. Uno de los procedimientos más comunes es el método de exclusión.¹³ Este método consiste en excluir de la canasta del IPC aquellos productos con alta volatilidad, que por lo general son aquellos con un alto componente transitorio como ser: alimentos, energía e impuestos directos e indirectos, cuyas variaciones en sus precios dependen de factores climáticos, regulaciones gubernamentales u otros factores (Blinder, 1997).

Para evaluar una medida de inflación subyacente existen algunos criterios que se deben cumplir que: i) sea computable en tiempo real, es decir que su cálculo sea posible apenas se cuente con la información del IPC; ii) sea entendible y verificable por el público en general; iii) sus resultados no cambien significativamente ante la incorporación de

nueva información; iv) cuente con un respaldo teórico y v) sea un buen predictor de la inflación observada.

El método de exclusión cumple algunos de los criterios señalados, entre las ventajas que presenta son que su cálculo es sencillo y es altamente comprendido por el público. No obstante, presenta la desventaja de no poseer un sustento económico o estadístico que justifique la eliminación de los productos del IPC.

El actual indicador subyacente cumple con varios de estos criterios. Empero, el método empleado, en el que cada mes se excluyen los cinco productos más y menos inflacionarios y los estacionales, tiene el riesgo de no excluir productos cuyos precios presentan volatilidad en toda la muestra. Por ejemplo en gran parte de 2007 productos como la carne y el pan (de alta volatilidad e incidencia) sólo fueron excluidos en el mes cuyos precios tuvieron alta variación.

Indicadores alternativos se pueden construir con base en otras metodologías de exclusión. En el Cuadro I.2 se presentan los capítulos o productos que algunos países excluyen de su IPC para calcular su Núcleo Inflacionario.

CUADRO I.2: CAPÍTULO EXCLUIDOS PARA EL CÁLCULO DEL NÚCLEO INFLACIONARIO DE PAÍSES SELECCIONADOS

País	Alimentos		Energéticos		Regulados	Educación	Ponderación Inflación subyacente
	Procesados	Agropecuarios	Combustible	Electricidad			
Unión Europea		*	*	*			83.4%
España		*	*	*			82.3%
Italia		*	*	*			85.1%
Polonia	*	*	*	*			67.0%
Suiza	*	*	*	*			78.2%
Estados Unidos	*	*	*	*			77.4%
Canadá	*	*	*	*			74.3%
México		*	*	*	*	*	69.6%
Japón	*	*	*	*			68.1%
Filipinas	*	*	*	*			81.6%
Tailandia		*	*	*			75.3%
Argentina		*	*	*	*		70.6%
Brasil	*	*	*	*	*		69.2%
Chile		*	*	*			92.0%

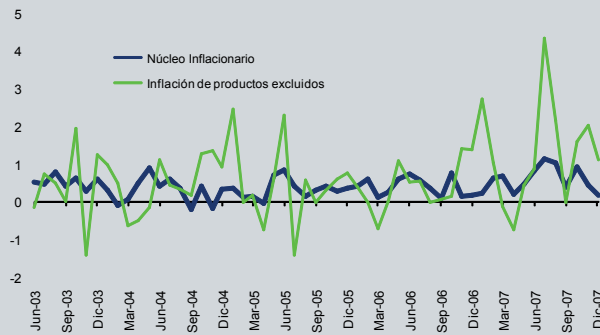
FUENTE: Bancos Centrales de países seleccionados
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

¹³ Otras metodologías son: el índice de precios ponderado por persistencia, el índice de precios ponderado por volatilidad y el método de estimadores de influencia limitada.

Para elaborar la medida de Núcleo Inflacionario que se presenta en el actual IPM, con base en todo lo anteriormente mencionado, se excluyeron los siguientes productos:

- Los alimentos perecederos, carnes, comidas y granos, porque las variaciones en sus precios tienen un elevado componente transitorio (temporal) y una fuerte volatilidad, debido a que son afectados por fenómenos climatológicos, bloqueos y los conflictos sociales.
- Productos cuyos precios son regulados por norma y aquellos que son fijados sobre la base de acuerdos (transporte público y pan) así como los impuestos.

GRÁFICO I.16: NÚCLEO INFLACIONARIO E INFLACIÓN DE PRODUCTOS EXCLUIDOS DEL IPC (Variaciones mensuales en porcentajes)



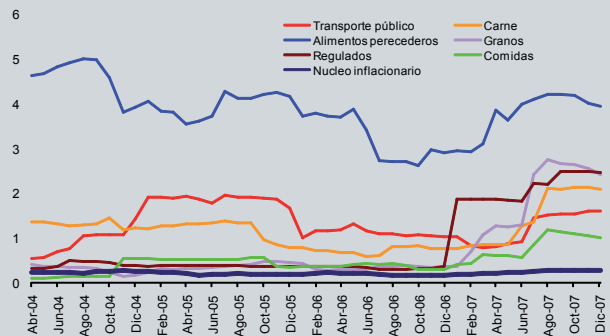
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

La variabilidad que presentan los grupos de alimentos (Gráfico I.16) y la posible discrecionalidad en el ajuste de precios regulados, dificulta a la autoridad monetaria identificar variaciones temporales, en la que no se requiere la aplicación de los instrumentos de la política monetaria, de aquellas de carácter permanente, que amerita la intervención del banco central.

Para sustentar la supresión de estos bienes, se ha tomado la volatilidad (Gráfico I.17) y persistencia, que se cuantifica utilizando el filtro de Hodrick Prescott.¹⁴

Esta medida de Núcleo Inflacionario es un indicador alternativo de inflación persistente y generalizada de precios.¹⁵

GRÁFICO I.17: VOLATILIDAD DE PRODUCTOS EXCLUIDOS (En puntos porcentuales)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 NOTA: Desviaciones estándar con ventanas móviles de 12 meses

¹⁴ El componente transitorio de cada capítulo se obtiene restando el componente permanente obtenido por el filtro, de las variaciones anuales.

¹⁵ El BCB continúa trabajando para mejorar este indicador de inflación subyacente.

II. Contexto internacional

Bolivia enfrentó en 2007 un entorno externo favorable, con un sólido crecimiento mundial y regional, y precios internacionales crecientes para la mayoría de los productos básicos. Esto repercutió no solamente sobre la actividad económica interna, sino que también se tradujo en una mayor fortaleza de la posición financiera externa.

No obstante, algunos hechos relevantes mostraron su lado adverso, como la repercusión del incremento de los precios internacionales de los alimentos y combustibles en la inflación de casi todos los países del mundo. Otro factor influyente fue la fuerte entrada de divisas por concepto de exportaciones, remesas familiares y flujos financieros, que se reflejaron en la apreciación de las monedas y en la acumulación de reservas internacionales, principalmente en las economías emergentes. De igual forma, la crisis del mercado hipotecario estadounidense añadió incertidumbre por sus posibles alcances reales y financieros sobre la economía mundial (Ver Recuadro II.1.)

II.1 ACTIVIDAD ECONÓMICA MUNDIAL

A pesar de las dificultades en el mercado hipotecario estadounidense y la mayor volatilidad observada en los mercados financieros internacionales, la economía mundial mantuvo en 2007 un crecimiento económico sólido reflejado en una expansión de 5,2% (Cuadro II.1). La moderación en el crecimiento de las economías de Estados Unidos, la Zona del Euro y Japón, habría sido compensada por una fuerte expansión de las economías de China, India y el resto de los países emergentes y en desarrollo.

La economía de Estados Unidos habría crecido 1,9% en 2007 liderada por un favorable desempeño de las exportaciones netas. Este hecho habría compensado

**CUADRO II.1: CRECIMIENTO ECONÓMICO
EN REGIONES Y PAÍSES SELECCIONADOS**
(Variación porcentual anual)

	2005	2006	2007e
Producto mundial	4,8	5,4	5,2
Economías avanzadas	2,5	2,9	2,5
Estados Unidos	3,1	2,9	1,9
Zona del Euro	1,5	2,8	2,5
Japón	1,9	2,2	2,0
Reino Unido	1,8	2,8	3,1
Asia en desarrollo	9,2	9,8	9,8
China	10,4	11,1	11,5
India	9,0	9,7	8,9
América Latina	4,3	5,1	4,9
Argentina	9,2	8,5	8,0
Brasil	3,2	3,7	4,7
Chile	5,7	4,0	5,3
Colombia	4,7	6,8	6,6
México	2,8	4,8	3,1
Perú	6,4	8,0	7,6

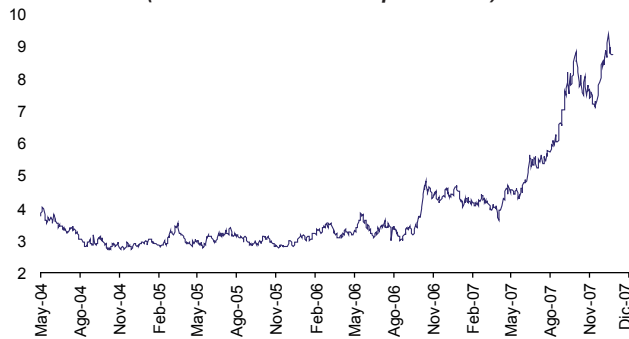
FUENTE: FMI (2007b)
y *Latin Focus Consensus Forecast* (diciembre 2007)
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: (e) Cifras estimadas

parcialmente la caída en la demanda interna que fue afectada por la profundización de la crisis en el mercado hipotecario de alto riesgo o *subprime*, la fuerte caída de la inversión residencial y la moderación en el crecimiento del gasto personal de consumo.

Por su parte, la Zona del Euro se desaceleró levemente, debido a que la fortaleza de su demanda interna permitió afrontar los efectos de la desaceleración global, el incremento de la tasa de interés y la mayor incertidumbre experimentada. De igual forma, la actividad económica en Japón fue afectada levemente porque se sustentó en el gasto de consumo y las exportaciones.

Entre los países emergentes destaca el sólido crecimiento de China, cuya creciente producción industrial continuó basada en una alta tasa de inversión y una expansión de sus exportaciones. Por su parte, el buen desempeño de las economías de América Latina estuvo vinculado no sólo a la favorable evolución de la economía mundial, sino también a una creciente demanda interna. Destaca el crecimiento de Argentina que se sustenta en la expansión del consumo privado y público. Por su parte, Perú y Colombia habrían experimentado elevadas tasas de crecimiento dada la fuerte expansión de la inversión y consumo privados.

GRÁFICO II.1: PRECIO DEL TRIGO EN EL MERCADO DE CHICAGO (Dólar estadounidense por bushel)



FUENTE: Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

II.2 INFLACIÓN INTERNACIONAL

En casi todos los países del mundo, la mayor fuente de presión inflacionaria durante 2007 fue el incremento en los precios de los alimentos y del petróleo. Lo último fue resultado de una creciente demanda mundial y la incertidumbre en su provisión por problemas geopolíticos, mientras que el primero se vinculó tanto a problemas de oferta como a la producción creciente de biocombustibles.

Un caso particularmente llamativo es el del trigo, cuyo precio internacional aumentó 92,7% durante 2007,¹⁶ como resultado del bajo rendimiento, problemas en las cosechas de Europa y Estados Unidos y la demanda de granos por biocombustibles (Gráfico II.1).

Estas presiones inflacionarias llevaron a los bancos centrales de las economías avanzadas a continuar

¹⁶ Variación del precio internacional de Chicago al 25 de diciembre de 2007.

con los aumentos en la tasa de interés de política monetaria hasta el mes de agosto. A partir de ese mes se experimentó mayor volatilidad de los mercados financieros, que hicieron evidentes los efectos reales de la crisis en el mercado hipotecario de alto riesgo estadounidense, dando lugar a un cambio en la orientación de la política monetaria en Estados Unidos y en la Zona del Euro.

Así, en Estados Unidos la inflación y el núcleo inflacionario (o *core inflation*, que excluye los alimentos y productos energéticos) se mantuvieron bajo relativo control durante gran parte del año, con un fuerte repunte en el cuarto trimestre. En Estados Unidos, la inflación acumulada a diciembre de 2007 alcanzó a 4,1%, frente al 2,5% en 2006 (Cuadro II.2). Pese al repunte de precios, en el último trimestre del año la Reserva Federal (FED) decidió reducir las tasas de interés de política para enfrentar los problemas de liquidez de los mercados monetarios derivados de la crisis del mercado hipotecario de alto riesgo.

En la Zona del Euro, la inflación en 2007 fue superior a la registrada en 2006. A pesar de las fuertes presiones inflacionarias de octubre y noviembre por el alza de los precios de alimentos y productos energéticos, las turbulencias en los mercados financieros llevaron al Banco Central Europeo (BCE) a mantener invariable la tasa de interés de política, la misma que meses atrás había sido ajustada al alza de forma sostenida.

En los países emergentes, la inflación repuntó con mayor ímpetu, incluyendo a los países que habían mostrado tasas de inflación bajas, fundamentalmente porque estas economías presentan una mayor propensión al gasto en alimentos y algunas de ellas porque enfrentaron in-flujos adicionales de capital. En China, la inflación a doce meses se aceleró (6,9% a noviembre 2007 frente a 1,5% en diciembre 2006) como resultado de la presión de los precios de alimentos y una expansión de los préstamos bancarios por encima de la meta establecida.

En América Latina, la inflación subió considerablemente respecto a años anteriores debido principalmente a choques de oferta, también relacionados con el incremento de los precios internacionales de productos básicos. Las metas de inflación fueron rebasadas en la mayoría de los países, aunque fue una situación compartida por otros países del mundo (Cuadro II.3).

CUADRO II.2: INFLACIÓN EN PAÍSES SELECCIONADOS
(Variación promedio anual del IPC a diciembre, en porcentajes)

	2005	2006	2007
Economías avanzadas			
Estados Unidos	3,4	2,5	4,1
Zona del Euro	2,2	2,2	3,1
Japón	-0,3	0,3	0,4*
Reino Unido	2,0	2,3	2,1*
Asia en desarrollo			
China	1,8	1,5	6,9*
India	4,2	6,1	5,1*

FUENTE: FMI (2007b)

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

NOTA: (*) A noviembre

CUADRO II.3: INFLACIÓN OBSERVADA Y METAS DE INFLACIÓN EN PAÍSES SELECCIONADOS, 2007
(Variación a doce meses del IPC a diciembre, en porcentajes)

Economías de América Latina			
	Objetivo o rango meta	Inflación 2007	Brecha ^{1/}
Argentina	7,0 -- 11,0	8,5	- 0,5
Brasil	4,5 +/- 2,0	4,4	- 0,1
Colombia	3,5 -- 4,5	5,7	1,7
Chile	3,0 +/- 1,0	7,8	4,8
Perú	2,0 +/- 1,0	3,9	1,9
Venezuela	12,0	22,5	10,5
México	3,0 +/- 1,0	3,8	0,8
Uruguay	4,0 -- 6,0	8,5	3,5
Bolivia	4,0 +/- 1,0	11,7	7,7
Algunas economías con metas de inflación			
	Objetivo o rango meta	Inflación 2007	Brecha
Turquía	4,0	8,1	4,1
Hungría	3,0	7,1*	4,1
Sudáfrica	3,0 -- 6,0	8,4*	3,9
Corea del Sur	2,5 -- 3,5	3,5*	0,5

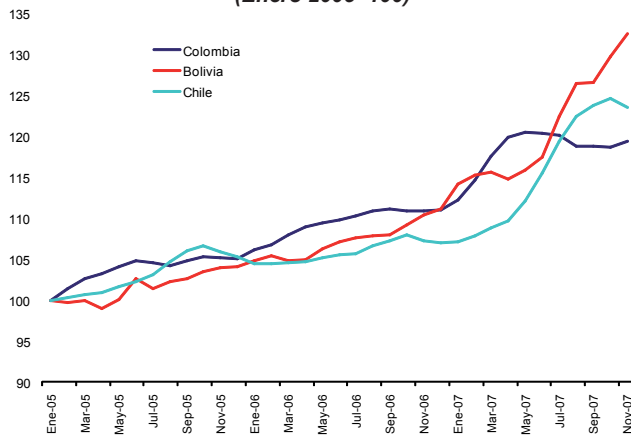
FUENTE: Bancos Centrales de países seleccionados.

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

NOTA: ^{1/} Desde el punto central

(*) A noviembre

GRÁFICO II.2: IPC ALIMENTOS PARA PAÍSES SELECCIONADOS (Enero 2005=100)



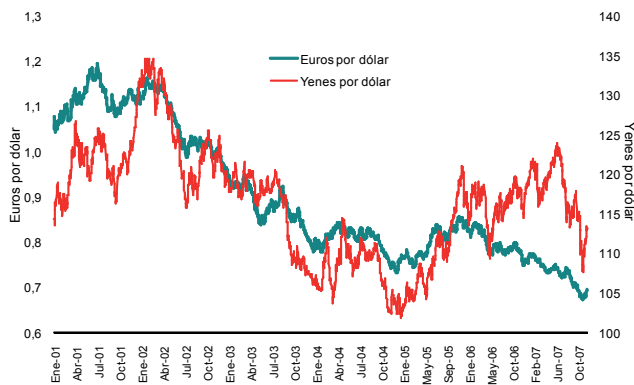
FUENTE: Institutos de Estadística de los respectivos países
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

La incidencia del precio de los alimentos en la inflación se ha generalizado, dando lugar a políticas monetarias más restrictivas. Por ejemplo, en Colombia, Bolivia y Chile se evidenció el mayor peso del incremento de los precios de los alimentos en la variación de sus IPC (Gráfico II.2).

Cabe destacar que los precios de los alimentos también podrían incrementar el IPC global de forma indirecta a través del aumento de los precios de los productos no alimentarios -por ejemplo, por el efecto del alza de los precios de los alimentos en los salarios- sobre todo en los países más pobres, donde los alimentos representan una proporción importante del gasto total de los hogares.

II.3 MOVIMIENTOS CAMBIARIOS

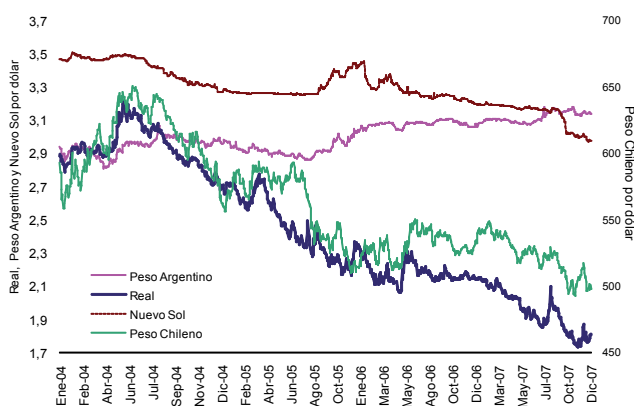
GRÁFICO II.3: COTIZACIÓN DEL EURO Y DEL YEN RESPECTO DEL DÓLAR ESTADOUNIDENSE (Unidades monetarias por dólar estadounidense)



FUENTE: Bloomberg
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

Durante 2007, el dólar se depreció respecto al euro, la libra esterlina y gran parte de las monedas de los países emergentes y en desarrollo (Gráfico II.3). Esto fue resultado tanto del menor diferencial de tasas de interés de política de los Estados Unidos respecto al resto de las economías, así como de la expectativa sobre un crecimiento más moderado que el esperado inicialmente para la economía del norte. El yen japonés se apreció levemente dada la consolidación de su recuperación económica, mientras que la moneda china (renminbi), continuó con una apreciación controlada.

GRÁFICO II.4: COTIZACIÓN DE LAS MONEDAS DE BRASIL, ARGENTINA, CHILE Y PERÚ (Unidades monetarias por dólar estadounidense)



FUENTE: Bloomberg
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

Por otra parte, la mayoría de las monedas latinoamericanas se apreciaron considerablemente frente al dólar (excepto las de Argentina y Venezuela). El desempeño macroeconómico, la fortaleza del sector exportador (asociado en buena parte a los favorables precios internacionales de los productos básicos) y el incremento en las tasas de interés de política que adoptaron los bancos centrales explican estos movimientos cambiarios (Gráfico II.4).

En el caso de China, la acumulación de reservas internacionales ha sido importante, pues ésta economía ha seguido interviniendo fuertemente en el mercado cambiario para limitar la apreciación de la moneda doméstica. La mayoría de las economías emergentes registraron entradas de divisas por cuenta corriente y de capital, como reflejan las apreciaciones de los tipos de cambio de sus monedas y/o la rápida acumulación de reservas internacionales.

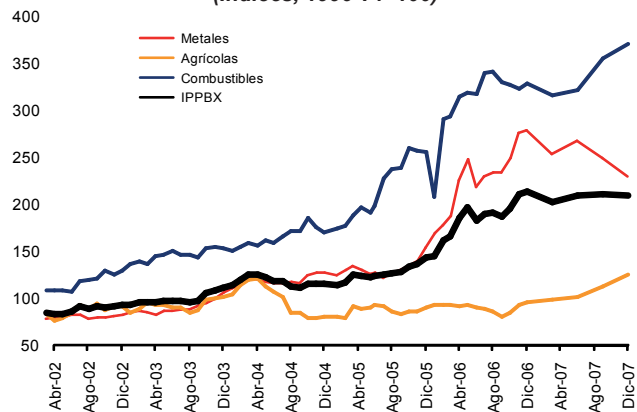
II.4 PRECIOS DE PRODUCTOS BÁSICOS Y TÉRMINOS DE INTERCAMBIO

Durante 2007, los precios internacionales de los productos básicos que exporta Bolivia continuaron con su tendencia alcista, excepto el caso de los metales y minerales que se caracterizaron por fuertes fluctuaciones (Gráfico II.5).¹⁷ Destacó el importante incremento de precios de los bienes agrícolas que en contraste con el leve aumento del año 2006. Fueron relevantes los aumentos de precios del grano de soya (74,1%), harina de soya (71%), aceite de soya (63,5%), algodón (16,1%) y café (6,5%), vinculados tanto a factores climáticos adversos como a la producción creciente de biocombustibles en Estados Unidos y Brasil. En cambio, el precio del azúcar se recuperó luego de una fuerte caída como resultado de un exceso de oferta durante buena parte del año.

Por su parte, los precios del petróleo y derivados repuntaron nuevamente por una creciente demanda mundial amparada en China, India y el Medio Este, además de la presión en la demanda total por Estados Unidos. En balance, se experimentó una mayor producción de los países no asociados a la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) contrarrestada por una menor de los países miembros de la OPEP dada la incertidumbre en el suministro regular asociado a problemas geopolíticos en Irak, Irán y Nigeria. Para Bolivia, el índice de precios del petróleo exportado aumentó en 47% y el del gas natural en 3,6%.¹⁸

Tal como se mencionó anteriormente, los precios de los metales y minerales que exporta Bolivia, tuvieron fluctuaciones con tendencias diferenciadas, asociadas en gran parte a problemas de oferta. En el caso del estaño, el incremento de su precio (48,8%) obedeció a la disminución de las exportaciones de estaño de Indonesia por aspectos de carácter regulatorio en contra de la operación de minas ilegales. Por su parte, los precios del zinc oscilaron durante buena parte del año, aunque se corrigieron hacia la baja por el incremento de la oferta de China (caída de 44,3% a doce meses en 2007 después de un fuerte incremento observado en 2006).

GRÁFICO II.5: ÍNDICES DE PRECIOS DE PRODUCTOS BÁSICOS DE EXPORTACIÓN DE BOLIVIA
(Índices, 1996 T4=100)



FUENTE: Fondo Monetario Internacional

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

NOTA: IPPBX: Índice de Precios de Productos Básicos de Exportación

¹⁷ Precios observados al 31 de diciembre de 2007.

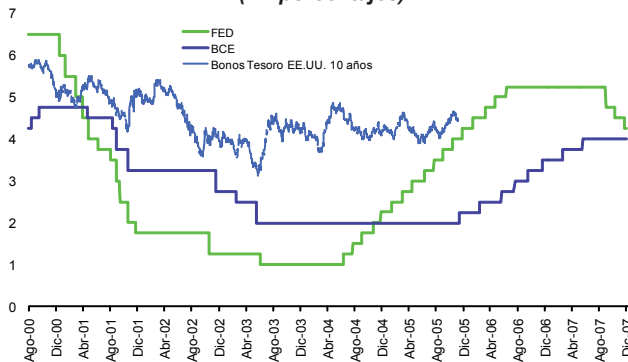
¹⁸ El índice de precios del petróleo se calcula en base a información de *Bloomberg* y el del gas en base al precio de venta al Brasil (GSA).

**CUADRO II.4: TÉRMINOS DE INTERCAMBIO,
ENERO - DICIEMBRE 2007
(Cambios porcentuales)**

	Ene-Dic 2007
I. Precios implícitos de exportaciones	10,7
II. Precios implícitos de importaciones	5,0
III. Términos de intercambio	5,4

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

**GRÁFICO II.6: TASAS DE INTERÉS DE POLÍTICA
DE LA FED, EL BCE Y TASAS DE RENDIMIENTO
DE LARGO PLAZO
(En porcentajes)**



FUENTE: Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

En cambio, el precio de la plata se incrementó en 8,9% en el año, repuntando en el último cuatrimestre después de fluctuar a lo largo del año. Asimismo, el precio del oro continuó con su tendencia alcista, como resultado de la creciente demanda internacional de este metal, la debilidad del dólar y la preocupación por una profundización de la crisis en los mercados financieros internacionales.

El comportamiento de los precios de exportación sumado al comportamiento menos alcista de los precios de importación en Bolivia, dio lugar a que 2007 sea otro año con una ganancia en los términos de intercambio de 5,4% (Cuadro II.4).

II.5 MERCADOS FINANCIEROS Y FLUJOS DE CAPITALES

Los mercados financieros internacionales se caracterizaron en 2007 por una fuerte fluctuación. Inicialmente los países avanzados respondieron a las presiones inflacionarias ajustando al alza las tasas de interés, que afectarían no solamente a los diferenciales de rendimiento respecto a otras economías, sino también los resultados esperados por las empresas corporativas.

El segundo choque significativo tuvo lugar en agosto, cuando se hizo más evidente la incertidumbre respecto a la magnitud de la crisis del mercado hipotecario de alto riesgo de los Estados Unidos y su repercusión en la actividad económica real. La FED mantuvo su tasa de interés de política invariable en 5,25% durante gran parte del año. Sin embargo, a partir de mediados de septiembre la redujo para evitar efectos adversos sobre la actividad económica, pero en un contexto en el que las presiones inflacionarias estaban latentes. La respuesta de los bancos centrales fue prudente e intentó suavizar las reacciones del mercado.

Por su parte, el BCE continuó con el ajuste al alza de su tasa de interés iniciado en 2006. Sin embargo, la tasa se mantuvo invariable desde el mes de junio, como respuesta a la profundización de la crisis en los mercados financieros y globales, y el repunte simultáneo de la inflación (Gráfico II.6). El menor diferencial de

tasas de interés ayudó a fortalecer el euro respecto al dólar.

Los mercados financieros de América Latina no estuvieron exentos de las fluctuaciones en los mercados financieros internacionales, aunque alcanzaron un desempeño relativamente positivo.

Por otra parte, los flujos financieros registrados por las balanzas de pagos de la región y del país mostraron signos favorables. América Latina y el Caribe alcanzaron en 2007 un superávit en cuenta corriente del orden del 0,7% del PIB regional (1,7% en 2006), que junto a un importante superávit en cuenta capital y financiera de 2,8% del PIB, dieron lugar a una acumulación de reservas internacionales de 3,5% del PIB.¹⁹ En Bolivia las variaciones fueron comparativamente mayores, excepto en la cuenta capital y financiera, dando lugar a una fuerte entrada de divisas (Cuadro II.5).

**CUADRO II.5 RESUMEN BALANZA DE PAGOS
DE BOLIVIA 2006 - 2007**
(En millones de dólares estadounidenses y porcentajes)

	2006	2007 p	Variaciones % 07/06
Cuenta corriente	1.272	1.716	35,0
Cuenta capital y financiera	244	225	-7,7
Transferencias de capital	1.813	1.180	-34,9
Inversión directa	278	164	-41,1
Inversión de cartera	40	-47	-217,6
Otra inversión (Incluye E y O) ^{1/}	-1.887	-1.072	-43,2
Balance Global	1.516	1.941	28,1
Financiamiento	-1.516	-1.941	28,1
RIN BCB (aumento:-) ^{2/}	-1.516	-1.941	28,1
Items de Memorandum: En % del PIB			
Cuenta corriente	11,3	13,0	
Cuenta capital	2,2	1,7	
Balance global	13,5	14,7	
Inversión extranjera directa (neta)	2,5	1,2	

FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: 1/ E y O = Errores y omisiones
2/ Reservas Internacionales Netas del BCB
(p) Cifras preliminares

Con relación a las entradas de capital por inversión extranjera directa (IED) neta, la región marcó en 2007 el nivel más alto en los últimos ocho años con alrededor de 95 mil millones de dólares, por la fortaleza macroeconómica y las oportunidades de mercado existentes en la mayoría de los países de la región. En el caso de Bolivia, los flujos de IED neta recibida alcanzaron a 1,2% del PIB, los que tuvieron como principal destino la ejecución de proyectos mineros. Cabe resaltar, que en esta gestión se registró un ajuste particular de desinversión por \$us112 millones (0,8% del PIB) correspondiente a una compra de refinerías de propiedad extranjera por parte de YPF.²⁰

Los flujos financieros netos, por concepto de inversión de cartera y deuda externa recibidos por la región, fueron también positivos en 2007. Esta situación se dió tanto por la emisión de valores de deuda pública como la realizada por las empresas y bancos, que lograron más que compensar la importante constitución de activos financieros en el exterior por parte de los sectores público y privado, en especial de Chile y Venezuela.

¹⁹ Para mayores detalles véase CEPAL (2007).

²⁰ Sin este ajuste, la IED neta habría alcanzado a 2,1% del PIB.

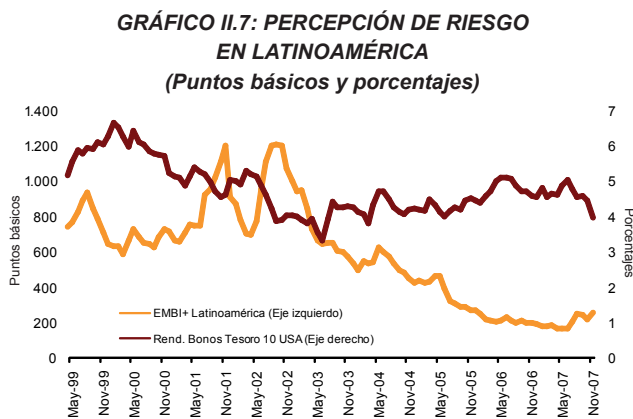
En el caso de Bolivia, estas transacciones financieras estuvieron caracterizadas por dos hechos. Primero, una condonación de deuda externa pública realizada por el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) por \$us1.171 millones en el marco del Alivio de Deuda Multilateral (MDRI, por sus siglas en inglés); y segundo, por una disminución del endeudamiento externo privado y una importante caída de los activos externos netos de bancos y empresas residentes.

Asimismo, cabe resaltar un hecho particularmente relevante en 2007 relacionado con los excesos de liquidez originados por la afluencia de capitales especulativos de corto plazo, que habrían estado motivados por el aumento gradual de tasas de interés en el sistema monetario y financiero boliviano. Este hecho llevó al BCB a establecer a partir de octubre de 2007 una tarifa de 1% por el servicio de transferencias del exterior que presta al sistema financiero, excluyendo de esta medida a las operaciones de exportación de bienes y servicios (Ver Recuadro II.2).

Los resultados positivos de la balanza de pagos permitieron el incremento de las Reservas Internacionales Netas (RIN) del BCB cuyo saldo al 31 de diciembre 2007 totalizó \$us 5.308 millones, que en términos brutos fue el equivalente a 15,7 meses de importaciones de bienes y servicios. A diferencia de otros países, parte importante del aumento de reservas proviene del cambio de portafolio con una mayor preferencia por la moneda local.

Desde la perspectiva regional, el buen desempeño de los mercados financieros latinoamericanos se reflejó también en una percepción de riesgo relativamente favorable por parte de los inversionistas extranjeros. Los índices de percepción de riesgo, medidos por el Índice de Bonos de Mercados Emergentes (EMBI+), continuaron con su tendencia decreciente hasta el mes de agosto cuando empezaron a aumentar gradualmente, por el cambio de expectativas sobre el futuro de los mercados financieros. A diciembre el EMBI+ marcó 251 puntos básicos (pb) (mayor en 62pb al registrado en diciembre de 2006), siendo los países más afectados Argentina y Venezuela (Gráfico II.7).

No obstante, los capitales de corto plazo continuaron fluyendo atraídos por las expectativas de apreciación cambiaria y los incrementos en los diferenciales de



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

tasas de interés con relación a las economías avanzadas en un contexto de desaceleración del crecimiento económico. De esa forma, las bolsas de valores de los países de la región continuaron mostrando tasas de rendimiento positivas aunque mucho menores a las de 2006 (Cuadro II.6).

CUADRO II.6: ÍNDICES DE MERCADOS DE VALORES SELECCIONADOS
(Índices convertidos a dólares estadounidenses)

INDICADOR	30-Dic-05	29-Dic-06	31-Dic-07	Variación %	
				2006 - 2005	2007 - 2006
DOW JONES (EEUU)	10.717,5	12.498,6	13.264,8	16,6	6,1
NASDAQ (EEUU)	2.205,3	2.420,0	2.652,3	9,7	9,6
S&P 500 (EEUU)	1.254,0	1.422,4	1.468,4	13,4	3,2
BOVESPA (BRASIL)	14.325,0	20.823,9	35.911,2	45,4	72,5
MERVAL (ARGENTINA)	509,3	682,9	684,2	34,1	0,2
MEXSE (MÉXICO)	1.674,0	2.443,0	2.705,3	45,9	10,7
IPSA (CHILE)	38,4	50,5	60,8	31,6	20,5
FTSEUROFIRST 300 (EUROPA)	1.511,3	1.957,9	2.197,1	29,5	12,2
BOLSA DE TOKIO (JAPÓN)	136,8	144,7	135,0	5,8	-6,7

FUENTE: *Bloomberg*

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

RECUADRO II.1: LA CRISIS DEL MERCADO HIPOTECARIO ESTADOUNIDENSE Y SUS REPERCUSIONES

La crisis financiera del mercado hipotecario de alto riesgo estadounidense está relacionada tanto con el desempeño del mercado inmobiliario de este país, como con el comportamiento del sistema financiero global vinculado a estas hipotecas.

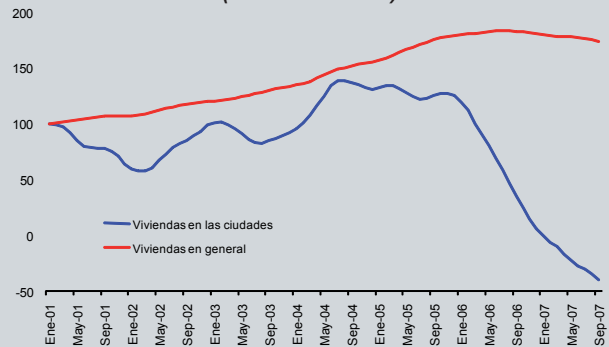
El mercado de crédito hipotecario *subprime* estadounidense es un mercado de alto riesgo crediticio debido a que los prestatarios exponen una baja capacidad de pago (una proporción de la cuota pagadera entre 55% y 60% respecto al total de ingresos), no cuentan con información confiable y verificable sobre su actividad económica ó no tienen un buen historial crediticio. A este segmento se le permitió el acceso a la vivienda a cambio de pagar tasas de interés comparativamente más altas.

Estos préstamos otorgados normalmente por entidades financieras no tomadoras de depósitos (por consiguiente, con regulaciones y supervisión menos exigentes), fueron titularizados y comprados por bancos de inversión con buena calificación de riesgo, los que los vendieron a otros inversionistas desarrollándose de esta manera un importante mercado secundario de hipotecas.²¹ La creciente aceptación a negociar estos activos financieros asociados a las hipotecas entre los inversionistas, indujo a descuidar progresivamente la calidad de los créditos originales.

La fuerte expansión del crédito hipotecario de alto riesgo, particularmente entre 2003 y 2005, fue resultado inicial de la elevada liquidez de la economía sumada a las bajas tasas de interés vigentes entre fines de 2001 y 2004, así como de un mercado inmobiliario en pleno auge. El *boom* del mercado hipotecario en general se reflejó en crecientes índices de precios de las viviendas (Gráfico II.8) y de venta de viviendas nuevas, incluyendo la de viviendas existentes (Gráfico II.9).

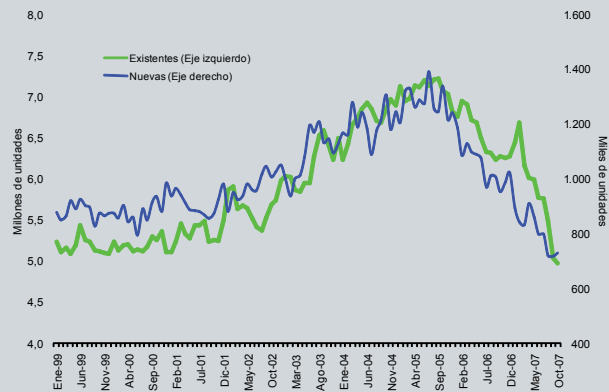
A partir del último trimestre de 2004 el mercado empezó a sentir los efectos adversos de un aumento previsible de las tasas de interés por parte de la FED, para moderar las presiones inflacionarias. Debido a que la mayoría de los préstamos

GRÁFICO II.8: ÍNDICE DE PRECIOS DE VIVIENDAS EN ESTADOS UNIDOS (Enero 2001=100)



FUENTE: Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

GRÁFICO II.9: VENTA DE VIVIENDAS EN ESTADOS UNIDOS



FUENTE: Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

hipotecarios de alto riesgo fueron contratados a tasas de interés variables, su tasa de morosidad comenzó a crecer llegando a niveles muy elevados, especialmente a partir de 2005. En agosto de 2007, "cuando los mercados tomaron conciencia de cuánto se deterioró la disciplina crediticia en los últimos años, se produjeron una revalorización del riesgo

²¹ La titularización consiste en transformar activos en títulos negociables y fraccionables según la calidad de riesgo y rendimiento deseado, respaldados normalmente por uno o más colaterales (*sinking fund*, garantía hipotecaria, etc). Estos activos se denominan también productos estructurados.

y una desinversión en activos riesgosos que, sumadas al aumento de la complejidad y la iliquidez, convulsionaron los mercados de base" (FMI, 2007a).

La liquidez del mercado monetario en Estados Unidos, Europa y otras plazas fue sensiblemente afectada en la medida que aumentó la incertidumbre y la "huída hacia la calidad" por parte de los inversionistas. La FED y el Banco Central Europeo (BCE) respondieron inicialmente con fuertes inyecciones de liquidez intentando calmar al mercado monetario y evitar una liquidación de activos por parte de los inversionistas que podría derivar en una crisis de solvencia.

La crisis financiera habría afectado la economía estadounidense a través de sus efectos en el gasto. La consecuencia más importante se habría sentido en el consumo de los hogares, por la caída de los precios de las viviendas (efecto riqueza) y los efectos de las altas tasas de interés sobre la capacidad de endeudamiento. Se estima que una caída de 5% en los valores de las propiedades tendría el potencial de disminuir en alrededor de 0,6pp el crecimiento del consumo y 0,5pp el crecimiento del PIB con un rezago de entre uno y dos años (Bostic, Gabriel y

Painter, 2005). Tomando en cuenta todos los efectos, la crisis del mercado inmobiliario habría significado que la economía estadounidense creció en 2007 un punto por debajo de su crecimiento potencial. Dada la participación de Estados Unidos en el producto mundial y sin tener en cuenta la transmisión de la crisis a través de los canales comerciales y financieros, esta caída representa aproximadamente 0,2pp de disminución del crecimiento global (Feldstein, 2007).

La influencia de la economía estadounidense en algunas economías es importante. Las recesiones estadounidenses (y en menor medida las de otras economías grandes) pueden producir efectos de desbordamiento significativos en las economías avanzadas y en desarrollo en una relación casi de uno a uno (Arora y Vamvakidis, 2006).

No obstante, en el caso de Bolivia, el crecimiento está sustentado en la demanda interna y sectores extractivos, los cuales no se verían afectados en el corto plazo por una caída del crecimiento mundial. El efecto final en Bolivia dependerá del impacto de la crisis inmobiliaria estadounidense en la actividad económica de los países latinoamericanos como Argentina y Brasil.

RECUADRO II. 2: LAS ENTRADAS DE CAPITAL Y EL COBRO DE COMISIONES POR TRANSFERENCIAS DEL EXTERIOR

Los ingresos de capital de corto plazo constituyen una preocupación para las autoridades de política económica debido a que tienen efectos macroeconómicos importantes y generan vulnerabilidad en los países emergentes. Las principales respuestas de política ante entradas de capital masivas son las políticas de esterilización, ajustes fiscales, flexibilización cambiaria y control de capitales (Agenor, 2004).

En este último caso, un control a la entrada de capitales previene los efectos adversos que surgen una vez pasado este episodio. Estos controles pueden clasificarse en a) controles directos que involucran cierto tipo de transacciones, b) límites a los pasivos en moneda extranjera de los bancos y, c) requerimientos de reservas equivalentes a comisiones sobre ingresos de capital de corto plazo (Mathieson y Rojas-Suárez, 1992).

En Bolivia, las tasas de rendimiento de los títulos públicos se incrementaron y, junto al descenso de las tasas de interés en Estados Unidos y la apreciación del boliviano, generaron diferenciales de tasas atractivas para los capitales de corto plazo estableciéndose condiciones para el ingreso especulativo de esta clase de capitales. De esta manera, las transferencias de fondos del exterior aumentaron en 2006 y 2007.

Dado el objetivo de regular la liquidez y controlar la inflación, el BCB mediante Resolución de Directorio N° 119/2007 aprobó el cobro de una tarifa de 1% a las transferencias de fondos del exterior para el sector privado, excluidas las operaciones de exportación realizadas a través del BCB, vigente a partir del 1° de octubre de 2007.

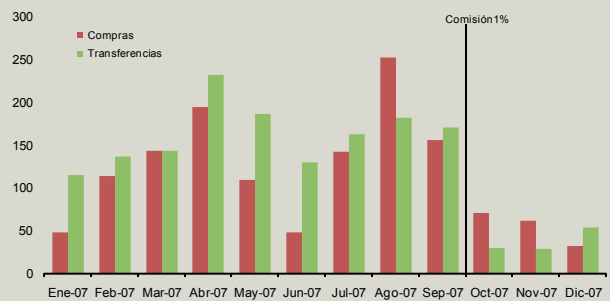
La implementación de la tarifa habría reducido la entrada de los capitales especulativos, ya que las transferencias del exterior y la compra de divisas por parte del BCB experimentaron una disminución desde su aplicación. Entre enero y septiembre de 2007 el BCB realizó el servicio de transferencias de fondos del exterior para el sistema financiero por

un promedio mensual de \$us162 millones, y la compra de divisas alcanzó un promedio mensual de \$us134 millones. En cambio, entre octubre y diciembre, las transferencias de fondos del exterior y la compra de divisas se redujeron en promedio mensual a \$us37 millones y \$us55 millones, respectivamente (Gráfico II.10). También se observó una menor liquidez en el sistema financiero y, consecuentemente, una disminución en la demanda de OMA en las últimas semanas.

Es importante mencionar que la Resolución de Directorio N° 152/2007 de 11 de diciembre de 2007 establece que, para la gestión 2008, se mantiene la tarifa de 1% para las transferencias de fondos del exterior para el sistema financiero, excluidas:

- a) las operaciones a través del BCB para exportadores y remesas iguales o menores a \$us1.000 y
- b) operaciones a través del Sistema Financiero para el Cuerpo Diplomático, Agencias de Cooperación y Organismos Internacionales.

GRÁFICO II.10: TRANSFERENCIAS DE FONDOS DEL EXTERIOR Y COMPRA DE DIVISAS POR PARTE DEL BCB
(En millones de dólares estadounidenses)



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

III. Actividad económica y gasto

Esta sección evalúa la evolución del Producto Interno Bruto (PIB) desde las perspectivas de origen y gasto, y su implicación en el nivel de precios.

Los datos muestran un crecimiento en 2007 superior al 4% apuntalado por la industria manufacturera, construcción y servicios, sectores cuya actividad productiva está creciendo a tasas superiores al promedio histórico. Este comportamiento es coherente con una mayor absorción interna.

III.1 ACTIVIDAD ECONÓMICA²²

El PIB global creció en 4,03% durante los primeros nueve meses de 2007. El crecimiento del tercer trimestre fue 5,51%, con lo que se completan dieciséis trimestres de continua expansión con tasas superiores al crecimiento de la población, resultando en mayor ingreso per-cápita. En línea con el dinamismo de la demanda interna, el crecimiento fue impulsado por la industria manufacturera, la construcción y los servicios (transporte y servicios financieros). De no haberse registrado una desaceleración en los sectores extractivos y una caída en el agrícola, el crecimiento en 2007 hubiera sido superior al de 2006 (Cuadro III.1).

El elevado crecimiento en varios sectores económicos es coherente con la mayor demanda de trabajo, la estimación de una brecha de actividad positiva y la presencia de presiones sobre los precios por un mayor crecimiento de la demanda (Ver Recuadro III.1).

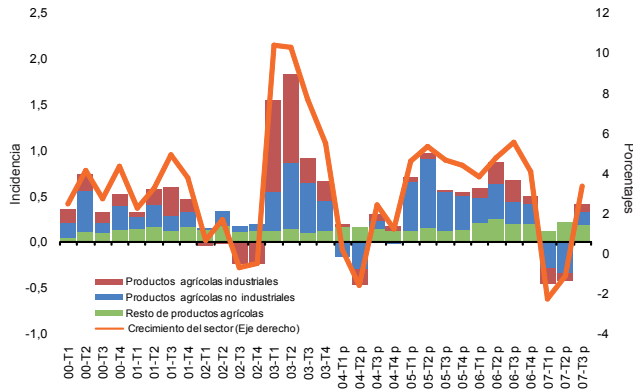
**CUADRO III.1 CRECIMIENTO DEL PIB
POR SECTOR ECÓNOMICO
(Al tercer trimestre, en porcentajes)**

	Participación	Crecimiento Acumulado			Incidencia		
	2006,0	T3-05p	T3-06p	T3-07p	T3-05p	T3-06p	T3-07p
PIB	100,0	3,7	4,8	4,0	3,7	4,8	4,0
Impuestos indirectos	9,6	7,6	5,9	6,1	0,7	0,5	0,6
PIB a precios básicos (pb)	90,4	3,3	4,7	3,8	3,1	4,3	3,5
Agricultura, silvicultura, caza y pesca	14,5	4,9	4,7	-0,3	0,8	0,7	0,0
Petróleo crudo y gas natural	6,8	15,8	6,9	3,4	0,9	0,5	0,2
Minerales metálicos y no metálicos	4,0	6,6	11,6	0,1	0,2	0,4	0,0
Industria manufacturera	17,1	1,5	5,8	5,2	0,3	1,0	0,9
Alimentos	6,3	-2,0	4,7	4,3	-0,1	0,3	0,3
Bebidas y tabaco	2,6	9,7	11,1	7,9	0,2	0,3	0,2
Electricidad, gas y agua	2,0	2,6	3,2	4,9	0,0	0,1	0,1
Construcción	2,6	1,4	2,8	12,5	0,0	0,1	0,3
Comercio	8,1	3,0	6,1	4,4	0,2	0,5	0,4
Transporte y comunicaciones	10,9	2,7	2,3	5,2	0,3	0,2	0,6
Establecimientos financieros, seguros, bienes inmuebles y servicios a las empresas	11,4	0,3	7,4	5,7	0,0	0,8	0,7
Servicios de la administración pública	9,1	3,1	3,6	4,3	0,3	0,3	0,4
Otros servicios	7,2	1,1	2,6	3,2	0,1	0,2	0,2
Servicios bancarios imputados	-3,2	6,0	18,6	5,8	-0,2	-0,6	-0,2
PIB a pb actividades extractivas	10,8	12,3	8,6	2,1	1,2	0,9	0,2
PIB a pb actividades no extractivas	79,6	2,3	4,2	4,0	1,9	3,4	3,2

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

²² Al momento de elaboración del presente IPM, el cierre estadístico para el sector real es al tercer trimestre de 2007.

GRÁFICO III.1: CRECIMIENTO TRIMESTRAL DEL SECTOR AGRÍCOLA (Incidencias y porcentajes)

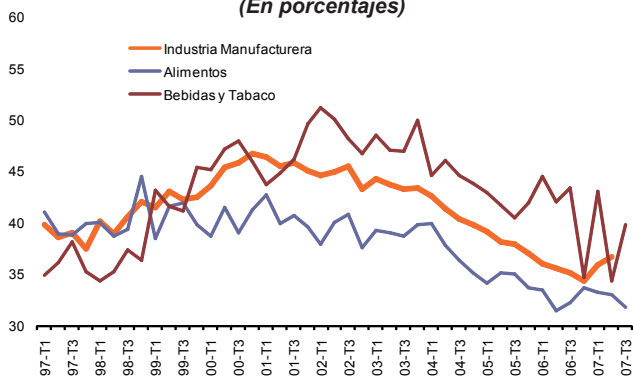


FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 NOTA: El resto de los productos agrícolas comprende la coca, productos pecuarios y el subsector de silvicultura, caza y pesca

El PIB del sector agrícola, que durante el primer semestre de 2007 cayó en 1,60% por los efectos del fenómeno de El Niño, se recuperó con mayor velocidad que la prevista (Gráfico III.1). En efecto, el IPM de julio de 2007 estimó una caída de 3% en el año; sin embargo, la caída acumulada a septiembre fue de sólo 0,27% explicada por la recuperación en la campaña de invierno de algunos productos agrícolas, aliviando las presiones sobre sus precios. Empero, esta recuperación podría tener un efecto acotado hacia finales del año por el fenómeno de La Niña.

En el caso de la extracción de gas y petróleo, ésta creció en menor proporción en 2007 con relación a años previos por las restricciones de corto plazo en la capacidad de producción. Las ventas al mercado brasileño se incrementaron 5,9%, mientras que en el mercado argentino cayeron 10%. Sin embargo, al cierre de 2007 se anunció el descubrimiento del campo gasífero Huacaya X-1 y el compromiso de nuevas inversiones por parte de empresas extranjeras, lo que aliviaría las restricciones en este sector.

GRÁFICO III.2: CAPACIDAD OCIOSA DE LA INDUSTRIA MANUFACTURERA (En porcentajes)



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

Por su parte, al cierre de 2007 la minería se recuperó de la caída observada entre el cuarto trimestre de 2006 y el primer trimestre de 2007 por la mayor producción de zinc, plomo y un repunte en la plata. El aún elevado precio de estos minerales, junto al inicio de operaciones del proyecto minero San Cristóbal, revirtieron el comportamiento de inicios de año, con lo que el sector creció levemente a septiembre de 2007. Este repunte tuvo efecto en el ingreso, consumo y en los precios relativos, en especial de la mano de obra no calificada.

La industria manufacturera estuvo impulsada por la fabricación de cemento (7,9% de crecimiento), la refinación de petróleo (7,8%) y la producción de bebidas (7,9%). Estas tendencias se explican por el crecimiento de la construcción, la dinámica interna y el crecimiento en el consumo. Con relación a la capacidad instalada no utilizada o capacidad ociosa de la industria (Gráfico III.2), ésta reportó tendencias dispares durante 2007,

después de la significativa disminución observada en 2006. La mayor utilización en la industria de alimentos es consistente con la mayor demanda interna y el alza de precios de estos productos.²³

El comportamiento de la industria, la construcción y la minería repercutieron en el sector de servicios. Se destaca el crecimiento de los sectores de transporte, comunicaciones y de intermediación financiera.

III.2 DEMANDA AGREGADA

La presente sección revisa la evolución reciente de la demanda interna, externa y el gasto público y su posible implicación en el nivel agregado de precios.²⁴

III.2.1 Demanda interna

Durante los primeros nueve meses de 2007, la demanda interna fue el motor del crecimiento, pues su variación acumulada fue notoriamente superior a años previos (Cuadro III.2). El crecimiento en el consumo privado, la dinámica en la inversión pública y la recuperación en la inversión privada incidieron de manera positiva.

El consumo privado mostró tasas de crecimiento superiores al producto y similares a las observadas en el período 1997-98, comportamiento que se explica por un mayor ingreso disponible. Por su parte, la importación de bienes de consumo se incrementó en 17,2% durante los primeros nueve meses de 2007.²⁵

En efecto, los cambios en el sector de hidrocarburos en 2005 determinaron un menor pago neto a factores del exterior y, por lo tanto, un mayor ingreso e inversión pública. Adicionalmente contribuyeron al crecimiento

CUADRO III.2 CRECIMIENTO DEL PIB POR TIPO DE GASTO
(Al tercer trimestre, en porcentaje)

	Participación 2006	Crecimiento acumulado			Incidencia		
		T3-05p	T3-06p	T3-07p	T3-05p	T3-06p	T3-07p
PIB	100,0	3,7	4,8	4,0	3,7	4,8	4,0
Consumo	82,8	3,3	2,7	5,3	2,7	2,2	4,3
Público	11,4	2,6	3,3	4,2	0,3	0,4	0,5
Privado	71,4	3,4	2,6	5,5	2,4	1,9	3,8
Inversión	13,1	18,4	-5,2	17,0	2,5	-0,8	2,4
Variación de existencias	-0,2	200,7	-34,0	41,4	2,5	-1,2	1,0
Formación bruta de capital fijo	13,2	-0,5	3,9	12,2	-0,1	0,5	1,4
Pública	6,5	-3,0	10,7	14,0	-0,2	0,6	0,8
Privada	6,8	1,5	-1,6	10,5	0,1	-0,1	0,6
Exportaciones netas	4,2	-38,2	146,7	-48,2	-1,5	3,4	-2,6
Exportaciones	36,5	12,1	17,4	-4,6	3,8	6,0	-1,8
Importaciones	32,3	19,0	8,1	2,5	5,3	2,6	0,8
Demanda interna	95,8	5,4	1,5	7,0	5,2	1,4	6,6

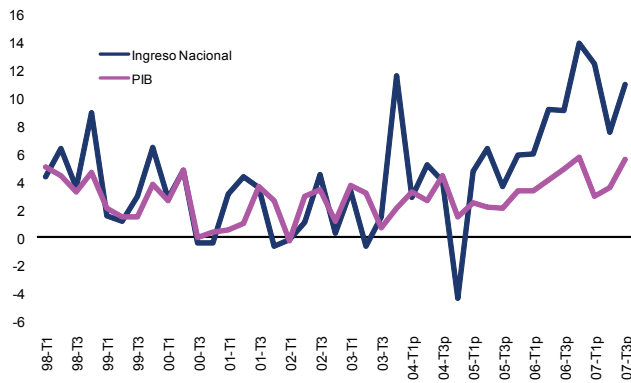
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: (p) Cifras preliminares

²³ Especialmente carnes frescas y elaboradas, productos de molinería y panadería, azúcar, confitería y alimentos diversos.

²⁴ El cierre estadístico para datos del sector real es al tercer trimestre de 2007, para la demanda externa es diciembre y para el sector público, octubre para operaciones sobre la línea y diciembre para operaciones bajo la línea (ver nota de pie 29).

²⁵ Medido por el Índice de Volumen de Importación calculado por el BCB.

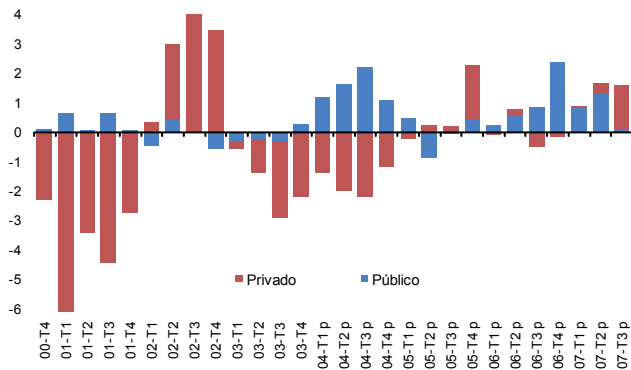
GRÁFICO III.3: INGRESO NACIONAL DISPONIBLE BRUTO Y PIB
(Tasas de crecimiento en porcentajes)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 NOTA: (p) Cifras preliminares
 El ingreso nacional se estima sin considerar el efecto de los términos de intercambio

del ingreso nacional disponible bruto, el aumento de las remesas de trabajadores bolivianos en el exterior²⁶ y la demanda laboral fortalecida como consecuencia del dinamismo de sectores intensivos en mano de obra (Gráfico III.3). Por su parte, la cartera de créditos registró en 2007 la mayor tasa de crecimiento de la década, manteniéndose la dinámica en el crédito de microfinanzas y una recuperación del crédito destinado al consumo.

GRÁFICO III.4: FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO
(Incidencias)



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

La formación bruta de capital fijo repuntó durante 2007 con tasas de crecimiento promedio de 12%, lo cual es consistente con la mayor importación de bienes de capital, que durante los primeros nueve meses de 2007, se incrementó en 18,4%.²⁷ Durante el primer semestre, la mayor incidencia provino de la construcción del sector público por el programa de vinculación caminera, reportando una ejecución de 60% a septiembre según el Viceministerio de Inversión Pública. Durante el tercer trimestre, la mayor incidencia provino del sector privado, tanto por la construcción como por la adquisición de bienes de capital (Gráfico III.4).

III.2.2 Demanda externa

A pesar que las exportaciones fueron menos dinámicas en términos reales en 2007 (3,5% comparado con 13,4% observado en 2006) el saldo comercial con el exterior fue nuevamente positivo debido a los favorables precios internacionales de los productos básicos que exporta el país. Junto a las mayores transferencias corrientes recibidas y menores pagos realizados al exterior por renta neta, dieron lugar a un superávit record en cuenta corriente equivalente al 13% del PIB (Cuadro III.3).

CUADRO III.3 RESUMEN BALANZA EN CUENTA CORRIENTE 2006 - 2007
(En millones de dólares estadounidenses y porcentajes)

	2006 p	2007 e	Variaciones % 07/06
Cuenta corriente	1.272	1.716	35,0
Balanza comercial	1.054	996	-5,5
Exportaciones FOB	3.863	4.425	14,5
Importaciones CIF	-2.809	-3.428	22,1
Servicios (neto)	-187	-155	-16,9
Renta (neta)	-418	-180	-56,9
Transferencias (netas)	822	1.055	28,3

FUENTE: Banco Central de Bolivia
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 NOTAS: (p) Cifras preliminares
 (e) Cifras estimadas.

El valor FOB de las exportaciones de bienes registró un crecimiento de 14,5%, debido principalmente al incremento de los precios de minerales y algunos productos agrícolas. En términos de volúmenes, las exportaciones se incrementaron sobre todo en los

²⁶ Se estima que durante 2007 ingresaron \$us886 millones asociados a remesas provenientes de España, Estados Unidos y Argentina, principalmente.

²⁷ Medido por el Índice de Volumen de Importación calculado por el BCB.

sectores de hidrocarburos y de productos no tradicionales (Gráfico III.5).

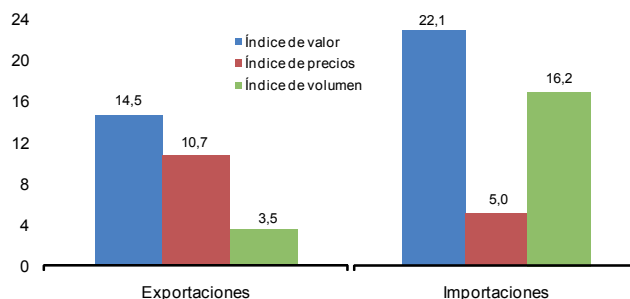
Por su parte, las importaciones CIF aumentaron en valor en 22,1%, destacándose las compras de bienes intermedios y de capital que en conjunto representaron 76,3% del total de importaciones. Según la clasificación CUODE,²⁸ los bienes intermedios que mayor crecimiento en valor registraron fueron las materias primas destinadas tanto a la agricultura (31%) como a la industria (23%), mientras que las categorías de bienes de capital con mayor dinamismo fueron los destinados a la agricultura (65%) y equipo de transporte (70%). El crecimiento observado en las importaciones de bienes intermedios y de capital, estaría asociado a la ejecución de proyectos mineros y la actividad industrial interna.

III.2.3 Finanzas públicas

Los ingresos totales del Sector Público No Financiero (SPNF) en 2007 excedieron los gastos generando un superávit fiscal equivalente a 2,2% del PIB.²⁹ Como resultado, la acumulación de depósitos del SPNF en el BCB contribuyó, aunque en menor medida que en 2006, a regular los excesos de liquidez y reducir las presiones inflacionarias.

Información preliminar a diciembre de 2007 muestra un superávit en el balance del Sector Público (SP)³⁰ de Bs2.270 millones. El Tesoro General de la Nación (TGN) explica más del 100% de este resultado con un balance positivo de Bs3.009 millones (incluyendo el superávit cuasifiscal del BCB). El agregado de gobiernos locales y regionales también registró un superávit (Bs997 millones); sin embargo, éste fue menor al de la gestión 2006 (Bs2.408 millones).

GRÁFICO III.5 VARIACIÓN DE PRECIO, VALOR Y VOLUMEN DE LAS EXPORTACIONES E IMPORTACIONES, ENERO - DICIEMBRE 2007 (En porcentajes)



FUENTE: Banco Central de Bolivia
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 NOTA: Los índices de valor tanto de las exportaciones como de las importaciones se calcularon sobre los valores CIF

CUADRO III.4: OPERACIONES CONSOLIDADAS DEL SECTOR PÚBLICO ENERO-OCTUBRE (En millones de bolivianos y porcentajes)

	2006	2007	Variación	
			Absoluta	Relativa (%)
INGRESOS TOTALES	29.285	36.612	7.327	25,0
Ingresos corrientes	27.770	35.281	7.511	27,0
Ingresos tributarios	12.581	14.084	1.503	11,9
d/c: renta interna	11.840	13.198	1.358	11,5
d/c: renta aduanera	741	886	145	19,6
Impuestos sobre hidrocarburos	9.558	7.357	-2.201	-23,0
Otros ingresos corrientes	5.631	13.840	8.209	145,8
d/c: venta de hidrocarburos mercado interno	2.781	6.668	3.887	139,8
d/c: venta de hidrocarburos mercado externo	--	2.949	2.949	--
Ingresos de capital	1.515	1.330	-185	-12,2
EGRESOS TOTALES	23.239	32.333	9.094	39,1
Egresos corrientes	16.672	22.612	5.940	35,6
Servicios Personales	6.708	7.697	990	14,8
Bienes y Servicios	4.685	9.117	4.433	94,6
Transferencias Corrientes	3.649	3.954	305	8,4
Intereses Deuda	1.350	1.037	-313	-23,2
Otros	280	807	526	187,6
Egresos de capital	6.567	9.721	3.153	48,0
Balance Global	6.046	4.279	-1.767	-29,2
d/c: Pensiones	2.526	2.682	156	6,2
Balance corriente	11.098	12.669	1.571	14,2
Balance primario	7.966	6.368	-1.597	-20,1

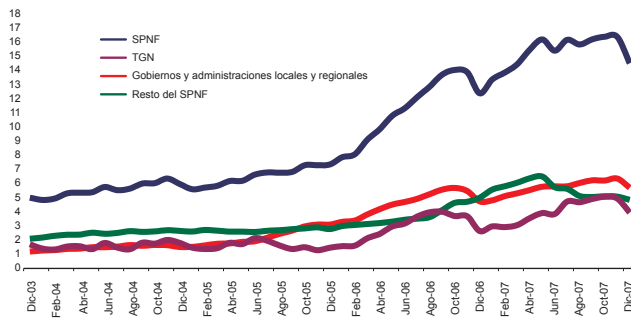
FUENTE: Unidad de Programación Fiscal
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 (p) Cifras preliminares

²⁸ Clasificación según Uso o Destino Económico.

²⁹ La información al 31 de diciembre de 2007 corresponde al cálculo del déficit fiscal a través del financiamiento al sector público realizado diariamente por el BCB (operaciones bajo la línea). Las secciones de ingresos y gastos fiscales se basan en información proveniente del Ministerio de Hacienda (operaciones sobre la línea), que por rezago en la disponibilidad de esta información se remite hasta el 31 de octubre de 2007.

³⁰ Las operaciones del SP comprenden las del gobierno general (gobierno central, prefecturas, alcaldías e instituciones de seguridad social), las de empresas públicas y el resultado cuasifiscal por operaciones del BCB.

GRÁFICO III. 6: DEPÓSITOS DE ENTIDADES PÚBLICAS EN EL BCB
(Saldo en miles de millones de bolivianos)



FUENTE: Unidad de Programación Fiscal - Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

Los ingresos totales del sector público se incrementaron fundamentalmente por la actividad hidrocarburífera. Destacan los ingresos por venta de hidrocarburos en el mercado interno y externo, así como la coyuntura económica favorable que permitió una mayor recaudación de ingresos tributarios (Cuadro III.4). Hay que aclarar que desde julio de 2007 el pago del Impuesto Directo a los Hidrocarburos (IDH) y Regalías lo efectúa YPFB³¹ razón por la cual este concepto desaparece de las operaciones consolidadas del SP figurando solamente a nivel del gobierno general. Este hecho explica la variación negativa en el rubro de impuestos sobre hidrocarburos, a pesar de la creciente recaudación del IDH y Regalías que continúa distribuyéndose a las entidades públicas según lo establecido por Ley.

El gasto total del SP, luego de restar las operaciones de reventa de hidrocarburos (mayoreo) de YPFB y los egresos realizados por las empresas mineras de Huanuni y de Vinto, muestra un incremento cercano a 20,4%³² inferior al 39,1% antes de ajustes, que figura en el Cuadro III.4. Algo similar ocurre con el gasto corriente, que registra un crecimiento ajustado de 7,9%. Estimaciones del BCB señalan que el efecto del gasto público en la inflación es limitado (Ver Recuadro III.2).

Como consecuencia de los superávits, las entidades que componen el SPNF acumularon depósitos en el BCB. El TGN y los gobiernos locales y regionales acumularon en cuentas fiscales durante el año aproximadamente Bs2.273 millones (Gráfico III.6). Este hecho coadyuvó al control de la liquidez y consecuentemente a reducir la presión inflacionaria asociada. El TGN acumuló más depósitos que en 2006, en tanto que los gobiernos subnacionales registraron menor acumulación, en este último caso debido a un mayor dinamismo de su gasto.

³¹ Antes lo hacían las empresas petroleras privadas.

³² Hay que notar que YPFB, Huanuni y la metalúrgica Vinto pasaron al control del Estado, producto de lo cual sus operaciones se consolidan en el resultado global del SP. Por tanto, la compra de hidrocarburos para reventa de YPFB y de insumos por parte de las empresas Huanuni y Vinto registradas en la partida de Bienes y Servicios, así como los Servicios Personales y Otros Egresos Corrientes de estas entidades, se excluyen para fines comparativos con relación a 2006.

RECUADRO III.1: PRODUCTO POTENCIAL, BRECHA DEL PRODUCTO E INFLACIÓN

La brecha del producto en Bolivia muestra una tendencia creciente a partir de 2003 y se tornó positiva desde inicios de 2006 (Ver Capítulo 1). Una brecha positiva del producto se asocia típicamente con presiones inflacionarias (Dupasquier, Guay y St-Amant, 1997), porque la demanda agregada crece más que la oferta. Este recuadro presenta una cuantificación inicial del producto potencial para Bolivia; aclara el concepto de brecha del producto y su relación con la inflación; y finalmente, establece si el aumento de la inflación en los últimos meses guarda relación con el comportamiento de la brecha del producto.

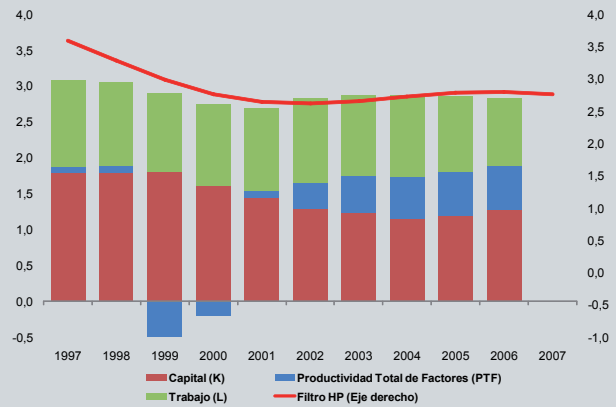
El producto potencial se define como el nivel al que el producto real tiende a converger una vez que las presiones transitorias se han disipado o, alternativamente, como el nivel de utilización de recursos consistente con un comportamiento estable en los precios y salarios (Hernaiz, 2006). Se asocia generalmente con el componente de tendencia del PIB. Como el producto potencial no es observable por definición, se han desarrollado diversas metodologías que aíslan el componente de tendencia (o permanente) del transitorio (o cíclico).³³

Una estimación del producto potencial para Bolivia por medio de un filtro estadístico (Hodrick y Prescott, 1997) con las modificaciones pertinentes para la economía boliviana, da cuenta de un crecimiento potencial promedio del producto que no considera actividades extractivas de 3,4% para el período 1991-2007 (Rodríguez, 2007).

Una segunda estimación por medio del método de contabilidad del crecimiento, sugiere un crecimiento promedio cercano al 3% para el período 1991-2006.³⁴ Este enfoque descompone el crecimiento por los factores que lo explican (aumentos del capital y trabajo) además de la productividad total de los factores (PTF). El Gráfico III.7 muestra los resultados de los métodos descritos anteriormente.

Una tercera estimación se efectuó por el método de la función de producción, el cual sugiere un

GRÁFICO III.7: CRECIMIENTO DEL PRODUCTO POTENCIAL (Incidencias y porcentajes)



FUENTE: Rodríguez, 2007

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

NOTA: Los datos de 2007 corresponden al tercer trimestre

crecimiento potencial promedio de 2,5% para el período 1996 - 2006. Este bajo crecimiento se debe a que la relación estimada presenta una característica que en economía se denomina "rendimientos decrecientes a escala", esto es, aumentos proporcionales en los factores de producción, resultan en aumentos menos que proporcionales en el producto total. La relación de largo plazo estimada entre el producto (y_t), el trabajo (L_t) y el capital (K_t) es la siguiente:³⁵

$$y_t = -5,06 + 0,46 L_t + 0,24 K_t + \varepsilon_t$$

(0,15) (0,11)

Una vez determinado el producto potencial, es posible encontrar la brecha del producto. Esta se define como la diferencia porcentual entre el producto observado y el producto potencial encontrado por los métodos descritos anteriormente.

³³ Miller (2005) presenta una descripción de los métodos de estimación, los cuales se pueden resumir en no estructurales porque están basados en procedimientos estadísticos; estructurales porque se fundamentan en la teoría económica; y multivariados, que son una combinación de ambos.

³⁴ Las estimaciones se presentan sólo hasta 2006, debido a que aún no se cuenta con información disponible de la Encuesta de Remuneraciones, Salarios y Empleo de la Industria Manufacturera para 2007.

³⁵ La estimación utiliza una técnica denominada cointegración y en este caso es robusta al tamaño de la muestra. Entre paréntesis se muestran los errores estándar de las estimaciones.

Para determinar la relación entre la brecha del producto y la inflación, se estimó la siguiente relación:

$$\pi_t = 0,55 \pi_{t-1} + 0,63 E_t \pi_{t+1} + 0,09 (y_t - y_t^*) + 0,06 \Delta e_{t-1} + 0,02 \pi_{t-1}^* + u_t$$

(0,052) (0,040) (0,032) (0,025) (0,0007)

La anterior es una Curva de Phillips Neokeynesiana ajustada para la economía boliviana (Mendieta y Rodríguez, 2007), en el sentido de que incluye un componente híbrido (inercia, π_{t-1} ; y expectativas de

inflación, $E_t \pi_{t+1}$), además de la dinámica de movimientos cambiarios (Δe_t) e inflación externa (π_t^*). Este análisis permite concluir que el efecto de la brecha ($y_t - y_t^*$) sobre la inflación (π_t), tiene un carácter dinámico y es significativo. Estimaciones preliminares indican que el efecto de la brecha sobre el núcleo de la inflación en 2007 es de 3pp, mientras que sería de 1,5pp sobre la inflación total.

IV. Políticas del BCB

IV.1 POLÍTICA MONETARIA

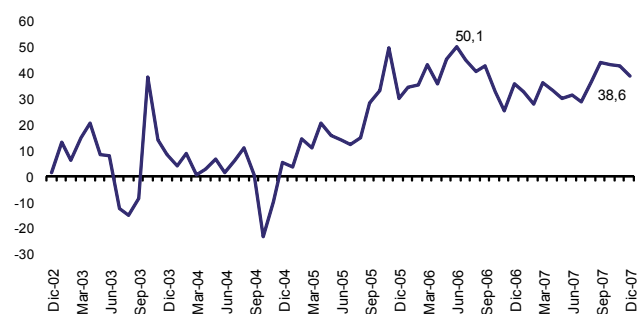
La política monetaria del BCB estuvo orientada a la esterilización de la liquidez excedente en la economía. Varios factores de demanda provocaron un crecimiento de los agregados monetarios en 2007, entre los que se destacan el incremento de las reservas internacionales, la remonetización y el ambiente económico favorable en general. Frente a esto, la autoridad monetaria realizó Operaciones de Mercado Abierto (OMA) de manera más dinámica e introdujo nuevos instrumentos de control de liquidez.

Información a diciembre muestra que la base monetaria (BM) se incrementó en 38,6%, en términos reales (Gráfico IV.1).³⁶ Esto se debe, tanto al incremento de las RIN como al aumento de demanda por dinero en moneda nacional.

Debido a la paulatina utilización del boliviano (en sustitución del dólar), los agregados que incluyen el circulante y depósitos en moneda nacional presentaron un mayor dinamismo con relación a los agregados que incorporan las operaciones en moneda extranjera (Gráfico IV.2). El ritmo de crecimiento de los primeros fluctuó entre 55% (M1) y 65% (M3), mientras que en el caso de los segundos, las tasas de crecimiento se situaron entre 42% (M'1) y 29% (M'3).

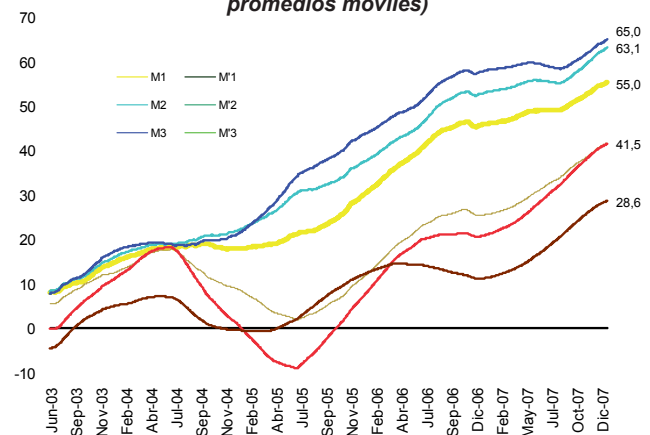
El crecimiento de los agregados monetarios obedece a la mayor demanda por dinero y no implicaría presiones

GRÁFICO IV.1: BASE MONETARIA
(Variaciones reales a 12 meses en porcentajes)



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

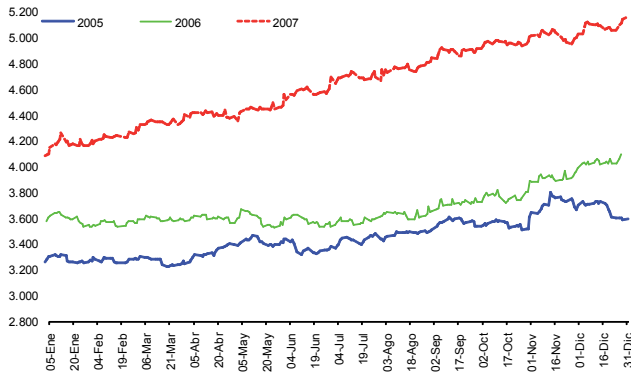
GRÁFICO IV.2: AGREGADOS MONETARIOS
(Variación nominal a 12 meses en porcentajes, promedios móviles)



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

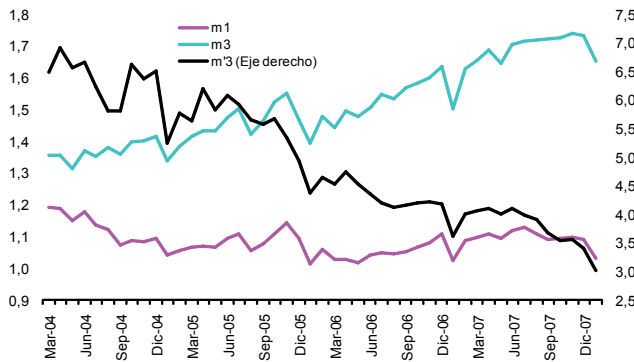
³⁶ La BM o dinero alto poder está dada por $RIN + CNSP + CB - CL - SRD + OC$ por el lado del origen y $C + RB$ por el lado del destino, donde: RIN=Reservas Internacionales Netas, CNSP=Crédito Neto al Sector Público, CB=Crédito a Bancos, CL= agrupa a los instrumentos de intervención, SRD=Servicios Restringido y Extendido de Depósitos, OC=Otras Cuentas Netas, C=Circulante, RB=Reservas Bancarias.

GRÁFICO IV.3: EVOLUCIÓN DE LOS DEPÓSITOS DEL SISTEMA FINANCIERO 2005 - 2007 (Saldos en millones de dólares)



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

GRÁFICO IV.4: MULTIPLICADORES MONETARIOS



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

inflacionarias (Ver Recuadro IV.1). En este sentido, el crecimiento de M3 responde principalmente a la remonetización financiera producto de las políticas realizadas por el BCB como la apreciación nominal de la moneda, la ampliación del *spread* cambiario y las modificaciones de los requerimientos de encaje legal. En el caso de los agregados que incluyen operaciones en moneda extranjera, el desempeño se explica en buena parte por el incremento de los depósitos del público en el sistema financiero, como resultado de la recuperación de la confianza de los depositantes y el desempeño de la economía.

Los recursos que habrían salido del sistema financiero en gestiones anteriores y que fueron mantenidos en efectivo en dólares por el público, estarían retornando de manera importante al sistema, convirtiéndose paulatinamente en activos en moneda nacional. Asimismo, las remesas enviadas desde el exterior también estarían incrementando los depósitos, una vez transformadas en moneda nacional. Según cifras preliminares las captaciones de depósitos del sistema financiero registraron a diciembre, un saldo de \$us5.168,2 millones, monto sin precedente en la historia económica del país. El dinamismo en el crecimiento fue mayor respecto a gestiones anteriores (Gráfico IV.3) y se registró principalmente en depósitos en moneda nacional que se incrementaron casi en 93% entre diciembre de 2006 y diciembre de 2007, frente a un crecimiento de las captaciones en dólares en torno a 5% en este mismo período.³⁷

Los multiplicadores de los agregados monetarios se muestran en el Gráfico IV.4.³⁸ Resalta la tendencia decreciente del multiplicador de M³, mostrando una menor creación secundaria de dinero.

IV.1.1 El programa monetario

Para cumplir con el objetivo de mantener una tasa de inflación baja y estable, el BCB instrumenta la política monetaria a través de un esquema de metas intermedias de cantidad, fijando límites máximos a

³⁷ El crecimiento fue principalmente en depósitos en caja de ahorro (\$us582 millones), seguido de los depósitos a plazo fijo (\$us262 millones) y finalmente por los depósitos a la vista (\$us217 millones).

³⁸ Los multiplicadores monetarios indican la cantidad de dinero que puede crearse a partir de una unidad de base monetaria. La creación secundaria de dinero está dada por las entidades financieras, mediante la concesión de créditos, utilizando los depósitos del público.

expansión del Crédito Interno Neto total (CIN) con el fin de que la oferta monetaria sea consistente con la demanda de dinero del público.³⁹ El diseño considera el efecto que el comportamiento de las RIN puede tener sobre la creación de dinero.⁴⁰

A principios de cada gestión, el Programa Monetario aprobado por el Directorio del BCB determina la meta del CIN junto a otras variables macroeconómicas. Este programa considera además los objetivos de política económica del Gobierno establecidos en el Plan Nacional de Desarrollo (PND) y en el Programa Fiscal anual. La coordinación de políticas se formaliza en un programa macroeconómico anual denominado Programa Financiero, el cual, a partir de la gestión 2007 fue incorporado en el Memorandum de Entendimiento suscrito entre el BCB y el Ministerio de Hacienda.⁴¹

El Programa Monetario del BCB estableció para 2007 contracciones del CIN y del Crédito Neto del BCB al Sector Público no Financiero (CIN-SPNF) de por lo menos Bs862 y Bs528 millones respectivamente, de manera consistente con un aumento de las RIN de por lo menos \$us500 millones, con un déficit fiscal de no más de Bs2.304 millones y con un aumento del financiamiento interno al sector público no mayor a Bs30 millones. A diciembre de 2007 se observa que las metas de CIN y CIN-SPNF fueron cumplidas con amplios márgenes, limitando la expansión monetaria generada por el aumento de las RIN (Cuadro IV.1).

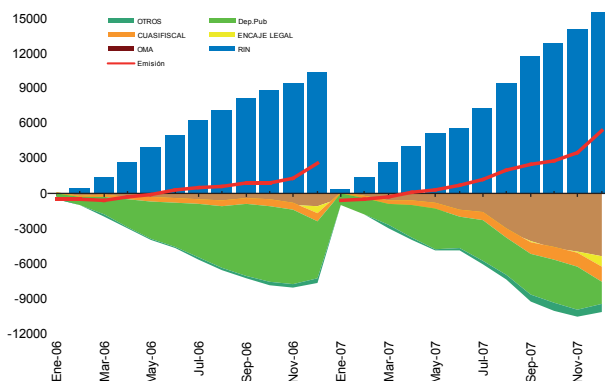
Las cifras ejecutadas del balance monetario muestran que la acumulación de RIN durante 2007 fue mayor que en igual período de 2006, por lo que para regular el crecimiento de la emisión monetaria fue necesaria una mayor disminución del CIN. La menor acumulación de depósitos del SPNF, determinó que el BCB deba dinamizar las colocaciones de títulos mediante OMA (Gráfico IV.5). Asimismo el comportamiento del balance

CUADRO IV.1: DESEMPEÑO DEL PROGRAMA FINANCIERO A DICIEMBRE DE 2007
(Flujos en millones de Bs acumulados a partir del 1ro de enero de 2007^{1/})

VARIABLES FISCALES		META		Ejecución	Margen (+) Desvío (-)
		Acordada ^{2/}	Ajustada ^{3/}		
Déficit del Sector Público	Bs	2.304	2.293	-2.270	4.563
Financiamiento Interno al Sector Público	Bs	30	830	-2.869	3.700
Deuda externa neta pública o con garantía pública hasta 1 año	\$us	6	6	17	-11
Deuda externa neta pública o con garantía pública no concesional	\$us	99	70	-28	98
VARIABLES MONETARIAS					
Crédito Interno Neto total (CIN)	Bs	-862	-993	-10.162	9.169
Crédito Interno Neto del BCB al SPNF (CIN-SPNF)	Bs	-528	-528	-1.696	1.168
Reservas Internacionales Netas del BCB (RIN)	\$us	500	516	1.941	1.425

FUENTE: Banco Central de Bolivia
 ELABORACIÓN: BCB-Asesoría de Política Económica
 NOTAS:
 1/ Las cifras están calculadas utilizando un tipo de cambio fijo para el dólar y DEG, así como precio fijo para el oro.
 2/ Programa Monetario y Financiero acordado entre el BCB y Ministerio de Hacienda en abril de 2007.
 3/ Incluye ajustadores por financiamiento externo, encaje legal, emisión monetaria, alivio de deuda y desembolso para reestructuración financiera y corporativa.

GRÁFICO IV.5: EVOLUCIÓN DEL CIN, RIN Y EMISIÓN
(Flujos acumulados en millones de bolivianos a tipo de cambio fijo)



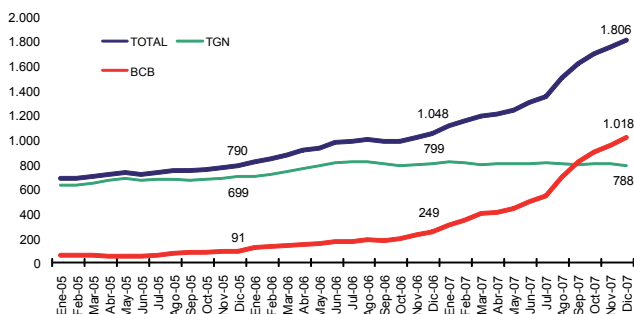
FUENTE: Banco Central de Bolivia
 ELABORACIÓN: BCB-Asesoría de Política Económica

³⁹ También fija límites mínimos a la ganancia de Reservas Internacionales Netas (RIN) del BCB en función a su rol de prestamista de última instancia en una economía pequeña, abierta y dolarizada. Sin embargo, debido al buen comportamiento del sector externo esta meta no ha tenido mayor relevancia.

⁴⁰ Por ejemplo, en el contexto actual, con un desempeño externo favorable que genera un incremento importante de las RIN, resulta necesaria una contracción del CIN que modere el crecimiento de la emisión monetaria.

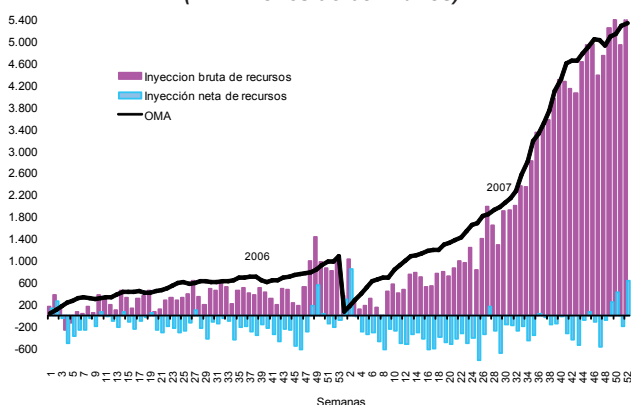
⁴¹ A partir de 2006 se dejó de suscribir programas financieros con el Fondo Monetario Internacional; y, en procura de mantener lineamientos para las políticas macroeconómicas, se decidió establecer acuerdos formales entre el BCB y el Ministerio de Hacienda que consideren las principales metas macroeconómicas de la gestión.

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



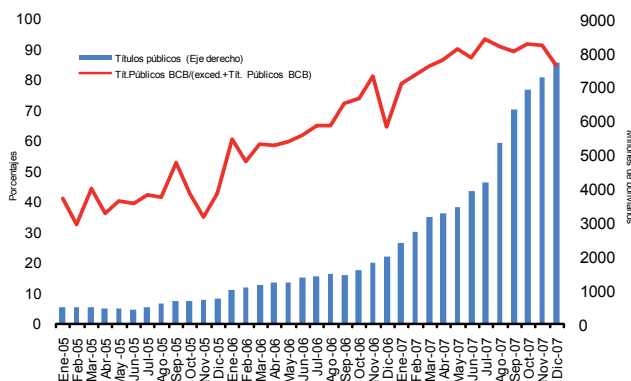
FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB-Asesoría de Política Económica

GRÁFICO IV.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 IV.8: ESTERILIZACIÓN DEL EXCEDENTE
(En millones de dólares y porcentajes)



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

cuasi fiscal y del encaje fueron contractivos sobre la emisión monetaria.

IV.1.2 Operaciones de mercado abierto

Las OMA constituyen el principal instrumento del BCB para regular la cantidad de dinero de la economía. El BCB realizó OMA de manera más activa en 2007 y, adicionalmente, se introdujeron nuevos instrumentos y disposiciones que ampliaron cualitativamente el mercado de los títulos ofrecidos. Éstas dieron lugar a la realización de OMA directas con el público, mayor acceso a entidades no bancarias al sistema de subastas electrónicas y al Sistema de Pagos de Alto Valor (SIPAV) y la ampliación del plazo de las colocaciones del BCB.

El saldo de títulos colocados por el BCB a fines de 2007 alcanzó a \$us1.018 millones frente al saldo registrado a fines de 2006 de \$us249 millones. Las colocaciones fueron más dinámicas en el último semestre, más del doble de las realizadas en la primera parte del año. En el caso de los títulos colocados por el TGN, el saldo a diciembre de 2007 fue menor al de diciembre de 2006 pues a lo largo del año el gobierno no requirió mayor financiamiento debido a su buena posición fiscal (Gráfico IV.6).

El efecto de las intervenciones del BCB en el mercado monetario fue controlar la liquidez, transformando la inyección bruta en inyección neta negativa (Gráfico IV.7). Al respecto cabe notar que en términos de magnitud, el BCB efectuó OMA por casi cinco veces lo realizado en 2006. Más aún, el esfuerzo de la autoridad monetaria se plasma en el hecho de que 4 de cada 10 bolivianos emitidos fueron recogidos mediante OMA, de tal forma que 1 de cada 10 bolivianos de todo el dinero que circula en la economía fue esterilizado.⁴²

Adicionalmente, la esterilización de liquidez puede apreciarse en el aumento de la participación de los títulos públicos con relación a los excedentes de liquidez. Producto de la intervención del Ente Emisor, en el primer semestre los títulos públicos del BCB tuvieron mayor participación en esta razón, alcanzando valores históricamente altos (Gráfico IV.8). En el

⁴² Estas cifras corresponden a la relación OMA/Emisión y OMA/M³ respectivamente.

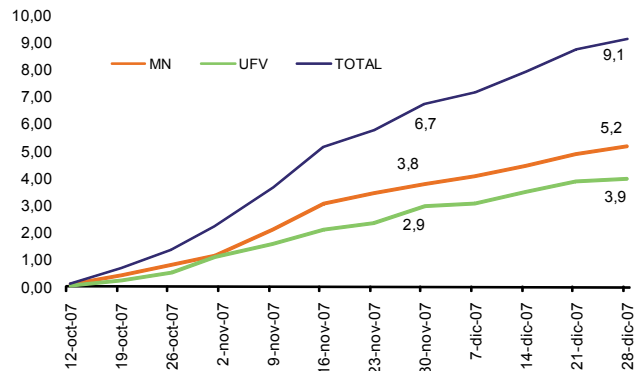
segundo semestre, la fuerte intervención del BCB permitió que la razón se mantenga en niveles elevados pese al incremento de los excedentes.

En octubre el BCB empezó con la venta directa de valores públicos, a plazos de 91 días, 182 días en MN y 364 días en MN y UFV con dos efectos. Al ser adquiridos por personas naturales y jurídicas afectan directamente la tenencia de dinero del público. Por otra parte, siendo sustitutos de los depósitos ofrecidos por el sistema financiero al público, inducen a que las entidades financieras reaccionen frente a cambios de la tasa de interés del BCB. Si bien el saldo de estas operaciones es todavía pequeño, las OMA directas se convierten en un instrumento útil en el diseño de la política monetaria y sus mecanismos de transmisión (Gráfico IV.9).

El incremento de las OMA ha afectado los precios y tasas de intereses de estos instrumentos. En efecto, las tasas de rendimiento de LT en moneda nacional a 13 semanas aumentaron de 4,88% a 7,30% entre diciembre de 2006 y 2007. En el mismo período, los rendimientos para LT en moneda extranjera subieron 95 puntos básicos (de 3,87% a 4,82%). El BCB continuó como único oferente en este mercado influyendo en las tasas de rendimiento de estos instrumentos (Gráfico IV.10). El rendimiento para los títulos valor en Unidad de Fomento a la Vivienda (UFV) para 52 semanas disminuyó de 3,00% en diciembre de 2006 a 2,27% en diciembre de 2007 y en el plazo de 728 días continuó la tendencia a la baja reduciéndose de 3,80% a 2,83%. Estas caídas son razonables tomando en cuenta la evolución reciente de la inflación y el hecho de que se tratan de tasas reales de rendimiento que paulatinamente estarían convergiendo a sus pares en otras monedas.

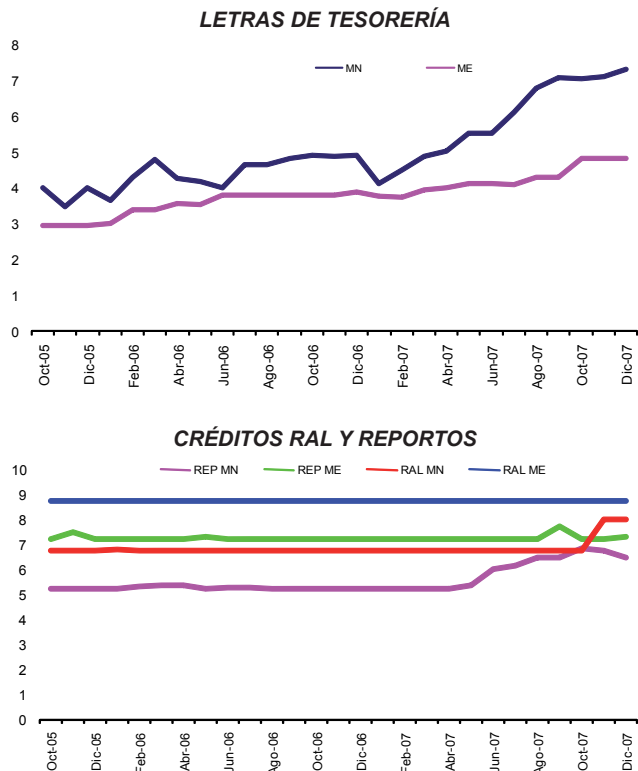
Por su parte, la tasa para operaciones de reporto en moneda nacional se situó en diciembre de 2007 en 6,50% mientras que la de créditos con garantía del Fondo RAL en moneda nacional subió de 6,75% a 8,0%. El incremento observado en las tasas de reporto estuvo asociado a los efectos de las OMA como a una mayor demanda observada por este tipo de operaciones. Las tasas para ambos instrumentos en moneda extranjera se mantuvieron por encima de sus pares en moneda nacional, registrando un comportamiento estable.

GRÁFICO IV.9: TÍTULOS DE COLOCACIÓN DIRECTA BCB
(Saldos en millones de dólares)



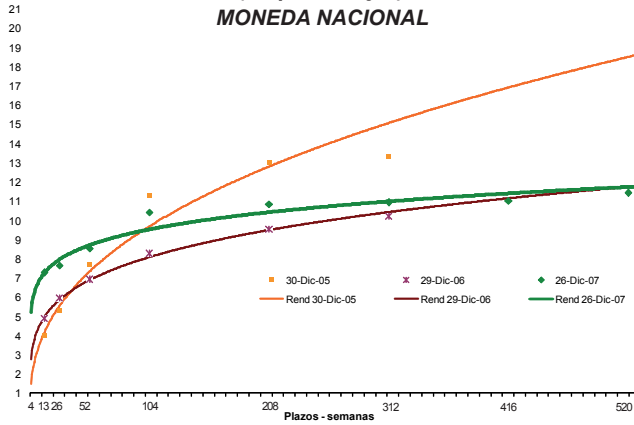
FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB-Asesoría de Política Económica

GRÁFICO IV.10: EVOLUCIÓN DE LAS TASAS DE INTERÉS EN EL MERCADO MONETARIO
(En porcentajes)

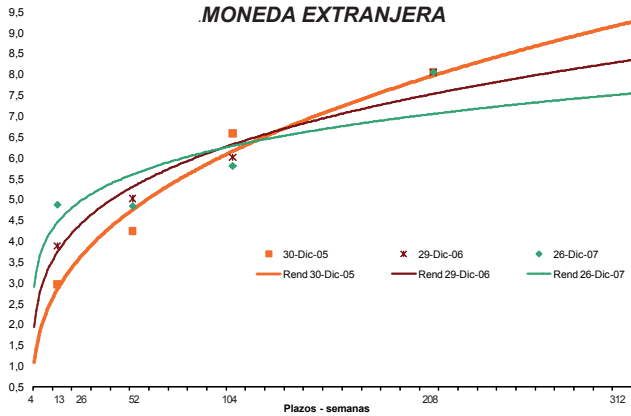


FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB-Asesoría de Política Económica

GRÁFICO IV.11: CURVAS DE RENDIMIENTO
(En porcentajes)
MONEDA NACIONAL

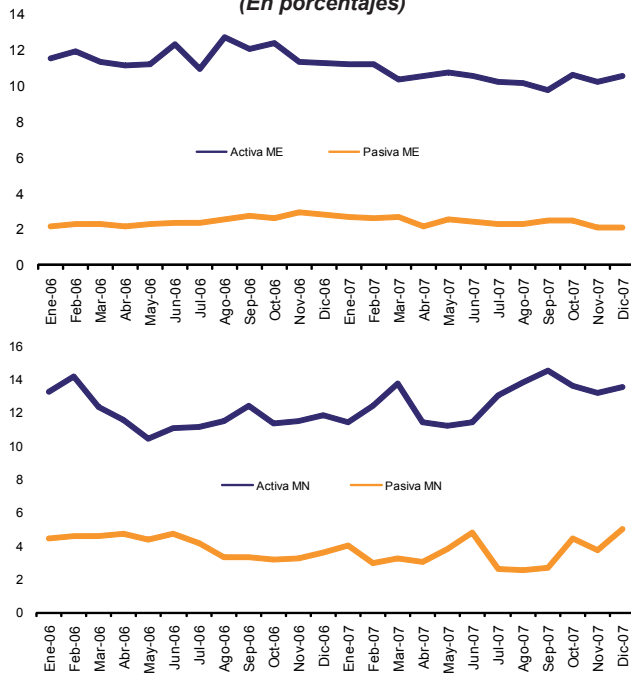


MONEDA EXTRANJERA



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

GRÁFICO IV.12: TASAS DE INTERÉS DEL SISTEMA BANCARIO
(En porcentajes)



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

Las curvas de rendimiento continuaron mostrando la orientación de la política monetaria del BCB. En los plazos de intervención del BCB, se observan incrementos paulatinos respecto a fechas anteriores (Gráfico IV.11). En plazos largos, el menor requerimiento de financiamiento por parte del TGN fue el principal factor que explicó la caída de tasas.

Si bien las tasas de interés del sistema financiero se mantuvieron relativamente constantes durante el primer semestre de 2007, a partir del segundo se observó un incremento de las tasas activas en moneda nacional y a partir de octubre en las pasivas en la misma moneda. Este comportamiento se explica por la mayor dinámica de las OMA, con tasas de rendimiento mayores e incremento de las alternativas de inversión, como por las campañas más intensas para promocionar el ahorro, en particular en UFV (Gráfico IV.12).

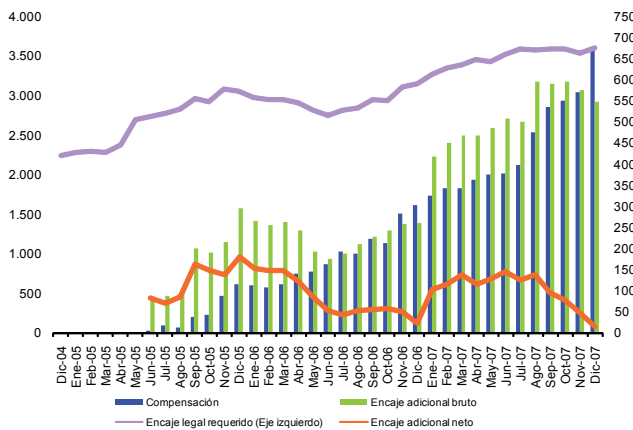
IV.1.3 Encaje legal

Las tasas de encaje legal vigentes son de 14% para depósitos en moneda extranjera y en mantenimiento de valor respecto al dólar (MVDOL), más un encaje adicional de 7,5% aplicable a la diferencia entre el nivel de depósitos observado y el 60% del nivel registrado el 31 de marzo de 2005. El encaje legal para depósitos en moneda nacional y en UFV es del 12% y no se aplica encaje adicional. Además existe un mecanismo de compensación que disminuye el encaje adicional en moneda extranjera por incrementos de los depósitos en moneda nacional.⁴³ Esta diferenciación en los requerimientos de encaje y el mecanismo de compensación responden al objetivo de incentivar las captaciones de depósitos en moneda nacional.

A inicios de 2007 se determinó un incremento de la base sobre la que se aplica el encaje adicional mediante una disminución gradual del porcentaje de depósitos del 31 de marzo de 2005. Con la aplicación de esta

⁴³ Para una explicación detallada y su evolución ver las Resoluciones de Directorio del BCB 48/2005 de 20 de abril de 2005 y 118/2006 de 12 de diciembre 2006; las mismas pueden ser consultadas en la página WEB de la Institución www.bcb.gov.bo.

GRÁFICO IV.13: EVOLUCIÓN DEL ENCAJE REQUERIDO DEL SISTEMA BANCARIO (En millones de bolivianos)



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

Resolución, dicho porcentaje se redujo de 80% a 70% a partir del 15 de enero de 2007. Desde el 2 de julio de 2007 el porcentaje se redujo a 60%. Con la medida se incrementó el encaje adicional bruto y con ello el encaje legal requerido, revirtiéndose la tendencia decreciente del encaje adicional neto (Gráfico IV.13). La disposición amplió la base del cálculo del encaje adicional estimulando las captaciones en moneda nacional y contribuyendo a regular la liquidez.

Los requerimientos de encaje adicional bruto mostraron incrementos con la aplicación de las modificaciones al Reglamento, los mismos que fueron compensados paulatinamente, disminuyendo el encaje adicional neto. El origen de este descenso tiene que ver con la disminución gradual de la dolarización de los depósitos en el sistema financiero combinada con el crecimiento de los depósitos en moneda nacional, lo que se reflejó en un incremento sostenido de la compensación.

La Resolución de Directorio No156/2007 emitida en diciembre de 2007 establece que a partir de febrero de 2008 el porcentaje utilizado para el cálculo del encaje adicional, se irá reduciendo gradualmente desde su nivel actual de 60% hasta alcanzar 0% a fines de junio de 2008. Asimismo dispone que los depósitos a plazo fijo en moneda nacional entre 30 y 60 días no estén exentos del encaje en títulos y que los depósitos a plazo fijo mayores de 60 días hasta 360 días tampoco estén eximidos de la constitución del encaje en efectivo y en títulos. Con esto, se profundiza el impacto del encaje legal como instrumento de control de liquidez.

IV.2 POLÍTICA CAMBIARIA

La Ley 1670 establece que el BCB es la única autoridad cambiaria del país (Art. 1), con la potestad de establecer el régimen cambiario y ejecutar la política cambiaria normando la conversión del boliviano con relación a las monedas de otros países (Art. 19). Al igual que la política monetaria, la orientación de la política cambiaria del BCB está sujeta al objetivo principal de procurar la estabilidad del poder adquisitivo interno de la moneda nacional (Art. 2).

En Bolivia, desde hace más de dos décadas, el régimen cambiario es del tipo de cambio deslizante (*crawling peg*), caracterizado por variaciones pequeñas no

anunciadas previamente.⁴⁴ En la determinación del tipo de cambio, el BCB ha enfatizado cada vez más que éste debe ser congruente con una inflación moderada, mitigando las presiones inflacionarias externas y también las internas, en virtud a su condición de economía dolarizada, donde el precio del dólar todavía continúa siendo una referencia para los precios de los bienes no transables.

IV.2.1 La orientación de la política cambiaria

En 2007, particularmente en el segundo semestre, la política cambiaria estuvo encaminada a contrarrestar las presiones inflacionarias de origen externo y a moderar las expectativas sobre la inflación doméstica, considerando que el público utiliza el tipo de cambio como una señal clave de la orientación de las políticas del BCB. Puesto que en la práctica el tipo de cambio es una señal clara y continua de la actitud de política del ente emisor, los esfuerzos para moderar la inflación han comprendido la apreciación de la moneda nacional.

Esta política es consistente con la apreciación de las monedas de otros países y con la excesiva liquidez de la moneda extranjera en el mercado local, en buena medida explicada por el buen contexto externo.⁴⁵

La apreciación en 2007 fue más dinámica que en el año previo, lo que es coherente con el alza de las presiones inflacionarias (Cuadro IV.2). No obstante, la pérdida de valor del dólar respecto al boliviano tuvo pausas a lo largo del año, con el fin de que los agentes económicos puedan recomponer sus activos denominados en dólares sin incurrir en costos adicionales. Asimismo, estos ligeros movimientos del tipo de cambio coadyuvan a la estabilidad del sistema financiero que tiene un importante nivel de dolarización, pues cambios bruscos tendrían efectos en los balances y patrimonio de las empresas financieras.

**CUADRO IV.2. APRECIACIÓN DEL BOLIVIANO
POR AÑO Y SEMESTRE**

Apreciación TC venta	2006		2007	
	No. veces	Ctvs.	No. veces	Ctvs.
Primer semestre	2	2	6	8
Segundo semestre	3	3	14	28
Total año	5	5	20	36
Porcentaje apreciación		0,6%		4,5%

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

⁴⁴ Usualmente los regímenes cambiarios se clasifican en flexibles (donde las fuerzas de mercado determinan el tipo de cambio), fijo (cuando el tipo de cambio es determinado por el Estado) e intermedios. El régimen cambiario deslizando corresponde a la clasificación de régimen cambiario intermedio.

⁴⁵ Se debe tener en cuenta que la depreciación del dólar es un fenómeno a nivel mundial, relacionado principalmente con el déficit comercial de Estados Unidos.

El nivel de apreciación nominal en 2007 fue cauto con relación a la experimentada por las monedas de otros países. Si se toma como referencia inicios de 2003, la mayoría de las monedas de los socios comerciales se han apreciado, mientras que el boliviano se depreció levemente (2,3%). Inclusive si se considera desde enero de 2007, la mayor parte de los otros países apreciaron sus monedas en una mayor proporción en comparación a Bolivia (4,5%), con excepción de Argentina y Reino Unido (Cuadro IV.3).

La política cambiaria cauta también se aprecia en la continuidad de la discrepancia observada desde 2003 entre el tipo de cambio oficial y el tipo de cambio de referencia (Gráfico IV.14).⁴⁶ No obstante, la brecha entre estos indicadores ha disminuido como resultado de la inflación interna y, en menor medida, por la apreciación del boliviano. Esto sugiere la continuidad de la orientación de la política cambiaria para moderar las presiones inflacionarias.

A pesar de los beneficios mencionados sobre la gradualidad, ésta reduce los beneficios que podrían derivarse de la corrección de los desequilibrios de algunos mercados. En particular, en el mercado cambiario que mantiene un exceso de oferta de dólares, demandando como contraparte un mayor esfuerzo en políticas de esterilización. En efecto, el BCB ha seguido comprando dólares estadounidenses en montos considerables, lo que ha generado también la necesidad de incrementar sus OMA. En la gestión 2007, la compra de divisas al sistema financiero alcanzó \$us1.371 millones, por encima del 10% del PIB (Gráfico IV.15).

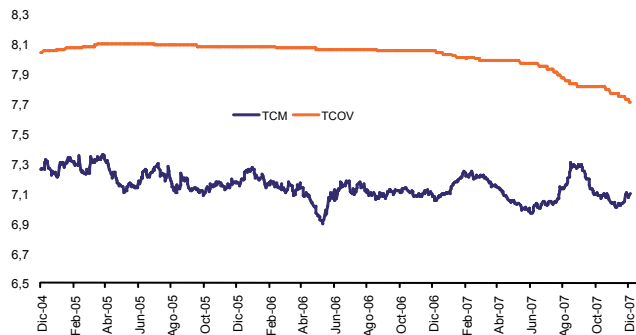
La compra de divisas que realizó el BCB muestra claramente que bajo un régimen de flotación cambiaria la apreciación del boliviano habría sido mayor a la que se registra actualmente. En ese sentido, es importante conocer cuál es el tipo de cambio de equilibrio. Las estimaciones indican que la moneda se encontraría subvaluada (Ver Recuadro IV.3).

CUADRO IV.3. APRECIACIONES DE LAS MONEDAS DE PAÍSES SELECCIONADOS RESPECTO AL DÓLAR ESTADOUNIDENSE (En porcentajes)

País	Apreciación			Tipo de cambio equivalente ^{2/}			Participación Comercial % ^{1/}
	Desde 2003	Desde 2007	Desde julio 2007	Desde 2003	Desde 2007	Desde julio 2007	
Argentina	6,3	-2,6	-2,0	7,0	8,2	8,1	11%
Bolivia ^{3/}	-2,3	4,5	3,5				
Brasil	49,7	16,7	7,4	3,8	6,7	7,4	15%
Chile	30,9	6,4	5,4	5,2	7,5	7,5	6%
Colombia	29,6	9,9	-3,6	5,3	7,2	8,2	4%
Japón	5,7	6,0	9,3	7,1	7,6	7,2	12%
Perú	14,8	6,3	5,4	6,4	7,5	7,5	8%
Reino Unido	19,8	2,3	0,1	6,0	7,8	7,9	2%
Zona del Euro	28,7	10,5	8,2	5,3	7,2	7,3	7%

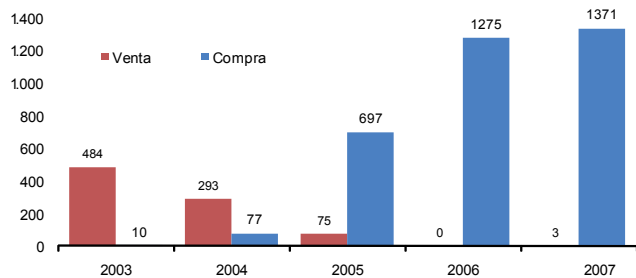
FUENTE: Bloomberg - Banco Central de Bolivia
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 Nota
 1/ Corresponde a ponderadores del comercio exterior (exportaciones menos importaciones).
 2/ El tipo de cambio equivalente corresponde a aquel que se observaría si se hubiese apreciado en la magnitud de los países de referencia.
 3/ Tipo de cambio oficial de venta .

GRÁFICO IV.14: TIPO DE CAMBIO OFICIAL Y DE REFERENCIA (Bolivianos por dólar estadounidense)



FUENTE: Banco Central de Bolivia
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 NOTA: TCM: Tipo de cambio multilateral de referencia
 TCOV: Tipo de cambio oficial de venta

GRÁFICO IV.15: COMPRA Y VENTA DE DIVISAS (En millones de dólares estadounidenses)



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

⁴⁶ El tipo de cambio de referencia considera las variaciones cambiarias y de los precios de nuestros principales socios comerciales tomando 2003 como punto de comparación. Este indicador referencial es uno de los parámetros que utiliza el BCB para determinar el tipo de cambio oficial, pues si éste fuese igual al de referencia, la competitividad cambiaria sería similar al periodo base. Hasta 2003, el tipo de cambio de referencia y el oficial tuvieron una trayectoria similar.

IV.2.2 La competitividad cambiaria

A pesar de que el tipo de cambio nominal es una referencia obligada para las decisiones económicas, un indicador más adecuado para el sector transable es el tipo de tipo de cambio real, que compara los precios internos y externos en unidades monetarias similares. En ese sentido, el BCB utiliza el Índice de Tipo de Cambio Efectivo y Real (ITCER), cuyo cálculo está en función a las inflaciones y variaciones cambiarias de las monedas de nuestros principales socios comerciales con relación al dólar estadounidense.

Durante 2007, el ITCER se redujo algo menos de 4%; sin embargo, esta caída es moderada y actualmente este indicador se encuentra en niveles elevados con relación a la experiencia histórica desde inicio de los noventa (Gráfico IV.16). Inclusive, si se compara únicamente con Estados Unidos, la competitividad cambiaria en los últimos años ha sido la más alta de las últimas cinco décadas.

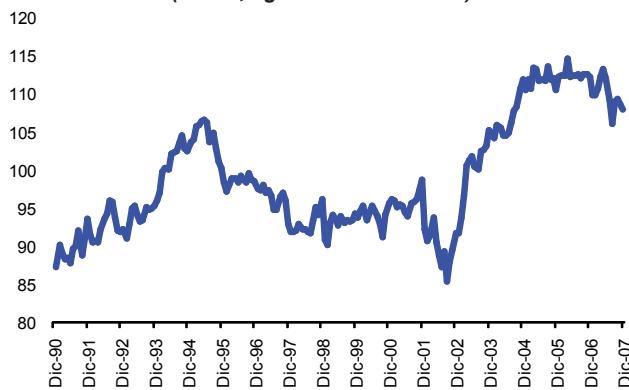
Es importante remarcar que la política económica sólo puede influir temporalmente en la competitividad cambiaria. En el tiempo, el tipo de cambio real convergerá a su nivel de equilibrio que es consistente con el equilibrio interno y externo, es decir, el que se origina por la concurrencia de las fuerzas reales, y no aquellas de carácter nominal.⁴⁷

Además, el tipo de cambio real es un elemento más dentro un grupo de factores que afectan la competitividad de una economía. Inclusive, los estudios más recientes no incluyen el tipo de cambio real en su medición de competitividad, tal como se discute en el Recuadro IV.3 sobre competitividad global.

IV.2.3 La política cambiaria y el control de la inflación

La política cambiaria tiene efectos importantes en la determinación de la inflación. En efecto, el tipo de cambio fue crucial para la estabilización de la hiperinflación de 1984-1985, pues uno de los pilares del programa fue el abrupto cese de la depreciación acelerada. Inclusive la apreciación de 4,4% de la

GRÁFICO IV.16: EVOLUCIÓN DEL ITCER, 1991-2007
(índice, agosto de 2003 = 100)



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

⁴⁷ Ver Recuadro IV. 2 sobre tipo de cambio de equilibrio.

moneda nacional entre el 5 y 17 de septiembre de 1985 contribuyó a dar una señal importante de control de los precios a la población. Conviene reparar que la magnitud de esa apreciación en 12 días es similar a la ocurrida entre julio de 2005 y noviembre de 2007 (dos años y cuatro meses).

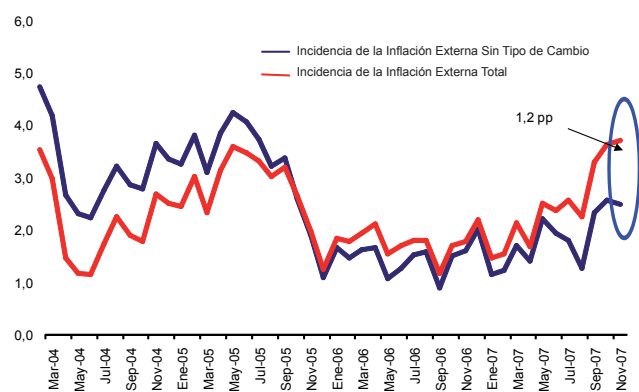
Durante las últimas dos décadas, Bolivia ha utilizado un régimen monetario para el control de la inflación por medio de metas cuantitativas para el dinero y el crédito, porque fueron también importantes para la estabilización hacia tasas más bajas desde mediados de los años ochenta. Este esquema se complementa con el régimen cambiario de movimientos graduales, velando para que la trayectoria del tipo de cambio sea consistente con las metas de inflación que anualmente señala el ente emisor.

Si bien el BCB publica anualmente las metas cuantitativas para el crédito y la emisión consistentes con los objetivos de inflación en su *Memoria* institucional, el impacto en las expectativas de inflación es limitado por su propia naturaleza técnica y divulgación acotada. En contraposición, el tipo de cambio es una variable que es de conocimiento general y que está siempre disponible. Por lo tanto, el ente emisor ha utilizado desde 2007 la apreciación como una herramienta fundamental para "anclar" las expectativas de los agentes económicos.

En ese sentido, la apreciación del boliviano en 2007 fue mayor que en el año precedente, con el objetivo de moderar la inflación. Estimaciones al interior del BCB sugieren que la apreciación cambiaria ha contribuido a reducir la inflación en cerca a 1,2pp (Gráfico IV.17). No obstante, los efectos totales e indirectos considerando expectativas aún no se han manifestado plenamente.

Un aspecto adicional que conviene aclarar es que a diferencia de anteriores experiencias de estabilización en Bolivia y el mundo, la utilización de la política cambiaria ha sido moderada. En comparación al importante esfuerzo monetario a través de mayores OMA e incremento del encaje legal, la apreciación no ha sido la principal o la única herramienta para estabilizar la inflación. Una prueba de ello es la magnitud moderada de la apreciación. Sin embargo, el rol en la política comunicacional ha sido importante y sirve para

GRÁFICO IV.17: APORTE DE LA POLÍTICA CAMBIARIA A LA INFLACIÓN
(Incidencias, en porcentaje)



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

señalar a la población el énfasis que tiene el BCB en el control de la inflación, según lo que manda la Ley y los lineamientos del PND.

Finalmente, es pertinente aclarar la aparente paradoja entre el incremento de la inflación y la apreciación cambiaria que ha llamado la atención de la población. Tal como lo señala la Sección I, el aumento de los precios ha ocurrido por varios factores ajenos al accionar monetario y cambiario. Uno de ellos ha sido el incremento de la inflación importada, tanto por la mayor inflación de los socios comerciales como por la apreciación de sus monedas. Este aumento habría requerido una apreciación más fuerte del boliviano; sin embargo, las consideraciones sobre la dolarización del sistema financiero y el apoyo al sector transable explican este movimiento gradual. Estos dos fenómenos (alza de la inflación y apreciación cambiaria) no corresponden al fenómeno del Síndrome Holandés, como se señala en algunas instancias de la opinión pública (Ver Recuadro IV.4).

RECUADRO IV.1: EL COMPORTAMIENTO DE LOS AGREGADOS MONETARIOS Y LA INFLACIÓN

Desde finales de 2005, la emisión monetaria ha estado creciendo en Bolivia a tasas superiores al 20% y en 2007 ha finalizado con un crecimiento del 60,7%. Otros agregados monetarios han mostrado también un fuerte dinamismo, aunque más moderado que el de la emisión. Este recuadro analiza si este alto crecimiento podría implicar la presencia de presiones inflacionarias de carácter monetario, revisando la evidencia empírica y los resultados particulares para Bolivia

Uno de los hechos estilizados más conocidos es que el crecimiento del dinero está asociado a aumentos de la inflación. McCandless y Weber (1995) encuentran una alta correlación entre el crecimiento del dinero y la inflación para un periodo de 30 años y 110 países. Sin embargo, como lo señala Walsh (2003), esta relación no necesariamente debe interpretarse en la dirección de que mayor cantidad de dinero "causa" mayor inflación, sino que podrían estar presentes otros factores exógenos que impliquen aumentos coincidentes del dinero y la inflación. Tal como lo muestra el Gráfico IV.18 para el caso de Bolivia (que

además incluye la depreciación nominal y el déficit fiscal), el alto crecimiento monetario y la inflación tuvieron origen en un importante déficit fiscal.

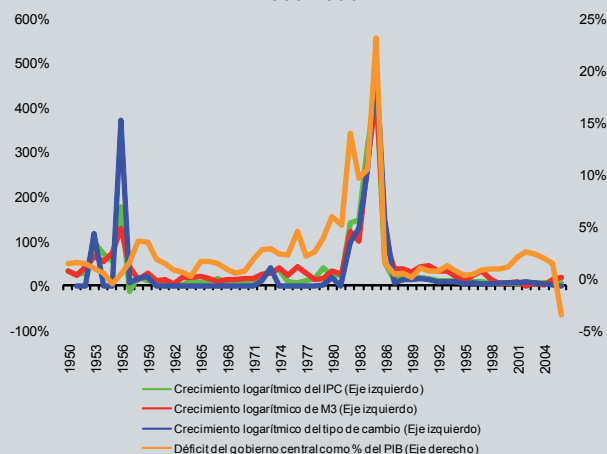
Además que esta correlación está influida por la presencia de altas inflaciones e hiperinflaciones, las cuales evidentemente muestran una asociación muy fuerte entre el dinero y la inflación. Como lo muestran De Grauwe y Polan (2005), la correlación entre dinero e inflación es muy baja si sólo se consideran países con inflación moderada; es decir, si se excluyen los fenómenos atípicos de alta inflación.

También es sugerente la evidencia que proporciona De Gregorio (2003), quien muestra que además de la experiencia chilena de alto crecimiento del dinero sin consecuencias inflacionarias, existían 18 experiencias adicionales en el mundo, dentro de las cuales se contaban las de Canadá, Noruega, Suiza e inclusive Japón, que paradójicamente tuvo deflación. Como lo señala textualmente "ha habido un importante número de episodios en países estables en materia inflacionaria donde la cantidad de dinero se ha expandido aceleradamente, sin que ello haya sido acompañado de una fuerte aceleración de la inflación" (p. 11).

Un factor específico que se debe considerar en el caso de Bolivia se refiere al efecto de la remonetización en la demanda de moneda nacional. En efecto, la proporción de depósitos en bolivianos como porcentaje del total ha aumentado de 5% en 2003 a 36,8% en diciembre de 2007. Este cambio, que reduce las vulnerabilidades asociadas a la dolarización y mejora la efectividad de la política monetaria, ha repercutido en la demanda de circulante. Sólo se trata de un cambio en la denominación del dinero y no como un incremento de la masa monetaria total (aquella que incluye bolivianos y dólares).

Una muestra del efecto de este fenómeno viene dada por la siguiente estimación econométrica de la demanda de emisión real (deflactada por el IPC),

GRÁFICO IV.18: CRECIMIENTO DEL IPC, M3 Y DEL TIPO DE CAMBIO Y DÉFICIT FISCAL, 1950-2006



FUENTE: Mendieta y Martín (2007)

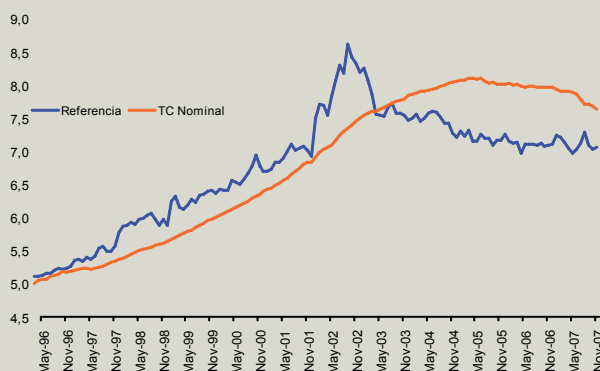
RECUADRO IV.2: EL TIPO DE CAMBIO DE EQUILIBRIO

La apreciación de las monedas latinoamericanas desde el año 2003, ha generado nuevamente la inquietud en la región sobre cuál debería ser el valor de equilibrio en el mercado cambiario. En el caso de Bolivia, este interés ha sido renovado por el hecho de que la moneda perdió valor frente a la divisa estadounidense de manera continua (se depreció) hasta mediados de 2005, momento a partir del cual se revierte esta orientación.

Por la naturaleza del régimen cambiario, es importante para el Ente Emisor estimar los valores de equilibrio del tipo de cambio, para guiar al mercado dentro de la trayectoria del mismo. Entre los últimos estudios sobre este tópico se encuentran los de Lora y Orellana (2000), Aguilar (2003) y Mendieta (2007).

Es necesario señalar que, entre otras, una de las variables que analiza el BCB para determinar el valor de tipo de cambio en el Bolsín corresponde al tipo de cambio de referencia, el cual se define como el tipo de cambio consistente con un Tipo de Cambio Real (TCR) similar al del mes base de construcción de este indicador. El tipo de cambio ha seguido una trayectoria similar a la del indicador de referencia hasta mediados del año 2003 (Gráfico IV.20). A partir de este momento existió una trayectoria divergente, señalando la probable subvaluación del Boliviano, la cual ha disminuido paulatinamente con la apreciación de la moneda nacional.

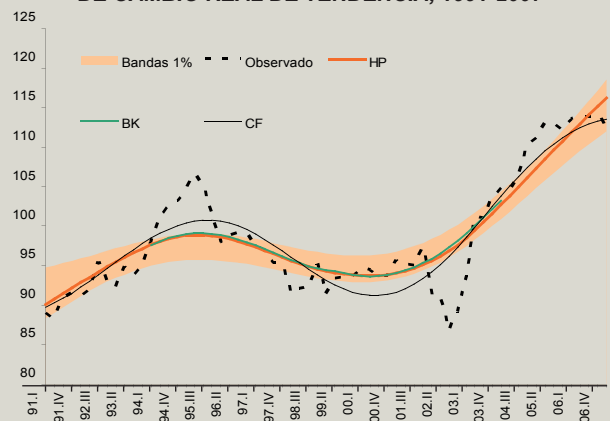
GRÁFICO IV.20: TIPO DE CAMBIO OBSERVADO Y DE REFERENCIA, 1996-2007



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

Para medir el TCR de equilibrio y analizar si existe desalineamiento real del tipo de cambio, se utilizan técnicas estadísticas y econométricas.⁵⁰ Entre las primeras se encuentra el uso de filtros estadísticos (por ejemplo, Hodrick-Presscott o HP, Baxter-King o BK y Christiano-Fitzgerald o CF), los cuales moderan los movimientos extremos del TCR y proveen un indicador de (des)alineamiento cambiario. Los resultados se muestran en el Gráfico IV.21, donde se puede apreciar una importante sobrevaluación en 2002 por la crisis argentina y subvaluación para los años 1994-1995 y 2004-2005.

GRÁFICO IV.21: INDICADORES DE TIPO DE CAMBIO REAL DE TENDENCIA, 1991-2007



FUENTE: Mendieta (2007)
 NOTA: Se añaden bandas de confianza para el caso del filtro HP.

Por otra parte, existen varios métodos econométricos que intentan medir el desalineamiento cambiario. Entre ellos destaca el enfoque de TCR de equilibrio por comportamiento (*Behavioral Equilibrium Exchange Rate* o BEER, empleado por Clark y McDonald, 1998). Este método consiste en estimar una relación entre el TCR y sus determinantes, para luego inferir sus valores de equilibrio aplicando filtros estadísticos en los determinantes.

La mayoría de los estudios teóricos y empíricos señalan que entre los principales determinantes se

⁵⁰ Un adecuado compendio sobre estas técnicas y sobre la medición del TCR de equilibrio se encuentra en Hinkle y Montiel (1999).

encuentran las entradas de capital, los términos de intercambio, el gasto fiscal, la productividad de la economía y la apertura comercial, entre otros. El estudio más reciente (Mendieta *op. cit.*) encontró que los principales determinantes son las entradas de capital (medida como el déficit comercial) y el déficit fiscal. La aplicación de los filtros a los determinantes confirmaron los anteriores desalineamientos encontrados, reafirmando que durante los últimos años el Boliviano habría estado subvaluado.

El BCB reconoce que una moneda sobrevaluada no es aconsejable porque promueve desequilibrios macroeconómicos, en especial en la cuenta corriente y la sostenibilidad externa (Prasad, Rajan y Subramanian, 2007). Por otra parte, una moneda subvaluada estaría asociada a mayor inflación y tampoco es favorable para la economía. En ese sentido, la *Memoria* 2006 del BCB y el IPM de julio de 2007 señalan que parte del aumento (en torno a 3 puntos porcentuales) de la inflación correspondería a los efectos de la subvaluación cambiaria a partir de 2003.

Como lo señala Rodrik (2007), el TCR es una variable que no puede ser controlada arbitrariamente; y para lograr una subvaluación que favorezca al sector transable se requieren superávit fiscal, medidas para prevenir entradas de capital de corto plazo e intervención cambiaria (incremento de reservas internacionales). Estas medidas han sido implementadas en los últimos años por el BCB y el gobierno, favoreciendo al sector exportador.

Sin embargo, puesto que el TCR es una variable que está determinada principalmente por factores macroeconómicos ajenos a la política económica, se moverá hacia su valor de equilibrio en el mediano plazo; y si existe subvaluación, este movimiento podría ser a través de la apreciación nominal o, alternativamente, mayor inflación. El BCB ha privilegiado el primer camino, pues es menos perjudicial para la economía y no implica costos importantes para los sectores de menos recursos. Además que un tipo de cambio más alto no necesariamente implica mayor competitividad como se muestra en el Recuadro IV.3.

RECUADRO IV.3: EL TIPO DE CAMBIO REAL Y LA COMPETITIVIDAD GLOBAL

La pérdida del valor de la moneda estadounidense en el mundo ha generado inquietud en algunas economías emergentes sobre la pérdida de competitividad, en especial de las exportaciones. Esto en virtud a que la depreciación del dólar ha significado menos ingresos en moneda nacional por los envíos al exterior. Frente a este cuestionamiento, este Recuadro discute la importancia del tipo de cambio real en la competitividad de un país.

Históricamente la competitividad de la economía se ha relacionado con la capacidad que tiene un país para vender sus productos en los mercados externos por la vía de mejores precios. Como lo señalan Hinkle y Nsengiyumva (1999), "la competitividad externa es un asunto del precio relativo *comparado con aquellos de los países competidores* donde los artículos transables del país son vendidos". Sin embargo, ya varias décadas atrás se reconocía que este enfoque de precios relativos "sólo tendería a exagerar los efectos de los *cambios* en los precios" (McGeehan, 1968) en la competitividad.

Paulatinamente, los desarrollos teóricos y empíricos han mostrado que asociar la competitividad únicamente a los movimientos de precios (incluyendo los tipos de cambio), podía ser muy simplista. En esa línea, Lipschitz y McDonald (1992) señalan que efectuar inferencias sobre la competitividad utilizando los indicadores usuales de tipo de cambio real requerirían supuestos muy fuertes e implausibles. Además que este enfoque concentraría únicamente el interés en una visión de "competencia" entre naciones, la cual no necesariamente se aplica en el nuevo contexto internacional (Krugman, 1994).

Por estos cuestionamientos así como por el interés de conocer los determinantes del éxito de un país para insertarse en el escenario internacional, diversas instituciones se han concentrado en analizar la competitividad en varios países del mundo y en la elaboración de índices comparativos.

Uno de los entes más reconocidos al respecto es el Foro Económico Mundial (FEM), que elabora

anualmente el *Reporte de Competitividad Global*, donde se presenta una comparación sobre el tema para un grupo importante de países.

Hasta su versión 2005-2006, el índice del FEM utilizaba el tipo de cambio real como uno de los determinantes de la competitividad de un país, aunque con una ponderación pequeña (en torno a 2,5%). Sin embargo, en su última edición, el FEM consideró pertinente excluir la competitividad cambiaria del indicador de competitividad global.

Este cambio obedece a que la competitividad se define como "el conjunto de instituciones, políticas y factores que determinan el nivel de productividad de un país" (Sala-i-martin *et al*, 2007). El índice actual comprende doce pilares de la competitividad agrupados en tres categorías: instituciones, infraestructura, estabilidad macroeconómica, educación primaria y salud (los requerimientos básicos), entrenamiento y educación superior, eficiencia en el mercado de bienes, eficiencia en el mercado laboral, sofisticación del mercado financiero, capacidad tecnológica, tamaño de mercado (factores que mejoran la eficiencia), sofisticación de los negocios e innovación (innovación y factores de sofisticación).

El pilar de estabilidad macroeconómica ya no contempla al tipo de cambio real por dos razones. La primera tiene que ver con el hecho de que una subvaluación (un tipo de cambio alto) fomenta las exportaciones, pero también encarece las importaciones. Si éstas se componen de insumos y capital, la economía se vuelve menos competitiva. Como lo indica Rogoff (2006), "no se puede concluir que el crecimiento de largo plazo de un país necesariamente se beneficia de tener un tipo de cambio subvaluado. Por ejemplo, existe evidencia considerable de que las importaciones de bienes de capital son importantes para mejorar el crecimiento de la productividad [...] Pero manteniendo un tipo de cambio subvaluado hace a las importaciones de bienes de capital más caras, afectando no sólo al sector de bienes transables,

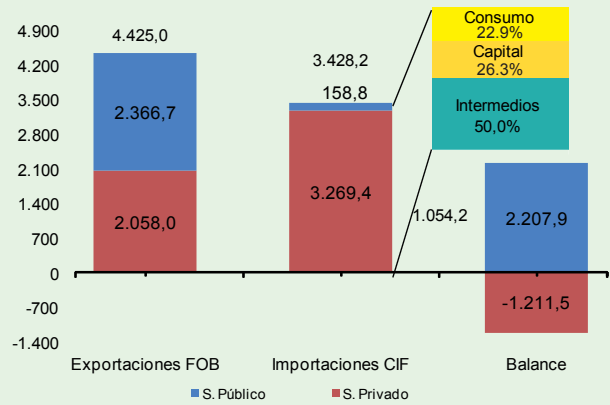
sino también a los no transables, como la vivienda". La segunda razón es porque en la práctica existen dificultades para medir la competitividad cambiaria y los desvíos respecto al equilibrio.

En el caso de Bolivia, el primer argumento es muy válido, pues el 77% de las importaciones del sector privado corresponden a insumos intermedios y de capital (Gráfico IV.22). Por lo tanto, un tipo de cambio alto perjudicaría la actividad económica transable y no transable.

Bolivia se encuentra en el puesto 105 de 131 países en el ranking de competitividad del FEM. El país tiene un desempeño inadecuado en la mayoría de los pilares de la competitividad, salvo en el de estabilidad macroeconómica (49/131), principalmente por el ahorro total (34/131), en especial el de carácter público (24/131), debido al superávit fiscal de los dos últimos años.

Al priorizar el control de la inflación en el manejo de la política cambiaria, el BCB está contribuyendo al pilar de estabilidad macroeconómica y, por ende, a la competitividad entendida en un sentido más amplio que sólo los tipos de cambio (nominal y real).

**GRÁFICO IV.22: COMERCIO EXTERIOR
POR SECTORES - 2007
(Millones de dólares y porcentaje)**



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

RECUADRO IV.4: LA APRECIACIÓN Y LA INFLACIÓN EN 2007 Y EL "SÍNDROME HOLANDÉS"

El Síndrome Holandés (SH), también conocido como "enfermedad holandesa" es el nombre que se le asigna a las consecuencias dañinas provocadas por un aumento significativo en los ingresos de un país por la generación de grandes entradas de divisas, que puede ocurrir debido a un notable repunte de los precios de un recurso natural (gas, minerales, petróleo, etc.), la asistencia externa e incluso fuertes flujos de inversión extranjera directa. El término alude a la experiencia de Holanda a partir de 1959 por descubrimiento de gas natural (*The Economist*, 1977).

Desde la perspectiva teórica y según el primer estudio formal (Corden y Neary, 1982), existen dos efectos del SH. El primero es el de "movimiento de recursos" que ocurre porque los recursos productivos (trabajo y capital) se desplazan hacia el sector en auge. El segundo es el "efecto gasto", puesto que los ingresos adicionales son destinados al gasto, una parte del cual se concentra en bienes no transables, generando una apreciación real y una disminución de la actividad industrial. Una experiencia de SH ocurrió en Colombia a finales de los años setenta por el incremento de los precios del café, principal producto de exportación de dicho país (Ebrahim-zadeh, 2003).

Este segundo efecto está relacionado con la inflación, dependiendo del régimen cambiario. En efecto, el sector exportador en expansión generará una importante entrada de divisas que presionará el valor de la moneda nacional. Bajo un esquema de tipo de cambio fijo, la conversión de monedas extranjeras a nacionales aumentará la masa monetaria del país y la demanda interna presionará los precios internos al alza. Esto equivaldrá a una apreciación del tipo de cambio real. En cambio, si el tipo de cambio es flexible, el aumento de las divisas hará que la moneda nacional se aprecie, lo que hará que también exista una apreciación real que se originará, en este caso, por una disminución del tipo de cambio nominal. En ambos casos la apreciación real afectará las exportaciones no

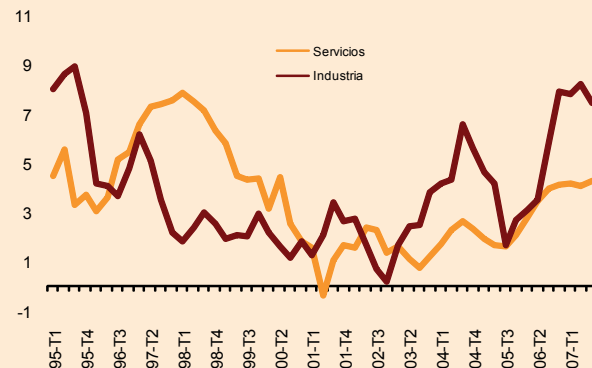
tradicionales, ya sea por mayor inflación o por menor tipo de cambio nominal.

En 2007 se ha observado en Bolivia tanto un incremento de la inflación como de la apreciación nominal, generando la inquietud de que la economía nacional esté experimentando el SH. En ese sentido, Oomes y Kalcheva (2007) estudian un fenómeno similar en Rusia; y señalan que para que exista SH se debería cumplir lo siguiente:

- Apreciación real.
- Menor crecimiento de la manufactura.
- Crecimiento acelerado de los servicios.
- Mayores salarios.

En el caso del primer síntoma, el Recuadro IV.2 en este IPM muestra que el boliviano estaría subvaluado, descartando este síntoma. En cuanto a los dos síntomas siguientes, la información de actividad del INE (Gráfico IV.23) muestra que el crecimiento de la industria ha sido mayor que el de los servicios desde 2003, descartando este aspecto del SH.

**GRÁFICO IV.23: CRECIMIENTO PROMEDIO ANUAL
DE LA INDUSTRIA Y LOS SERVICIOS
(En porcentajes)**



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

Respecto al último síntoma, la información sobre remuneraciones disponible hasta 2006 señala que sólo ha existido un crecimiento acelerado en la minería, mientras que el resto permanece con crecimientos moderados.

En conclusión, aunque el exceso de dólares ha presionado al mercado cambiario, la posibilidad que

se traduzca en SH fue amortiguada por la intervención del BCB en el mercado cambiario, que comprando divisas ha impedido que la moneda se aprecie mucho más. Asimismo, para evitar presiones inflacionarias adicionales tuvo que complementar estas medidas con mayores OMA, evitando el ingreso masivo de estos recursos en la economía.

V. Perspectivas y riesgos de inflación

En esta sección se presentan los principales elementos de discusión sobre la trayectoria esperada de la inflación en el bienio 2008-2009 y los riesgos asociados al escenario más plausible, con la información disponible hasta el cierre de la presente publicación. En primer lugar se presenta el contexto externo e interno previsto para ambos años, para luego explicar el escenario más probable de la inflación. Finalmente, se expone el balance de riesgos, que consiste en una evaluación de las ponderaciones de posibles desvíos con respecto a la proyección base.

V.1 CONTEXTO INTERNACIONAL

Las perspectivas para los próximos años muestran un escenario internacional con incertidumbre, debido a los efectos reales adversos que podrían tener las turbulencias financieras internacionales. De este modo, se prevé que las economías avanzadas moderarán su crecimiento comparando con 2007 (Cuadro V.1). Por otro lado, las economías emergentes del Asia como China e India continuarían creciendo a un ritmo sólido, aunque a tasas levemente menores. América Latina sólo moderaría su crecimiento en torno a medio punto porcentual por debajo de lo observado en 2007, debido a la fortaleza de la demanda interna.

En general, la inflación tanto en economías avanzadas como aquellas en desarrollo sería menor, debido a la moderación esperada del crecimiento, el cual disminuiría el uso de la capacidad instalada y, por consiguiente, aliviaría la presión ejercida por los costos laborales y energéticos. No obstante, la caída de la inflación dependerá del comportamiento de los precios del petróleo y de los alimentos, este último ligado a la producción de biocombustibles y al balance entre oferta y demanda internacionales.

CUADRO V.1: CRECIMIENTO, INFLACIÓN Y TIPOS DE CAMBIO, 2007-2008
(Variaciones anuales en porcentajes y unidades por dólar estadounidense)

	Crecimiento				Inflación			Tipo de Cambio (\$us)		
	2007e	2008			2007	2008		2007	2008	
	FMI	CF	TE		FMI	CF	TE	CF	TE	
Economías avanzadas										
Estados Unidos	1,9	2,2	2,1	2,0	4,3*	2,3	2,6	2,8	--	--
Zona del Euro	2,5	2,1	1,9	1,9	3,1	2,0	2,2	2,3	0,68	0,71
Japón	2,0	1,8	1,5	1,4	0,4*	0,5	0,4	0,3	111	109
Reino Unido	3,1	2,4	1,9	1,9	2,1*	2,0	2,1	2,1	2,00	1,95
Asia en desarrollo										
China	11,5	10,0	10,5	10,1	6,9*	3,5	4,1	3,5	7,6	6,8
India	8,9	8,4	8,1	7,7	6,2	4,0	5,6	6,1	39,6	39,1
América Latina										
Argentina	8,0	5,5	5,7	6,0	8,5	13,0	11,5	11,6	3,1	3,4
Brasil	4,7	4,0	4,4	4,5	4,2*	4,0	4,0	4,0	1,8	1,8
Chile	5,3	5,0	5,1	4,6	7,8	3,0	3,5	4,3	506	518
Colombia	6,6	4,8	5,3	5,4	5,7	4,3	4,3	4,7	2053	2170
México	3,1	3,0	3,3	2,8	3,8	3,6	3,7	3,8	11,0	11,2
Perú	7,6	6,0	6,4	6,9	3,9	2,0	2,6	2,4	3,0	3,0

FUENTE: FMI (2007b)

Consensus Forecast (diciembre 2007) y *The Economist*

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

NOTA: (*) Cifras observadas a noviembre, (e) estimado
CF= Consensus Forecast, TE = *The Economist*

Finalmente, pese al repunte reciente, los precios del petróleo tenderían a disminuir levemente por la moderación esperada de la actividad económica aunque la volatilidad persistiría.

En los mercados cambiarios, algunos organismos prevén que el dólar se recuperará levemente respecto al euro, por el menor crecimiento esperado en la Zona del Euro. Por su parte, las monedas de América Latina seguirían cerca de los niveles observados en 2007, aunque la continuidad de la caída de la tasa de la FED y su posible efecto en los mercados financieros influiría sobre la dirección y magnitud de los movimientos cambiarios.

Las menores presiones inflacionarias externas estarían asociadas principalmente al menor dinamismo económico y a la eventual moderación de la inflación mundial. Sin embargo, en la inflación importada será determinante la evolución de los precios de alimentos y petróleo, y el rumbo de la política cambiaria en países socios comerciales de Bolivia.

CUADRO V.2 RESUMEN VARIABLES MACROECONÓMICAS
(En porcentajes)

	2004-2006	2007e	2008e	2009e
	(Variación anual)			
PIB a precios de mercado	4,3	4,2	5,0-6,0	5,5-6,5
Agricultura, silvicultura, caza y pesca	3,2	0,5	5,2	4,7
Actividades extractivas	8,9	4,2	10,8	11,4
Petróleo crudo y gas natural	14,2	4,7	8,1	9,1
Minerales metálicos y no metálicos	1,6	3,5	15,5	15,3
Industria manufacturera	5,4	5,1	5,3	5,3
Servicios	2,7	4,8	6,0	4,5
del cual: Construcción	3,1	14,1	11,1	23,0
	(Porcentaje del PIB)			
Cuenta corriente	7,2	13,0	10,2	4,9
Cuenta capital (incluye errores y omisiones)	-0,5	1,7	-3,8	-1,9
Balance Global	6,7	14,7	6,4	2,9
Exportaciones de bienes	29,4	33,5	32,1	31,5
Importaciones de bienes	-23,6	-26,0	-26,5	-30,3
Inversión extranjera directa (neta)	0,1	1,2	3,6	4,1
Balance Fiscal	-1,1	2,2	1,5	--

FUENTE: Banco Central de Bolivia
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 (e) Cifras estimadas
 NOTA: Las estimaciones del Balance Fiscal corresponden al BCB y las proyecciones definitivas se darán a conocer en el Memorandum de Entendimiento a ser firmado con el Ministerio de Hacienda.

V.2 ACTIVIDAD ECONÓMICA Y GASTO

Para 2008 se mantiene la previsión de crecimiento superior al 5% establecida en el IPM de julio de 2007, mientras que para 2009 se espera que la expansión del PIB se sitúe en un rango entre 5,5% y 6,5% (Cuadro V.2). El crecimiento en este bienio asume que la actividad en los sectores intensivos en mano de obra será más dinámica que en los últimos años e inclusive repuntará en el caso de los servicios. Además, existirá un impulso adicional proveniente de los sectores minero, construcción e hidrocarburos. Esto se debe al creciente volumen de operaciones de San Cristóbal, la fase de preinversión del proyecto de El Mutún y los nuevos flujos de Inversión Extranjera Directa en exploración de hidrocarburos. En el caso del sector agrícola, la actividad se recuperaría en 2008, aunque persiste la incertidumbre sobre las condiciones climáticas.

Desde la perspectiva de la demanda interna, el consumo privado continuaría creciendo. El ingreso disponible apuntalaría este crecimiento, por el buen comportamiento de la actividad interna, un mercado laboral fortalecido e ingresos de remesas. Por su parte, la formación bruta de capital fijo estará impulsada tanto

por la inversión privada extranjera como por la inversión pública.

A su vez, el consumo público mantendría una dinámica acorde al comportamiento de la actividad económica. De esa forma, se estima que para el 2008, el Sector Público Consolidado seguirá mostrando superávit, aunque con una ligera disminución respecto a 2007. Por lo tanto, continuaría la acumulación de depósitos en el BCB contribuyendo a regular la liquidez y contener las presiones inflacionarias. Se debe destacar que el nivel de acumulación de depósitos dependerá en gran medida del control del gasto a nivel subnacional.

Desde el punto de vista de la demanda externa, tanto las exportaciones como las importaciones mantendrían la tendencia creciente observada en 2007. Sin embargo, puesto que las importaciones serían más dinámicas, en especial por la necesidad de bienes de capital para nuevos proyectos mineros, los superávits de la balanza comercial, la cuenta corriente y la balanza de pagos serán inferiores a los registrados en 2007. De esta forma habría un descenso en la tasa de acumulación de RIN.

En este escenario, la brecha del producto se mantendrá positiva a lo largo del período. Además, el mayor ingreso disponible implicaría la continuidad de un entorno de alta liquidez en el mercado. Ambos factores son coincidentes con presiones inflacionarias sobre la medida de núcleo, las cuales serán contrarrestadas por medio de las políticas monetaria y cambiaria, pero estarán determinadas por la continuidad de la austeridad fiscal, así como por la atenuación de los efectos de los problemas climatológicos en la producción agropecuaria.

V.3 PERSPECTIVAS DE LA INFLACIÓN

Las perspectivas de inflación para el bienio 2008-2009 señalan que será un período de estabilización gradual para converger, en el mediano plazo, a niveles más moderados. Para ello será importante el efecto de las políticas del BCB y la mitigación de los problemas temporales de oferta. Esta sección fundamenta el comportamiento más probable para la evolución de los precios, coherente con el escenario interno y externo esbozado previamente.

En cuanto a los componentes de la inflación fuera del núcleo, se prevé que los precios de los bienes transables no perecibles, particularmente el maíz, trigo, arroz, soya, entre otros, continuarán sujetos a importantes presiones por el dinamismo de la demanda de alimentos a nivel mundial y en especial por el requerimiento cada vez mayor de estos productos para la elaboración de biocombustibles.⁵¹ No obstante, la variación de estos precios sería más moderada que la observada en 2007, lo que aliviaría las presiones inflacionarias. Además, el escenario base prevé que las acciones tomadas por el Gobierno a través de la Empresa de Apoyo a la Producción de Alimentos (EMAPA), para incentivar el incremento de la superficie cultivada de granos, moderarían estas presiones en el mercado interno. Por su parte, se estima que los precios de los productos perecibles como frutas, legumbres, verduras y tubérculos, tendrían una menor presión al alza, puesto que la producción no se vería afectada por factores climatológicos adversos similares en magnitud a los de 2007.

Se espera que las presiones por el lado de los costos se mantengan contenidas, pues el comportamiento del IPPIM y el índice de actividades remuneradas durante 2007, implicó un ajuste importante hasta equipararse con la evolución de la inflación en 2007. Al respecto, el Presupuesto General de la Nación (PGN) 2008 considera un incremento razonable al salario mínimo (de Bs525 a Bs578, lo que representa un aumento de 10%) y un alza moderada (7%) para las remuneraciones del sector público, lo que es coincidente con la contención de presiones inflacionarias por el lado de los salarios.

A pesar que se prevé que continúe la volatilidad en los precios de los combustibles a nivel mundial, el PGN 2008 contempla la continuidad en la subvención al precio de los carburantes. Por tanto, el escenario base también asume que el abastecimiento energético será normal y fluido en todo el país y no se registrarán problemas que puedan afectar los precios.

⁵¹ Los precios a futuros de granos que se transan en las principales bolsas del mundo, muestran una tendencia creciente para 2008, por lo que, en el corto plazo no se vislumbra una reducción de estas presiones.

Por su parte, no se prevén ajustes importantes en los precios de los servicios regulados (transporte, teléfonos, energía eléctrica, pensiones escolares, entre otros). En el caso particular del pan, que se considera un bien regulado, no se esperan variaciones. En lo que se refiere al sector de transportes, las estimaciones se han realizado considerando que este sector no ajustará sus tarifas debido a que los precios de los hidrocarburos en el mercado interno no experimentarían variación, como se señaló anteriormente.

Respecto al componente tendencial de la inflación, las proyecciones realizadas consideran una reducción paulatina. El efecto pleno de las políticas del BCB, las menores presiones inflacionarias en el contexto internacional menos dinámico y una moderación de las expectativas inflacionarias permitirían que la tendencia de inflación presente un comportamiento descendente, pese a que se espera que continúe un significativo crecimiento de la demanda.

Con relación a las expectativas, si bien han sido afectadas debido al *shock* de inflación reciente, se prevé que se moderen en la medida que desaparezcan los desequilibrios por factores transitorios, se aminoren las presiones de inflación importada y se manifiesten los efectos plenos de las políticas aplicadas por el BCB. Para ello es muy importante la estrategia comunicacional que ha estado aplicando el BCB. También será fundamental mantener un clima de tranquilidad en materia socio-política, pues la irrupción de problemas de esta índole podría generar especulación.⁵²

Escenarios

Sobre la base de las perspectivas del desempeño económico y las políticas del BCB que están orientadas a situar el nivel de inflación en torno a una meta de largo plazo de 4%, el escenario base proyecta que la tasa de inflación anual en 2008 comenzaría una trayectoria decreciente. Por esta razón, el BCB se ha fijado como referencia las metas de 8% y 6% para 2008 y 2009 respectivamente. El escenario más

⁵² Un factor adicional que impulsaría el descenso de los precios se refiere a la mayor base de comparación que representaría 2007 para el cálculo de la inflación en 2008.

probable está acorde con estas metas dentro del rango de incertidumbre propia del proceso de proyección (Gráfico V.1).

El descenso de la inflación está basado principalmente, en los efectos que tendrían las políticas activas del BCB en la dinámica de los precios, considerando que las políticas monetaria y cambiaria operan con ciertos rezagos. También toma en cuenta que la política fiscal continuará en un entorno de austeridad y ahorro así como la mitigación paulatina de los problemas de oferta.

En lo que se refiere a los agregados monetarios, estos seguirán creciendo acorde a la evolución de sus fundamentos (principalmente actividad económica, tasas de interés y remonetización). No obstante, el BCB continuará enfocando la política monetaria a la esterilización de los excesos de liquidez, en coherencia con su meta de largo plazo. Por su parte, la apreciación de la moneda nacional continuaría en la medida que persistan las presiones inflacionarias. La política cambiaria también destinará sus esfuerzos a un mayor uso del boliviano que permite mejorar la efectividad de la política monetaria y enfrentar mejor los problemas de origen externo e interno. Adicionalmente, el Gobierno adoptó medidas destinadas a incentivar la producción y el abastecimiento en el mercado de productos estratégicos de la canasta familiar.

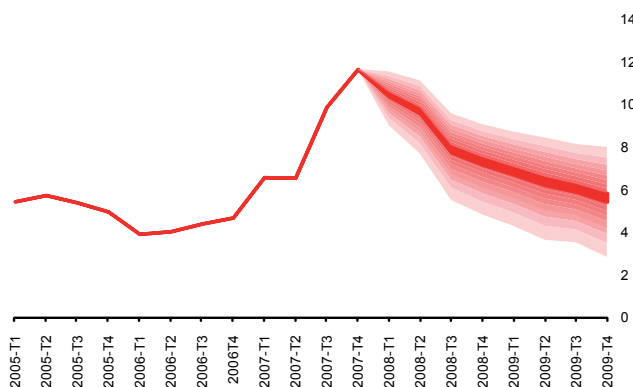
Se debe aclarar que la proyección de inflación para 2008 es superior a la prevista en el IPM de julio de 2007. Este hecho se debe a que la magnitud de los *shocks* experimentados a partir del mes de julio fueron más importantes de lo previsto.

V.4 BALANCE DE RIESGOS

El escenario descrito anteriormente no está exento de riesgos, los que podrían implicar desvíos de la proyección base de la trayectoria de inflación; y ante los cuales el BCB actuará con firmeza para propender al cumplimiento de sus metas en 2008 y 2009. A continuación se describen los principales riesgos, así como las respuestas del BCB para enfrentarlos.

Entre los riesgos hacia el alza figura el dinamismo de la demanda agregada interna. El volumen de remesas e ingresos de capital mayores a los proyectados podrían

GRAFICO V.1 INFLACIÓN TRIMESTRAL OBSERVADA Y PROYECTADA
(En porcentajes)



FUENTE: Banco Central de Bolivia e Instituto Nacional de Estadística
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: La proyección incluye las distribuciones de probabilidades (*Fan Chart*)

ser una fuente de presión de la demanda agregada y por tanto de los precios. En la medida que las personas consideren el aumento del ingreso disponible como de carácter permanente e incrementen su consumo, se generaría una brecha entre la demanda y oferta por bienes y servicios que forman parte de la canasta del IPC dando lugar a aumentos de precios. Frente a este panorama, el BCB recogerá, en la medida de lo posible, la liquidez excedente en la economía por vía de operaciones de mercado abierto y encaje legal. Asimismo, se reitera la importancia de la formación bruta de capital público y privado que permita incrementar el producto potencial.

En la misma dirección se encuentra el aumento del gasto fiscal, en especial de los gobiernos subnacionales. Pese a que los aumentos del gasto han sido moderados y su impacto en la inflación ha sido limitado, la disminución de los depósitos del SPNF en el BCB y su uso en gasto corriente, podría generar una presión adicional en los precios. En este sentido, el Ente Emisor ha manifestado constantemente su interés en la pronta constitución de mecanismos explícitos de control de la política fiscal entre ellos la creación de un Fondo de Estabilización y Desarrollo y presupuestos plurianuales, aspectos contemplados en el PND, que contribuyan a la estabilidad macroeconómica y, por ende, al crecimiento.

Otro riesgo es la presión en los precios de los alimentos a nivel externo e interno. A pesar de que el escenario base asume que los precios de los alimentos no experimentarán un ajuste importante en el bienio 2008-2009, continúan latentes las presiones externas sobre los precios de los alimentos por la creciente demanda a nivel mundial, así como por su menor oferta debido al uso alternativo en la industria de biocombustibles. Frente al alza en los precios de los productos importados, será necesario un mayor dinamismo de la política cambiaria. En el ámbito interno, un riesgo importante es la irrupción del fenómeno climatológico La Niña con mayor intensidad que la prevista. Este fenómeno podría afectar al sector agrícola en los primeros meses de 2008, limitando el abastecimiento de productos en los mercados por pérdidas de cosechas y/o por inhabilitación de tramos camineros.

Finalmente, el ajuste de precios por inercia inflacionaria constituye también un riesgo que hay que destacar.

En efecto, la variación del IPC en 2007 podría implicar que varios precios que han permanecido estables puedan experimentar alzas, como respuesta para evitar cambios en los precios relativos. En este sentido, aunque el escenario base no prevé un ajuste en estos precios, en especial de los de carácter regulado, el riesgo está latente. En la misma línea se encuentra la posibilidad de un ajuste importante de los salarios, en especial del sector privado. En el caso del sector público, el Gobierno ha establecido en la Ley Financial un ajuste moderado, manifestando el interés de evitar aumentos salariales que puedan implicar presiones inflacionarias adicionales.

En cuanto a los riesgos hacia la baja, el principal se constituye en la desaceleración de las economías avanzadas como consecuencia de los efectos de la crisis del mercado hipotecario en Estados Unidos. Las estimaciones señalan que ésta será moderada, pues el dinamismo global está apuntalado por el de las economías emergentes. Sin embargo, una desaceleración más pronunciada podría tener efecto en la actividad de los socios comerciales y en los precios internacionales, especialmente de petróleo y alimentos, promoviendo una caída mayor a la proyectada en la inflación importada. En el caso de una crisis de esta naturaleza y ante la evidencia de menores presiones, el BCB podría relajar las condiciones monetarias para promover la actividad pero propendiendo el retorno a la meta de mediano plazo (4%).

Por otro lado, existe la posibilidad de que las proyecciones estén subestimando la velocidad de ajuste de las expectativas ante registros de inflación con tendencia decreciente. Este aspecto, sumado a las medidas adoptadas por el BCB, podría reforzar la caída de la inflación.

Con referencia al punto central de la meta, el balance de riesgos está sesgado hacia el alza, por lo cual el BCB estará atento a la concreción de los mismos, con el fin de posibilitar el cumplimiento de las metas establecidas. El Ente Emisor reitera su compromiso con la misión de preservar el poder adquisitivo de la moneda nacional para contribuir al crecimiento y al desarrollo del país.

Referencias bibliográficas

- Agenor, P. R. (2004). *The Economics of Adjustment and Growth*, 2a. edición. (Cambridge: Harvard University Press).
- Aguilar, M. A. (2003). "Estimación del Tipo de Cambio Real de Equilibrio para Bolivia." *Revista de Análisis del BCB*, 6(1).
- Arora, V. y A. Vamvakidis (2006). "The Impact of U.S. Growth on the Rest of the World: How Much Does It Matter?." *Journal of Economic Integration*, 21(1), marzo, pp. 21–39.
- Blinder, A. (1997) "Comentary". *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 79.
- Bostic, G. y Painter (2005), "Housing Wealth, Financial Wealth, and Consumption: new evidence from micro data", Working paper, University of Southern California.
- Clark, P. y R. MacDonald, (1998) "Exchange Rates and Economic Fundamentals: A Methodological Comparison of BEERs and FEERs". IMF Working Paper 98/67.
- Corden, W. y P. Neary, (1982) "Booming sector and de-industrialization in a small open economy," *The Economic Journal* 92, diciembre: 825-48.
- Cuadrado Roura, J.R. (2001) *Política Económica Objetivos e instrumentos*. Madrid McGraw Hill.
- Cutler, J. (2001) "Core Inflation en the UK". External MPC Unit Discussion Paper N° 3, Marzo.
- De Grauwe, P. y M. Polan, (2005) "Is Inflation Always and Everywhere a Monetary Phenomenon". *Scandinavian Journal of Economics* 107(2): 239-259.
- De Gregorio (2003) "Dinero e Inflación: ¿En qué estamos?". *Economía Chilena* 6(1), abril: 5-19.
- Dupasquier, Ch., A. Guay, y P. St-Amant, (1997) "A Comparison of Alternative Methodologies for Estimating Potencial Output and the Output Gap". Bank of Canada. Working Paper 97-5.
- Ebrahim-zadeh, C. (2003) "El Síndrome Holandés: Demasiada riqueza malgastada" *Finanzas y Desarrollo* Vol. 3: 50-51.
- Feldstein, M. (2007) "Housing, credit markets and the business cycle", NBER Working Paper, N° 13471.
- FMI (2007a), *Boletín del FMI*, Volumen 36, No 12 (octubre)
- FMI (2007b): *Perspectivas de la economía mundial*. Fondo Monetario Internacional. Octubre.
- Hernaiz, D. (2005) "Vectores autoregresivos y PIB potencial: Estimaciones para Bolivia". Documento de trabajo de UDAPE 09/2005.
- Hinkle, L. y F. Nsengiyumva (1999) "The Two-Good Internal RER for Tradables and Nontradables". En Hinkle, L. y P. Montiel, Eds., *Exchange Rate Misalignment*. Nueva York: Oxford University Press.
- Hinkle, L. y P. Montiel, Eds. (1999) *Exchange Rate Misalignment*. Nueva York: Oxford University Press.

- Hodrick, R. y E. Prescott, (1997) "Postwar U.S. Business Cycles: An Empirical Investigation". *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 29, No.1: 1-16.
- Krugman, P. (1994) "Competitiveness: A Dangerous Obsession" *Foreign Affairs* 73(2): 28-44.
- Lipschitz, L. y D. McDonald, (1992) "Real exchange rates and competitiveness" *Empirica* 19(1), marzo: 37-69.
- Lora, O. y W. Orellana, (2000) "Tipo de Cambio Real de Equilibrio: Un Análisis del Caso Boliviano en los Últimos Años". *Revista de Análisis del BCB* 3 (1).
- Mathieson y Rojas-Suárez (1992) "Liberalization of the capital account: Experiences and issues" *IMF Occasional Paper*, marzo.
- McCandless, G. y W. Weber, (1995) "Some Monetary Facts". Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review, 19(3), Verano: 2-11.
- McGeehan, J. (1968) "Competitiveness: A Survey of Recent Literature" *The Economic Journal* 68 (310), junio: 243-262.
- Mendieta, P. (2007) "Éxitos y desafíos del régimen cambiario boliviano: Desalineamientos cambiarios bajo tipo de cambio reptante". Documento preparado para el Proyecto de Investigación Conjunta sobre Variables No Observables: El Tipo de Cambio Real, para la XII Reunión de Investigadores de Bancos Centrales del Continente Americano, llevada a cabo en Madrid entre el 5 y 7 de noviembre de 2007.
- Mendieta, P. y D. Martin (2007) "Caracterizando el crecimiento económico en Bolivia". Mimeo, BCB.
- Mendieta, P. y H. Rodríguez, (2007) "Caracterizando una Curva de Phillips Neokeynesiana para una economía altamente dolarizada: El Caso de Bolivia". Trabajo presentado en ocasión de la I Reunión de Coordinación sobre Variables Observables, organizada por el Centro de Estudios Monetarios para Latinoamericanos (CEMLA) y el Banco Central de la República Argentina, realizada en la ciudad de Buenos Aires, Argentina en junio de 2007.
- Miller, S. (2005) "Métodos alternativos para la estimación del PBI potencial: Una aplicación para el caso de Perú". *Revista de Estudios Económicos* N°10, Banco Central de Reserva del Perú.
- Oomes, N. y K. Kalcheva, (2007) "" IMF Working Paper 07/102, Abril.
- Prasad, E., R. Rajan, y A. Subramanian (2007) "Foreign Capital and Economic Growth" *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 1.
- Rodríguez, H. (2007) "Producto Potencial: Una aplicación al caso de Bolivia". Trabajo presentado en ocasión del Primer Seminario Latinoamericano de Modelos Económicos y Proyecciones en Bancos Centrales, organizado por el Centro de Estudios Monetarios para Latinoamericanos (CEMLA) y el Banco Central de la República Argentina, realizada en la ciudad de Buenos Aires, Argentina en abril de 2007.
- Rodrik, D. (2007) "The Real Exchange Rate and Economic Growth: Theory and Evidence". Mimeo, John F. Kennedy School of Government Harvard University.
- Rogoff, K. (2006) "Rethinking Exchange Rate Competitiveness" En World Economic Forum, *The Global Competitiveness Report 2005-2006*. Hampshire: Palgrave MacMillan
- Sala-i-martin, X et al (2007) "The Global Competitiveness Index: Measuring the Productive Potential of Nations" en World Economic Forum, *The Global Competitiveness Report 2007-2008*. Hampshire: Palgrave MacMillan.
- The Economist* (1977) "The Dutch Disease" 26 de noviembre: 82-83.
- Walsh, C. (2003) *Monetary Theory and Policy*. 2a. edición. Cambridge: The MIT Press.



Ayacucho y Mercado
Tel: (591-2) 2409090
Fax: (591-2) 2406614
Telex: 2286 NAVIANA
Casilla: 3118
www.bcb.gov.bo
La Paz - Bolivia